

---

*Een verkennend onderzoek naar het afwegingskader en  
categorisering van de particuliere vastgoedbelegger*

---



## **MSRE-SCRIPTIE**

**MASTER THESIS MSRE**

Auteur:

Onderwijsinstituut:

Datum:

**MASTER OF SCIENCE IN REAL ESTATE**

Dhr. M.M.F. (Maico) Verhagen

Amsterdam School of Real Estate (ASRE)

Augustus 2017

**MASTER THESIS MSRE      MASTER OF SCIENCE IN REAL ESTATE**

Auteur: Dhr. M.M.F. (Maico) Verhagen  
Bedrijf: Adriaans Bouwgroep B.V.  
Onderwijsinstituut: Amsterdam School of Real Estate (ASRE)  
Opleiding: Master of Science in Real Estate (MSRE)  
Begeleiding: Dhr. dr. A. Wilts (1<sup>e</sup> begeleider)  
Dhr. drs. A.R. Marquard (2<sup>e</sup> begeleider)

Datum: 31 augustus 2017



## VOORWOORD

Lang heb ik uitgekeken naar het schrijven van dit voorwoord van mijn Master Thesis *“Een verkennend onderzoek naar het afwegingskader en categorisering van de particuliere vastgoedbelegger”*. Deze Master Thesis is geschreven in het kader van de afronding van de masteropleiding Master of Science in Real Estate aan de Amsterdam School of Real Estate. Een hele leuke, intensieve en leerzame periode wordt hiermee afgesloten. Een periode waarin ik nieuwe mensen heb leren kennen en nieuwe kennis heb opgedaan. Het verbreden van mijn kennis is voor mij ook aanleiding geweest om mijn scriptie te richten op de woningbeleggingsmarkt, op dit moment een erg interessant en actueel thema. Tijdens deze opleiding ben ik hier in toenemende mate in geïnteresseerd geraakt, mede door het volgen van het vak ‘Vastgoedbeleggen’. Juist doordat het vastgoedbeleggen, vanuit mijn rol als projectontwikkelaar, geen core business is, heeft het mij bij uitstek de mogelijkheid geboden mijn kennis te verruimen.

Graag wil ik dan ook van de gelegenheid gebruik maken om iedereen te bedanken die een bijdrage heeft geleverd aan dit onderzoek. Te beginnen met de respondenten, de particuliere beleggers en de vastgoedexperts, die bereid waren tijd vrij te maken en op een transparante wijze hun visie en kennis wilden delen. Zonder hun input was de totstandkoming van deze scriptie niet mogelijk geweest.

Een speciaal woord van dank gaat uit naar mijn scriptiebegeleider Arnold Wilts vanuit de ASRE. Op de juiste momenten zorgde jij voor de eyeopeners en inhoudelijke feedback waardoor ik weer nieuwe energie en inspiratie kreeg om het onderzoek verder te kunnen brengen en uiteindelijk dus af te ronden. Jouw relativeringsvermogen en verhelderende advies over de aanpak en structuur van het onderzoek hebben mij bijzonder geholpen. Onze gesprekken heb ik dan ook als zeer prettig ervaren. Waarvoor dank. Ook Arthur Marquard dank ik voor zijn waardevolle feedback bij het afronden van het onderzoek.

Uiteraard wil ik ook mijn werkgever Adriaans Bouwgroep bedanken voor de mogelijkheid en vrijheid die zij mij hebben gegeven deze masteropleiding te volgen. Mijn collega Steffen van der Wielen dank ik voor het ‘meelezen’ en kritische commentaar op de conceptversies. Onze brainstormsessies en het inhoudelijk sparren heeft zeker bijgedragen aan het eindresultaat wat nu voorligt.

En last but not least wil ik mijn vrouw Kristel in het bijzonder bedanken voor de gelegenheid die ik heb gehad om deze studie succesvol af te ronden. Al die tijd nam jij thuis de honneurs waar met onze twee jonge kinderen. Bedankt voor jouw steun, geduld en motiverende woorden. Zonder jou was dit niet gelukt!

Ten slotte wil ik de lezers veel leesplezier wensen!

Maico Verhagen  
Sint-Oedenrode, 31 augustus 2017

## MANAGEMENT SAMENVATTING

De woning(beleggings)markt is de laatste jaren weer erg populair. In historisch perspectief was 2016 een bijzonder jaar waarin een record aan beleggingstransacties is gerealiseerd. Nog nooit was er zoveel kapitaal beschikbaar om in Nederlandse huurwoningen te investeren. In toenemende mate is er interesse om in de Nederlandse huurwoningenmarkt te investeren. Ontwikkelingen op de woning(beleggings)markt zoals het dreigend tekort aan woningen in met name het middensegment geliberaliseerde huurwoningen, de wijzigingen in overheidsregelgeving, de prijsontwikkelingen van de woningen, het toenemend aantal toetreders tot de Nederlandse woningmarkt, hebben mede tot gevolg dat er sprake is van dalende aanvangsrendementen en toenemende risicobereidheid bij beleggers. Al met al kan geconcludeerd worden dat de groeimogelijkheden voor het geliberaliseerde huursegment nog altijd substantieel blijven en dat de ontwikkelingen op de markt een stevig fundament bieden voor een solide woningbeleggingsmarkt.

Ook in de jaren voorafgaand aan de crisis was een grote toestroom van particuliere beleggers waarneembaar. Vaak ontbrak het deze particuliere beleggers aan specifieke kennis van vastgoed en vaak hadden zij ook geen beleggingservaring. De grote hoeveelheden beschikbaar kapitaal in de markt, het geringe aanbod aan goede beleggingsmogelijkheden en verhoogde risicobereidheid onder beleggers zijn al enkele parallellen met de huidige marktsituatie.

Voorname is aanleiding geweest voor dit onderzoek waarin is getracht meer inzicht te krijgen in het afwegingskader van particuliere beleggers dat zij hanteren bij het nemen van beleggingsbeslissingen. Over de institutionele beleggers is volop informatie beschikbaar en naar deze groep wordt ook veel onderzoek verricht. Er is echter maar weinig bekend over de particuliere beleggers in het algemeen en hun afwegingskader in het bijzonder. En dat terwijl de particuliere beleggers een belangrijke groep binnen de Nederlandse woningbeleggingsmarkt zijn. Dit heeft geleid tot de volgende hoofdvraag in dit onderzoek:

### ***In hoeverre hanteren particuliere beleggers een theoretisch afwegingskader en in welke mate is het mogelijk om deze beleggers te categoriseren?***

Uit voorgaande onderzoeken is gebleken dat 'dé particuliere belegger' niet bestaat daar deze groep erg divers is. Daarnaast is gebleken dat bij particuliere beleggers sprake is van 'beperkt rationeel' handelen doordat ook irrationele factoren een rol spelen bij de beleggingsbeslissing. In dat kader zijn naast de rationele economische theorieën zoals de Moderne Portefeuille Theorie (Markowitz) en het Capital Asset Pricing Model (Sharp en Lintner) ook enkele gedragstheorieën bestudeerd zoals de Behavioral Finance Theory (Kahneman en Tversky) en de Boundary Rationality (Cyert en March).

De rationele economische modellen gaan er immers vanuit dat de vastgoedmarkt efficiënt is en de beleggers altijd rationeel handelen op basis van volledig beschikbare informatie. De kenmerken van de vastgoedmarkt enerzijds en de genoemde gedragstheorieën anderzijds nuanceren dit beeld nadrukkelijk en gaan uit van een begrensde rationaliteit. Iedere groep beleggers heeft te maken met andersoortige rationaliteitsbeperkingen.

In beginsel is er in dit onderzoek onderscheid gemaakt tussen een tweetal groepen, namelijk de professionele en de niet-professionele particuliere belegger. Een doel van het onderzoek was om na te gaan in welke mate de niet-professionele particuliere beleggers nader gecategoriseerd kunnen worden. Tegen die achtergrond is het model van de vastgoedketen van Van Driel en Van Zuijlen gehanteerd. Binnen de vastgoedketen hebben diverse actoren hun eigen rol met bijbehorende bedrijfsprocessen. Hun strategie, beleid en hieruit blijkende visie bepalen de keuze voor in- of outsourcing van activiteiten. Het managen van vastgoed wordt onderverdeeld in vier managementlagen op drie verschillende niveaus, te weten het strategisch, tactisch en operationele niveau. Dit alles is gecombineerd in een theoretisch afwegingskader.

Voor het empirisch deel van dit onderzoek is gekozen voor kwalitatieve methode in de vorm van interviews. Dit om het theoretisch afwegingskader te toetsen aan het 'praktische' afwegingskader van de niet-professionele belegger. Deze methode is noodzakelijk om door te dringen tot de doelgroep waardoor het per definitie een kleinschalig, intensief onderzoek is met een beperkt volume en waarvoor origineel inzicht nodig is.

Op de centrale vraagstelling in hoeverre particuliere beleggers een theoretisch afwegingskader hanteren kan geen eenduidig antwoord worden gegeven. In lijn met de heterogeniteit van de particuliere beleggers ontstaat er ook ten aanzien van het te hanteren afwegingskader een zeer divers beeld. Wel kan gesteld worden dat de respondenten geen geformaliseerd en volgens de theoretische modellen gerationaliseerd afwegingskader hanteren. De respondenten blijken ieder hun eigen werkwijze en afwegingskader te hebben. Ten aanzien van de categorisering van de particuliere beleggers kan op basis van de verkregen data worden verondersteld dat een groep niet-professionele particuliere beleggers een groei in volume doormaken en daarmee ook doorgroeien naar professionalisering. Voorts is uit dit onderzoek gebleken dat het onderscheid tussen enkel professionele en niet-professionele particuliere beleggers te grof en te abstract is. Gezien de diversiteit van particuliere beleggers in termen van bijvoorbeeld professionaliteit, omvang, strategie en risicomanagement is het zeer legitiem gebleken een verdere verfijning aan te brengen. De opbrengst van dit onderzoek is dan ook de introductie van een 'tussencategorie', namelijk de 'semi-professionele' particuliere belegger. Dit onderzoek toont aan dat dit een relevante categorie beleggers is. En dit is ook de eerste keer dat op basis van onderzoek wordt betoogd dat deze groep aparte kenmerken heeft wat betekent dat er meer nuance wordt aangebracht in de markt.

De niet-professionele belegger kenmerkt zich door een platte organisatiestructuur. Het ligt dus voor de hand te veronderstellen, en de verkregen data suggereert dat ook, dat wanneer beleggers meer professioneel worden en zich dus bewegen naar semi professionaliteit er een structuur begint te ontstaan die in twee lagen uiteen gaat vallen en vervolgens doorgroeit naar een driedeling in de organisatie zoals Van Driel die omschrijft. Bij een professionele belegger kan volgens het model van Van Driel gesproken worden over een vastgoedorganisatie met drie verantwoordelijkheidslagen, bijbehorende vastgoedmanagementopgaven en separatie van functies en taken op alle lagen (strategisch, tactisch en operationeel).

In de veronderstelling dat de verkregen data valide zijn en een grotere geldigheid hebben ontstaat het vermoeden dat dus gesproken kan worden over **een semi-professionele particuliere belegger** wanneer onder andere een tweedeling in de organisatie herkenbaar is op basis van strategisch/tactisch en operationeel niveau. Er is dan sprake van een beginnende separatie van functies (uitkristalliseren) en er vormt zich een organisatiestructuur. Dit kan zowel binnen één organisatie worden georganiseerd (insourcing) als door meerdere organisaties (outsourcing). En als de belegger laat zien zijn investeringen (geografisch) te spreiden, werkt met geformaliseerde (rendements)eisen en geformaliseerde preferenties, de besluitvorming volgens het rationeel model is ingericht en het beleggen in individuele objecten afhankelijk wordt gemaakt van de positie in c.q. bijdrage aan de totale portefeuille, kan gesteld worden dat de belegger is door geprofessionaliseerd en vermoed de onderzoeker dat sprake is van op zijn minst een semi geprofessionaliseerde belegger.

Het onderzoek draagt bij aan een meer dynamisch beeld van de Nederlandse particuliere beleggingsmarkt. Het onderzoek heeft een relevantie en opbrengst voor zowel de markt, de toezichthouder als de onderzoeker. Dit onderzoek is een eerste stap in de verkenning en om die verkenning mogelijk te maken zijn deze inzichten bij uitstek geschikt.

## INHOUDSOPGAVE

<b>Voorwoord</b> .....	<b>3</b>
<b>Management samenvatting</b> .....	<b>4</b>
<b>Inhoudsopgave</b> .....	<b>6</b>
<b>1. Inleiding</b> .....	<b>8</b>
1.1 Aanleiding.....	8
1.2 Probleemstelling.....	9
1.3 Doelstelling.....	10
1.4 Vraagstelling.....	10
1.5 Afbakening en relevantie.....	11
1.6 Onderzoeksmethode en onderzoeksmodel.....	14
1.7 Leeswijzer.....	15
<b>2. Institutioneel kader</b> .....	<b>16</b>
2.1 Inleiding.....	16
2.2 Woningmarkt.....	16
2.2.1 Omvang en structuur woningmarkt.....	16
2.3 Woning(beleggings)markt.....	17
2.3.1 De kenmerken van beleggen in direct onroerend goed.....	17
2.3.2 Specifieke vastgoedrisico's.....	19
2.3.3 Lokale marktkennis.....	20
2.4 Gebruikersmarkt.....	22
2.5 Trends en ontwikkelingen woning(beleggings)markt.....	23
2.6 Woningbeleggers.....	24
2.6.1 De institutionele woningbeleggers.....	25
2.6.2 De particuliere woningbeleggers.....	26
2.7 Conclusie.....	28
<b>3. Theoretisch kader beleggingsmarkt</b> .....	<b>30</b>
3.1 Beleggingstheorieën.....	30
3.1.1 Vierkwadrantenmodel.....	30
3.1.2 Moderne Portefeuille Theorie.....	31
3.1.3 Capital Asset Pricing Model.....	32
3.1.4 Kritische kanttekening bij de rationale economische modellen.....	33
3.2 Gedragstheorieën.....	34
3.2.1 Behavioral Finance Theory.....	34
3.2.1.1 Cognitief-psychologische benadering.....	35
3.2.1.2 Psychologische concepten bij particuliere beleggers.....	36
3.2.2 Boundary Rationality.....	37
3.3 Beleggersorganisatie.....	37
3.4 Theoretisch afwegingskader.....	39

<b>4. Methodologie</b> .....	<b>42</b>
4.1 Inleiding.....	42
4.2 Conceptueel onderzoeksmodel.....	42
4.3 Methodologische overwegingen.....	42
4.4 Dataverzameling.....	43
4.4.1 Implementatie gedragstheorieën in interviews.....	44
4.5 Respondenten en onderzoekspopulatie.....	45
<b>5. Resultaten praktijkonderzoek</b> .....	<b>46</b>
5.1 Respondenten.....	46
5.2 Particuliere woningbeleggers.....	47
5.2.1 Professionele en niet-professionele beleggers.....	48
5.2.2 Achtergrond en motivatie.....	49
5.2.3 Kennis en expertise.....	49
5.2.4 Werkgebied.....	50
5.2.5 Organisatie.....	51
5.2.6 Strategie en doelstelling.....	52
5.2.7 Risico-/rendementsprofiel.....	53
5.2.8 Portefeuille.....	54
5.3 Analyse.....	54
<b>6. Conclusies en aanbevelingen</b> .....	<b>59</b>
6.1 Conclusies.....	59
6.2 Reflectie.....	62
6.3 Aanbevelingen.....	62
<b>Bibliografie</b> .....	<b>65</b>
<b>Bijlagen</b> .....	<b>68</b>
Bijlage 1: Vragen topinterview vastgoedexperts.....	68
Bijlage 2: Vragen interview beleggers.....	70

## 1. INLEIDING

### 1.1 AANLEIDING

De woningbeleggingsmarkt is momenteel erg actueel en populair bij beleggers in binnen- en buitenland. In 2016 is een historisch beleggingsvolume in woningen van circa 4,1 miljard euro bereikt (Capital Value, 2017). En in 2015 is het totaal belegd volume in woningbeleggingen uitgekomen op 3 miljard euro, een evenaring van het recordjaar 2014. 20% van dit totale volume werd geïnvesteerd door particuliere woningbeleggers. Deze beleggers waren hoofdzakelijk betrokken bij investeringen in bestaande bouw. Daarnaast blijven particuliere beleggers belangrijk voor het midden-huursegment in middelgrote en kleine steden. De verwachting is dat hun positie op regionale huurmarkten in het ongereguleerde segment zal groeien nu de activiteiten van de woningcorporaties binnen dit segment beperkt zijn doordat zij hierin niet meer mogen investeren. Corporaties zijn ook bezit in dit segment aan het verkopen. Ook in 2017 komen particuliere beleggers op de woningenmarkt door woningen aan te kopen met als doel hun bezit te verhuren (Vastgoedmarkt, april 2017).

Uit het jaarlijks door ING Real Estate Finance en Business Universiteit Nyenrode uitgebrachte onderzoeksrapport over het financieringsbeleid en visie van Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers blijkt ook dat de woningbeleggingen aan populariteit toenemen (ING Real Estate Finance & Nyenrode, 2015). Dit wordt mede veroorzaakt door het gunstige risicoprofiel van woningen ten opzichte van andere vastgoedsegmenten (Capital Value, 2016) en als gevolg van de zeer lage rendementen op spaartegoeden en staatsobligaties. De beleggingsdruk leidt niet alleen tot dalende aanvangsrendementen<sup>1</sup> maar ook tot een snel groeiende risicobereidheid. Investeerders krijgen - terwijl de perspectieven in de vastgoedmarkt duidelijk zijn verbeterd- een relatief hoog direct rendement in verhouding tot de nog altijd lage lange rente (Syntrus Achmea, 2015).

Voor het behalen van goede looptijdrendementen is niet alleen vreemd vermogen en de daarmee te behalen hefboomwerking (leverage) benodigd, maar ook de inzet van tijd, kennis en creativiteit om aan de juiste woningen te komen en om de juiste beleggingsbeslissingen te maken.

In de jaren voorafgaand aan de crisis was een grote instroom te zien van particuliere beleggers die geen specifieke kennis hadden van vastgoed en vaak ook geen beleggingservaring (Zwager, 2008). Zorgelijk was daarbij dat door de grote hoeveelheden beschikbaar kapitaal in de markt, het geringe aanbod aan goede beleggingsmogelijkheden en de geringe kennis onder particuliere beleggers, kennis asymmetrie, de nadruk steeds minder op de kwaliteit van het vastgoed en het daaruit voortvloeiende risico rendementsprofiel kwam te liggen (AFM, 2006). Aannemelijk is dat deze groep destijds is meegegaan in de hausse van de markt. Echter in de periode van 2008 tot medio 2013 is maar liefst 130 miljard euro aan woningwaarde verdampt (Vastgoedmarkt, 2013). Dat er sinds juni 2013 weer sprake is van een stijgende trend in woningprijzen (Kadaster, 2016) neemt niet weg dat voornoemde waardeontwikkeling een grote impact heeft en heeft gehad op beleggers in termen van bijvoorbeeld risico, rendement en liquiditeit.

Zoals hiervoor aangegeven is momenteel weer veel kapitaal beschikbaar in de markt, is er sprake van een woningtekort, welke in 2018 haar hoogtepunt bereikt (Capital Value, 2017), en dalend aanbod van woningen (NVM, 2016) met dalende rendementen en verhoogde risicobereidheid tot gevolg. Het positieve sentiment zal

---

<sup>1</sup> Het bruto aanvangsrendement is in essentie de bruto aanvangshuur uitgedrukt in percentage van de totale investering (Van Gool e.a., 2007).



ook in 2017 het beeld bepalen (NVM, 2016). Legitieme en tevens interessante vraag daarbij is of en hoe de beleggers geanticipeerd hebben dan wel gaan anticiperen naar aanleiding van de crisis om te voorkomen dat er weer soortgelijke risico's optreden als in het (recente) verleden is gebeurd.

In de meeste onderzoeken en publicaties gaat de aandacht uit naar de institutionele beleggers. Een groot deel van het Nederlandse vastgoedvermogen wordt echter beheerd door particuliere beleggers. Maar over deze groep is maar weinig bekend. Klapwijk, Nijskens en Buitelaar (2017) bevestigen dit ook in een recent onderzoekspaper.

Uit onderzoeken naar de particuliere vastgoedbeleggers blijkt dat deze groep niet in één definitie is te omschrijven. Dé "particuliere belegger" bestaat niet. Voorts wordt geconcludeerd dat het een zeer diverse groep beleggers betreft met verschillende strategieën, meningen, keuzes en gedragingen en dat particuliere beleggers niet altijd rationeel handelt (Schols, 2013). Daarnaast tonen diverse studies en onderzoeken aan dat een beperkte rationaliteit, in sommige onderzoeken wordt dit als 'irrationeel' omschreven, een rol speelt bij de beleggingsbeslissingen van particuliere beleggers (Den Boef, 2010; Schols, 2013; Niftrik, 2014; AFM, 2015).

Vanuit de klassieke tweedeling tussen de niet-professionele en professionele beleggers is het aannemelijk dat er een doelgroep bestaat die niet zichtbaar is, tussen wal en schip valt, onder de radar van de toezichhouders zit en waar voorts heel weinig over bekend is, juist omdat zoveel vertrouwelijk is, niet of in beperkte mate georganiseerd is en omdat het particulieren betreft. Maar het vermoeden bestaat dat er grote belegde vermogens mee gemoeid zouden moeten zijn. Interessant is derhalve om nader in te gaan op de vraag of deze klassieke tweeling niet erg grof is en of er niet een meer verfijnde categorisering te duiden is bij de particuliere beleggers.

Verondersteld kan worden dat een niet-professionele belegger mogelijk meer intuïtief en sneller handelt op basis van lokale (markt)kennis en dus in mindere mate een gerationaliseerd proces hanteert. Dit terwijl een professionele belegger op basis van een gerationaliseerd afwegingsproces tot beleggingsbeslissingen komt. De mate waarin beleggers gebruik maken gerationaliseerde procedures bij het nemen van beleggingsbeslissingen is van invloed op de mate van rationalisering.

Voor de scope van dit onderzoek gaat het vooral om de procedurele kwaliteit van de besluitvorming. In dat licht bezien is het onderscheid in de mate van rationalisering gelegen in de inhoud en voorwaarden hiervan. Bepalend hierin is bijvoorbeeld de beschikbare kennis en expertise en de hoeveelheid aan en weging van interne en externe factoren die worden meegewogen in een besluitvormingsproces c.q. afwegingskader. Kortom, de informatiecapaciteit en reikwijdte van informatie is van invloed op de mate van rationalisering.

Een belangrijk kenmerk van de niet professionele particuliere beleggers is de expliciete lokale marktkennis (Schols, 2013). Echter naar mate het geïnvesteerde vermogen toeneemt, neemt niet alleen de exposure toe maar ook de behoefte aan expertise. Lokale kennis lijkt dan niet meer afdoende om een gerationaliseerde beleggingsbeslissing te nemen. Interessant is te weten hoe het afwegingskader van particuliere beleggers eruit ziet en hoe die zich verhoudt tot het theoretisch kader. En hoe zij zich organiseren teneinde te beschikken over de benodigde additionele expertise.

## **1.2 PROBLEEMSTELLING**

De woning(beleggings)markt is, zoals hiervoor al kort aangehaald, weer volop in beweging. Belangrijke ontwikkelingen daarbij zijn onder andere de in grote mate aanwezigheid van kapitaal, het dalend woningaanbod, stijgende woningprijzen en de toenemende mate van risicobereidheid bij beleggers. Veel van

dergelijke kenmerken vertonen gelijkenissen met de situatie van voor de crisis. Over de institutionele beleggers is veel informatie met betrekking tot onder andere beleggingsstrategieën voorhanden echter is er onvoldoende inzicht in bijvoorbeeld het afwegingskader van particuliere beleggers. Door het ontbreken van systematische gegevens van deze groep beleggers maakt dat de particuliere beleggersmarkt intransparant is. Nader inzicht in de particuliere beleggers(markt) zou kunnen bijdragen aan het meer transparant maken van deze markt en voor onderzoek toegankelijk maken.

### 1.3 DOELSTELLING

Zoals hiervoor reeds gememoreerd is er maar weinig bekend over de doelgroep particuliere beleggers. Bekend is dat het gesloten heterogene groep betreft, welke moeilijk vindbaar en slecht toegankelijk is en waarvoor een nadere verkenning nodig is. Dit onderzoek is een eerste stap om deze groep te herkennen, nader te kunnen categoriseren en te benoemen, en voor verder onderzoek toegankelijk te maken. Herkenning is voorts nodig voor het ontsluiten van deze doelgroep voor onderzoek.

Primaire doelstelling van dit onderzoek is dus om deze doelgroep met haar kenmerken, strategie en risico percepties te identificeren, nader te categoriseren en om verdiepend inzicht te verkrijgen in de mate waarin het afwegingskader van de groep niet professionele particuliere beleggers het gerationaliseerde theoretisch kader benaderen zoals de professionele beleggers die zullen hanteren. Daarnaast dient het onderzoek bij te dragen als eerste stap in de verkenning van een 'nieuwe' doelgroep, naast de klassieke tweedeling van niet-professionele en professionele beleggers. Hiermee zou het onderzoek hopelijk bij kunnen dragen aan het vergroten van de transparantie in de particuliere beleggingsmarkt.

### 1.4 VRAAGSTELLING

Het voorgaande leidt tot de volgende centrale vraag:

**In hoeverre hanteren particuliere beleggers een theoretisch afwegingskader en in welke mate is het mogelijk om deze beleggers te categoriseren?**

Het theoretisch afwegingskader bestaat niet. Daar waar in dit rapport gesproken wordt over 'het theoretisch afwegingskader' wordt een afwegingskader bedoeld wat gebaseerd is op gerationaliseerde procedures zoals voorgeschreven door verschillende beleggingstheorieën.

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

#### Deelvragen:

- 1) Wat zegt de theorie over het afwegingskader van een beleggingsbeslissing?
- 2) Wat zijn enerzijds de gelijkenissen en anderzijds de meest kenmerkende verschillen tussen de diverse groepen beleggers?
- 3) Is er een verfijning in categorisering mogelijk van de particuliere beleggers in termen van professionaliteit?

*Theoretisch*  
*Empirisch*  
*Analytisch*

## 1.5 AFBAKENING EN RELEVANTIE

### Afbakening

Aangezien 'de particuliere belegger' niet bestaat (Schols, 2013), is het van belang een duidelijke definitie te geven van wat in dit onderzoek wordt verstaan onder particuliere beleggers en welk onderscheid daarin wordt gemaakt. Vaak wordt de groep particuliere beleggers sterk gegeneraliseerd. Er bestaat echter een grote mate van diversiteit binnen deze groep beleggers. Zo kan er al onderscheid worden gemaakt tussen een particuliere belegger die twee huizen bezit en verhuurt en een particuliere belegger die bijvoorbeeld voor tientallen miljoenen euro's aan vastgoed in bezit heeft. De motivaties om te investeren in vastgoed liggen bij elke belegger anders. Ook de achtergrond en bezigheden van particuliere beleggers lopen waarschijnlijk erg uiteen. Gezien de ontwikkelingen op de woningbeleggingsmarkt en de veronderstelling dat particuliere beleggers overwegend woningen in hun portefeuille bezitten, is dit onderzoek afgebakend naar particuliere woningbeleggers.

In dit onderzoek wordt in beginsel onderscheid gemaakt tussen in hoofdzaak twee typen woningbeleggers, namelijk de professionele en niet-professionele particuliere beleggers. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) hanteert op basis van de Wet op het financieel toezicht (Wft) ook een onderscheid tussen professionele beleggers en niet-professionele beleggers. Beleggers die niet voldoen aan de criteria voor professionele beleggers vallen automatisch onder het begrip niet-professionele beleggers. Dit betreft onder andere alle natuurlijke personen, kleine vennootschappen, stichtingen en middelgrote ondernemingen. Om als professionele belegger gekwalificeerd te worden moet aan diverse voorwaarden worden voldaan, waaronder minimale eisen met betrekking tot het balanstotaal, netto-omzet en eigen vermogen (Wft, 2017). Tevens moet men beschikken over voldoende deskundigheid en wordt geacht dat professionele marktpartijen de risico's van financiële diensten en financiële producten zelf moeten kunnen inschatten. Pensioenfondsen, verzekeringsinstellingen en beleggingsfondsen<sup>2</sup> vallen hier bijvoorbeeld onder. Kamminga (2015) geeft daarnaast aan dat (de mate van) professionaliteit van een belegger samenhangt met een behoorlijke vastgoedportefeuille die op een bijna bedrijfsmatige manier wordt beheerd. De Hoge Raad heeft recentelijk nog een belangrijke uitspraak gedaan aangaande (de fiscale behandeling van) familiebedrijven die in het vastgoed zitten. De Hoge Raad (2016) concludeerde dat er in het behandelde geval sprake was van het runnen van een bedrijf in plaats van beleggen in vastgoed. Er wordt veel discussie gevoerd over de vraag of een vastgoedportefeuille een onderneming is of een belegging. Hierbij verwees de Hoge Raad naar de professionaliteit waarmee het vastgoed geëxploiteerd wordt.

Voor de context van dit onderzoek gaat het te ver om de exacte definities en voorwaarden zoals opgenomen in de Wet op het financieel toezicht over te nemen.

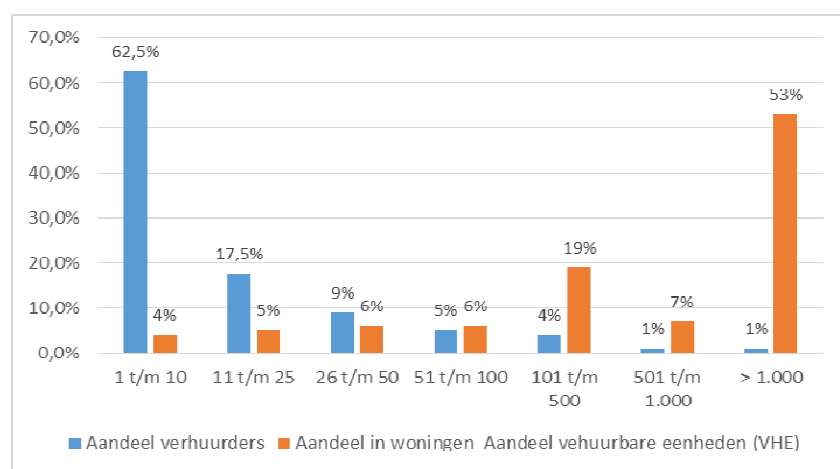
De TU Delft (OTB) heeft in 2014 in opdracht van Vastgoed Belang – de belangenvereniging voor particuliere beleggers – onderzoek gedaan naar de particuliere vastgoedbelegger in het kader van de verhuurdersheffing in relatie tot de extra huurinkomsten. In dit onderzoek is een onderverdeling gemaakt in particuliere vastgoedbeleggers met zelfstandige woningen naar grootteklasse op basis van de ledenpeiling van Vastgoed

---

<sup>2</sup> Definitie CBS: Beleggingsfondsen met uitzondering van geldmarktfondsen bestaan uit collectieve-beleggingsprogramma's die zich hoofdzakelijk bezighouden met het uitgeven van aandelen of rechten van deelneming in beleggingsfondsen met uitzondering van geldmarktfondsen en voor eigen rekening beleggingen te verrichten, vooral in langlopende financiële activa (zoals obligaties en aandelen) en in niet-financiële activa (gewoonlijk onroerend goed).

Belang in 2013 en 2014. Hoewel over de representativiteit van de resultaten voor het woningbezit van alle leden van Vastgoed Belang geen eenduidige uitspraken kunnen worden gedaan omdat de populatiegegevens ontbreken, wordt voor dit onderzoek aannemelijk geacht dat de resultaten een goed beeld geeft van het woningbezit van de leden. Van de circa 4.700 leden heeft 13% hieraan deelgenomen met in totaal een woningbezit van ruim 22.000 woningen. Gebleken is dat in respectievelijk 2013 en 2014 85,5% en 79,8% van de leden 1 tot 25 woningen in bezit heeft, zijnde respectievelijk 16% en 9% van het totaal aantal woningen. Een relatief klein aandeel van de leden bezitten dus een grote hoeveelheid woningen.

Capital Value heeft in haar onderzoek 'De woning(beleggings)markt in beeld 2016' ook een groepsprofiel in kaart gebracht van particuliere beleggers op basis van hun woningbezit. De uitkomsten hiervan tonen grote gelijkenissen met het onderzoek van de TU Delft. Deze verdeling laat zien dat bij benadering 80% van de particuliere beleggers 1 tot 25 woningen bezit. En dat het bezit van deze 80% verhuurders slechts circa 9% bedraagt van het totale woningbezit. Zie onderstaande figuur.



Figuur 1: Verdeling particuliere beleggers naar omvang woningbezit. Bron: (Capital Value, 2016, eigen bewerking).

Op basis van deze gegevens kunnen er diverse beleggersgroepen worden bepaald. Zo kan de groep 'Kleine particuliere beleggers' worden afgebakend tot de niet-professionele particuliere beleggers met een woningbezit tot en met 25 woningen. Deze groep beleggers zijn voor wat betreft achtergrond, doelstellingen, visie en strategie dusdanig divers en moeilijk traceerbaar, dat deze in dit onderzoek worden uitgesloten. Voorts is de achterliggende gedachte hierbij dat het toevoegen van expertise in het kader van professionalisering voor deze type beleggers minder opportuun zal zijn dan bij de (middel)grote particuliere beleggers.

De 2% particuliere beleggers die meer dan 500 woningen bezitten worden ook buiten dit onderzoek gelaten. Gezien de omvang en exposure wordt hierbij aangenomen dat deze groep beleggers, met een zeer waarschijnlijk sterk institutioneel karakter, een rationeel georganiseerd afwegingskader hanteert en als professionele belegger gekwalificeerd kan worden.

Er bestaat dus een hele grote middengroep niet professionele particuliere beleggers met een woningbezit variërend van 26 tot 500 woningen. Het vermoeden bestaat dat ook deze groep beleggers nader gecategoriseerd kan worden, niet alleen op basis van omvang maar bijvoorbeeld ook op basis van de mate professionaliteit. Deze 'middengroep' particuliere beleggers, welke ongeveer een vijfde (18%) van de totale populatie aan particuliere beleggers vertegenwoordigen, zullen in dit onderzoek centraal staan.

Voor de verbreding van het inzicht in de particuliere beleggers wordt in dit onderzoek gestreefd naar een nadere categorisering en herkenning van de verschillende particuliere beleggers. Hierbij wordt getracht inzicht te verkrijgen in de mate waarin deze middengroep zich beweegt van en tussen de 'niet professionele' en

‘professionele’ particuliere belegger. In dit onderzoek wordt op basis van voorgaande het volgende hieronder verstaan:

Type belegger	Definities
<b>Professionele particuliere belegger</b>	Een rechtspersoon die een onderneming drijft en het direct beleggen als primaire hoofdtaak uitoefent, een duidelijke beleggingsstrategie, -doel en geformaliseerd besluitvormingskader hanteert, beschikt over professionele expertise teneinde de risico's zelfstandig in te kunnen schatten, op een bedrijfsmatige manier de portefeuille beheert en exploiteert en beschikt over een woningportefeuille met een omvang van minimaal 500 verhuurbare eenheden.
<b>Niet-professionele particuliere belegger</b>	Alle (rechts)personen die niet voldoen aan de kwalificatie van een professionele belegger, geen gebruik maakt van gerationaliseerde procedures bij het nemen van beleggingsbeslissingen en een geïndividualiseerde beleggingsstrategieën hanteert, en een woningportefeuille in bezit heeft met een omvang van minimaal 25 tot maximaal 500 verhuurbare eenheden.

#### Relevantie

Er zijn diverse studies die hebben aangetoond dat investeringsbeslissingen niet altijd volledig gerationaliseerd tot stand komen. Hier komen we bij de kern van waarop enerzijds de beleggings- en financiële theorieën en anderzijds het terrein van Behavioral Finance en Bounded Rationality is gebaseerd.

In de literatuur wordt veelal een uitgebreid beeld geschetst van de (actoren op de) beleggingsmarkt. Het doel van dit onderzoek is om juist zaken te beschrijven die niet in de literatuur en eerdere onderzoeken aan bod komen, zoals bijvoorbeeld de mate van rationalisering en professionaliteit en een nadere categorisering van de particuliere beleggers. Hiermee wordt getracht de kennis van de beleggingsmarkt uit te breiden.

De afgelopen jaren is de vastgoedmarkt veelvuldig in een negatief daglicht komen te staan. De nabijheid van geld met een diffuse achtergrond vind vaak de weg naar het vastgoed.

De vastgoed- en bouwsector steekt met kop en schouders boven alles uit en is van massief belang voor de economie. Maar diezelfde vastgoedmarkt is gevoelig voor fraude volgens de wetenschapper. 'De markt is zo breed en diep, er lopen zoveel spelers rond, dat maakt toezicht erop waanzinnig moeilijk. (Berkhout, 2014).

Deze fraudegevoeligheid en diverse integriteitskwesaties in combinatie met de enorme hoeveelheid kapitaal die in deze markt omgaat en het intransparante karakter van de vastgoedmarkt, maakt bijvoorbeeld het monitoren van geldstromen niet eenvoudig, ondanks dat de transparantie in de financiële sector recentelijk extra hoog in het vaandel is komen te staan en er ook instrumenten ontwikkeld worden en zijn, denk hierbij aan integriteitsregels, wet BiBob, enzovoorts. Het feit dat er naar alle waarschijnlijkheid een grote groep beleggers onder de radar van de toezichthouders blijven versterkt de maatschappelijke relevantie om een nadere verkenning van de doelgroep. De 'radar' moet namelijk verbreed worden om de transparantie te kunnen vergroten.

Voorts kan gezien de omvangrijke beleggingsvolumes van de particuliere beleggers enerzijds en het beschikbare kapitaal bij deze doelgroep anderzijds het risico optreden dat het een verstorend effect zou kunnen hebben op lokale en regionale markten.

## **1.6 DE ONDERZOEKSMETHODE EN HET ONDERZOEKSMODEL**

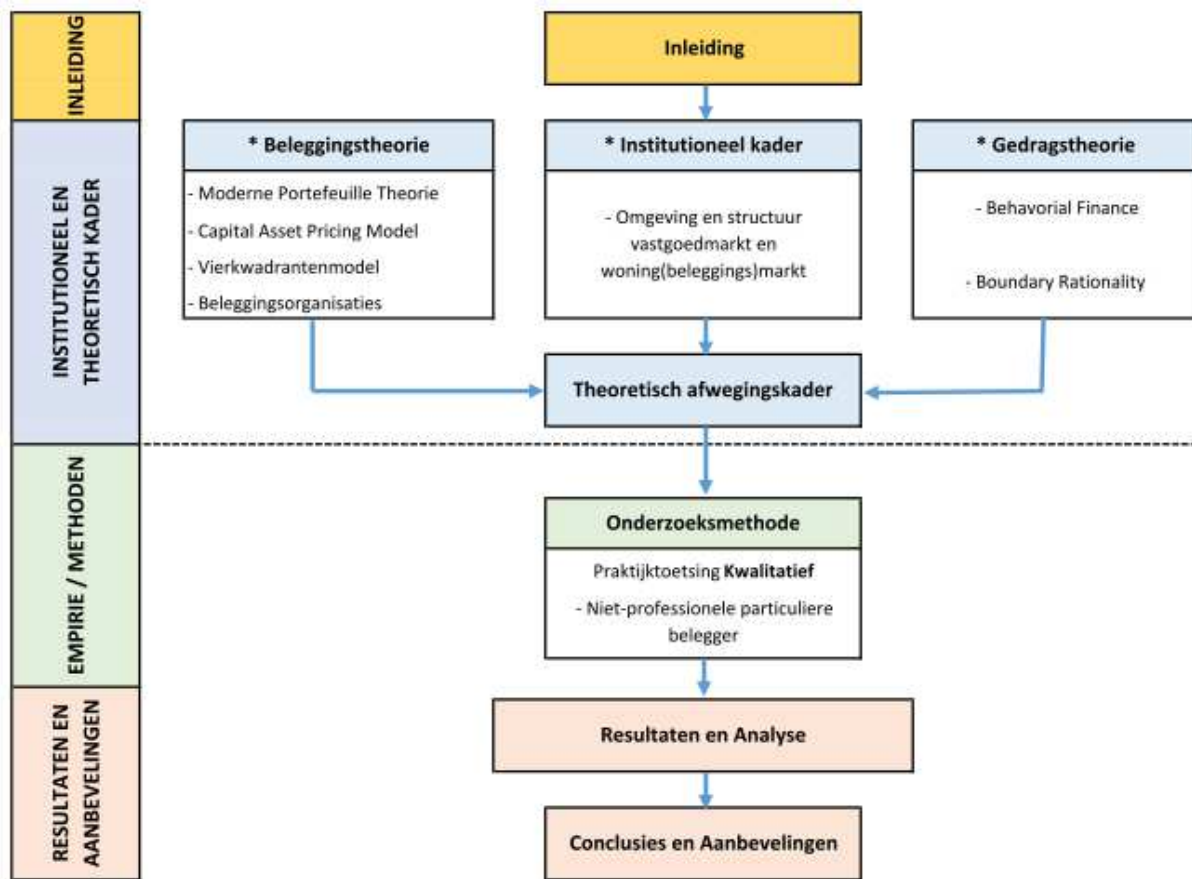
Onderhavig onderzoek betreft enerzijds een verkennend onderzoek met als doel verdiepend inzicht te krijgen in de mate van professionaliteit van de particuliere belegger en anderzijds heeft het ook een beschrijvend en toetsend karakter. Dit laatste komt tot uitdrukking in het praktijkonderzoek waarin het theoretisch model c.q. afwegingskader zal worden getoetst bij diverse relevante stakeholders uit de doelgroep.

Het doel om naar het theoretisch kader te kijken is om de mate van afwijking te relateren aan de mate van professionaliteit. Hiermee wordt bedoeld dat naarmate de afwijking op het theoretisch afwegingskader groter is, de beleggers minder geprofessionaliseerd zijn en vice versa. Er zal met name gekeken worden naar de beleggers die in de spanningsboog zitten van professionalisering.

Representatieve cijfers over de populatie van het woningbezit van particuliere beleggers ontbreken (TU Delft, 2014). Omdat er geen zicht is op de totale populatie in combinatie met het feit dat de doelgroep particuliere beleggers erg ondoorzichtig is, is een representatief onderzoek – in strikt statistische zin – niet haalbaar. Ook is duidelijk dat het een zeer diverse groep beleggers betreft waardoor het eveneens lastig is gedegen systematisch onderzoek te doen.

Voor dit onderzoek is voorgaande derhalve aanleiding om een kwalitatief onderzoek uit te voeren. Het vermoeden is dat de doelgroep ontoegankelijk is maar gezien het belang van het verkrijgen van kennis over de doelgroep, die anders niet verkregen wordt, wordt toch voor de kwalitatieve methode gekozen.

Voor dit onderzoek is er voor gekozen een splitsing te hanteren tussen enerzijds enkele expertgesprekken, teneinde de gestelde veronderstellingen te kunnen toetsen, en om mogelijk vanuit de praktijk een beter beeld te krijgen van de diversiteit en kwalificatie van de particuliere beleggers. En anderzijds worden enkele interviews met niet professionele particuliere beleggers gehouden om met name de procedurele kwaliteit van de besluitvorming in kaart te brengen en te toetsen. Gezien de verwachte diversiteit van beleggers zal het aantal respondenten niet representatief zijn op grond waarvan de – in de theorie gangbare – veronderstelling dat uitkomsten en scores zich rond het gemiddelde centreren van toepassing verklaard kan worden. Het onderzoek zal methodologisch worden opgebouwd zoals in onderstaand schema is weergegeven.



Figuur 2 : Onderzoeksmodel (eigen bewerking)

## 1.7 LEESWIJZER

Allereerst wordt in hoofdstuk 2 het institutioneel kader omschreven van het speelveld, de actoren, de ontwikkelingen in de vastgoedmarkt algemeen en woning(beleggings)markt in het bijzonder. Tevens zullen de diverse type beleggers in onroerend goed aan bod komen.

In hoofdstuk 3 wordt ingegaan op de beleggings- en economische theorieën welke als ‘ideale’ rationele maatstaf worden gezien voor het te hanteren afwegingskader bij beslissingen inzake vastgoedbeleggingen. Daar dit onderzoek zich toespitst op de particuliere belegger is het interessant om voornoemde tevens vanuit enkele gedragstheorieën in ogenschouw te nemen. Derhalve worden de Behavioral Finance en Bounded Rationality in dit hoofdstuk belicht. Deze theorieën trachten een verklaring te geven voor het – van de rationele theorieën afwijkende - gedrag van beleggers. In het empirische gedeelte van dit onderzoek wordt hierop teruggekomen. Daarnaast zal nog worden ingegaan op de beleggersorganisaties aan de hand van het vastgoedmodel van Van Driel. Dit alles leidt tot een theoretisch afwegingskader in hoofdstuk 3.

In hoofdstuk 4 zal de methodologie van het onderzoek nader worden belicht en worden de resultaten van voornoemd praktijkonderzoek in hoofdstuk 5 nader uitgewerkt. Tot slot worden de conclusies, aanbevelingen en reflectie in hoofdstuk 6 beschreven.

## 2. INSTITUTIONEEL KADER

### 2.1 INLEIDING

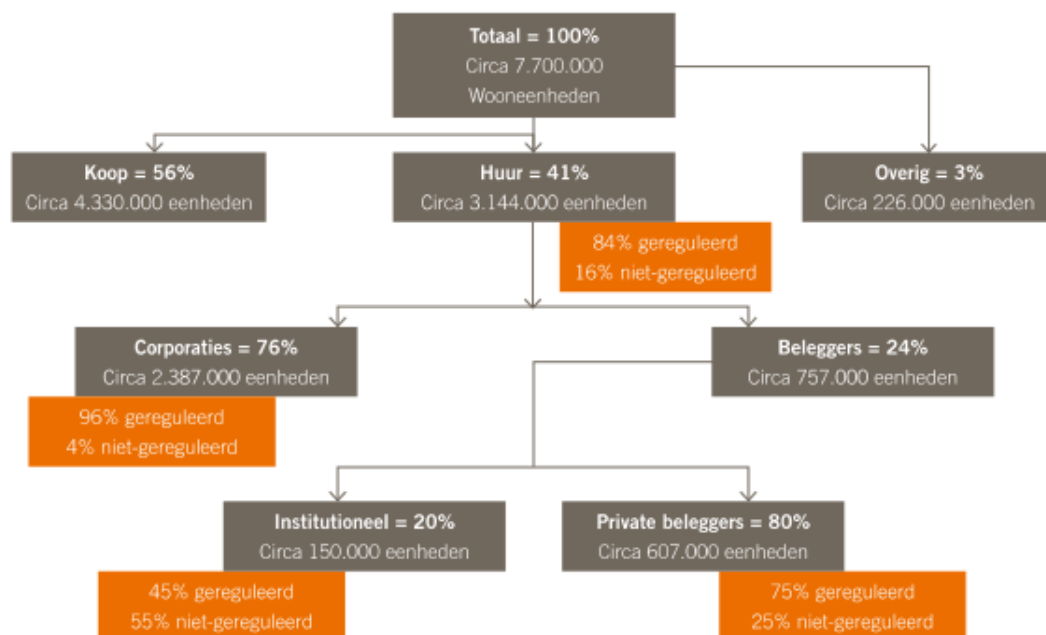
Het doel van dit hoofdstuk is om inzage te geven in het speelveld en het institutionele kader waarbinnen de onderzoeksvraag zich afspeelt. Het is van belang eerst inzicht te krijgen in het speelveld en de actoren op de Nederlandse woningbeleggingsmarkt. Daarnaast zal worden ingegaan op de trends en ontwikkelingen op deze markt en worden de kenmerken van direct beleggen in vastgoed behandeld. Tevens is het doel van dit hoofdstuk om te komen tot diverse veronderstellingen over de particuliere beleggers.

### 2.2 WONINGMARKT

#### 2.2.1 OMVANG EN STRUCTUUR WONINGMARKT

De totale woningmarkt in Nederland omvat circa 7,7 miljoen woningen. Op dit moment behoort hiervan circa 56% tot de koopsector en 41% tot de huursector. Het overgrote deel van de huursector betreft het gereguleerde segment. En 3% van de woningen valt in de categorie 'overig' welke voornamelijk bestaat uit leegstaande woningen.

In de periode 2009-2015 is een verschuiving waarneembaar waarbij het bezit onder corporaties afnam (34% naar 30% aandeel van de totale voorraad) en die van de beleggers (institutionele en particuliere beleggers) gestaag groeide van 7% naar ruim 10%. Momenteel bezitten de beleggers gezamenlijk circa 24% van alle huurwoningen (circa 757.000 eenheden) waarvan circa 30% in het niet-gereguleerde segment valt. De markt voor vrije sector (niet-gereguleerde) huurwoningen, welke in bezit zijn bij beleggers, beslaat dus ruim 3,0% van de totale woningvoorraad. En hiervan bezitten de particuliere beleggers circa 65%, zijnde ruim 150.000 eenheden. De gemiddelde woningwaarde (koop- en huurwoningen) in Nederland anno 2016 bedraagt € 209.000,- (CBS, 2016). Op basis van een aanname dat de gemiddelde woningwaarde van de huurwoningen in het vrije huursegment, welke in bezit zijn bij de particuliere beleggers, € 150.000,- bedraagt, is er sprake van een beleggingsvolume van maar liefst circa 22,5 miljard euro.



Figuur 3: Opbouw van de Nederlandse woningmarkt (bron: Capital Value, 2017)

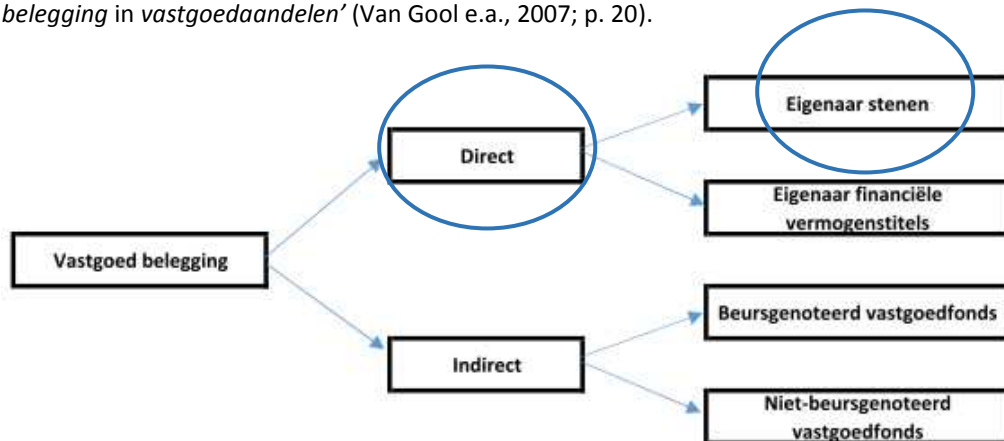


## 2.3 WONING(BELEGINGS)MARKT

*'Onder 'beleggen' in onroerend goed wordt verstaan het – direct dan wel indirect – vastleggen van vermogen in onroerend goed, met als doel om uit de exploitatie en verkoop van het onroerend goed een toekomstige stroom geldelijke opbrengsten te realiseren. Vermogen moet hierbij worden gezien als geaccumuleerde besparingen'* (Van Gool e.a., 2007; p. 19). Het 'beleggen' in onroerend goed is echter niet hetzelfde als 'investeren' in onroerend goed. *'het investeren in onroerend goed waarbij het de eigenaar primair is te doen om de diensten en producten die onroerend goed hem als productiemiddel kunnen leveren, wordt niet als beleggen in onroerend goed gezien. Dan staan immers de diensten van het onroerend goed, zoals huisvesting, voorop en niet zozeer de beleggingsaspecten'* (Van Gool e.a., 2007; p. 19).

Ook de activiteiten van een projectontwikkelaar of vastgoedhandelaar worden eveneens niet onder beleggen in onroerend goed beschouwd. Het primaire doel is dan immers om winst uit de verkoop (van nieuw ontwikkeld) onroerend goed te behalen en niet om de exploitatie daarvan.

Het beleggen in vastgoed kan op verschillende manieren en kent derhalve verschillende verschijningsvormen. Het meest heldere onderscheid kan worden gemaakt in beleggingen in direct vastgoed en beleggingen in indirect vastgoed. *'Eenvoudig gezegd is een belegging in direct vastgoed (of: een directe belegging in vastgoed) een belegging in stenen, en is een belegging in indirect vastgoed (of: een indirecte belegging in vastgoed) een belegging in vastgoedaandelen'* (Van Gool e.a., 2007; p. 20).



In onderhavig onderzoek staat het beleggen in direct vastgoed centraal, te weten het - als eigenaar - beleggen in stenen, specifiek in de categorie woningen. De woningen dienen expliciet niet voor eigen gebruik te worden aangekocht. Dan staan immers de diensten van onroerend goed, zoals huisvesting, voorop en niet zozeer de beleggingsaspecten. Uitgangspunt is dat de belegging een continue inkomensstroom genereert door verhuur van het vastgoed en mogelijk bij verkoop een winst oplevert ten opzichte van de boekwaarde. De exploitatie van de belegging kan zowel geschieden in eigen beheer en voor eigen rekening en risico dan wel worden uitbesteed.

### 2.3.1 DE KENMERKEN VAN BELEGGEN IN DIRECT ONROEREND GOED

Alvorens in het vervolg van onderhavig onderzoek nader in te gaan op het direct beleggen in onroerend goed, is het van belang de meest relevante kenmerken te bespreken.

- Direct onroerend goed is naast een vermogensobject ook een productiemiddel (Van Gool e.a., 2007). Een gebouw heeft een gebruiker of gebruikers nodig om te functioneren als productiemiddel (Kat, 2011). Hierdoor opereert een belegger dus niet alleen op de vermogensmarkt maar ook op

bijvoorbeeld de verhuurmarkt. Het actief zijn op meerdere markten maakt dat het beleggen in onroerend goed dus een sterk ondernemingskarakter heeft (Van Gool e.a., 2007).

- Onroerend goed kan worden gekenmerkt als een heterogeen goed. Het onroerend goed – casu quo woningen – hebben ieder hun eigen specifieke kenmerken waardoor ze van elkaar verschillen en iedere woning in zekere zin uniek maakt. Denk hierbij bijvoorbeeld aan de geografische locatie, de aard van het gebouw, de staat van onderhoud en de huurders. Deze specifieke kenmerken beïnvloeden dan ook de prijsstelling van het onroerend goed (Koomen, 2015; Van Gool e.a., 2007).
- Er is geen sprake van één directe onroerend goed markt, maar van een groot aantal lokale deelmarkten met eigen karakteristieken en kenmerken. Specialistische lokale (markt)kennis is derhalve cruciaal voor een beleggingsbeslissing (Koomen, 2015).
- Op de vastgoedmarkt is er geen sprake van doorlopende prijsvorming. En mede doordat niet alle informatie volledig en transparant beschikbaar is voor eenieder, draagt dit bij aan marktimperfections en derhalve een inefficiënte markt (Van Gool e.a., 2007).
- Door enerzijds de relatief hoge eenheidsprijzen en transactiekosten van direct onroerend goed, waar hoge informatiekosten die aan een transactie voorafgaan deel uitmaken, en anderzijds gezien het feit dat deze markt wordt gekenmerkt door één-op-één transacties die veelal veel tijd vergen, maakt het de markt van direct onroerend goed erg illiquide. De hiervoor genoemde heterogeniteit en ondoorzichtigheid van de markt, alsmede de complexiteit van de beleggingsvorm zijn hier mede debet aan (Van Gool e.a., 2007).
- De levensduur van grond is oneindig en van gebouwen zeer lang waardoor onroerend goed lange tijd opbrengsten en diensten kan genereren. Onroerend goed kan derhalve gezien worden als een lange termijnbelegging (Van Gool e.a., 2007).
- Het beleggen in direct onroerend goed vergt een intensief management, al dan niet in eigen beheer of door derden. Het goed beheersen van het management met de juiste expertise kan van invloed zijn op de te behalen rendementen. Denk hierbij naast exploitatie technische zaken ook aan de grote mate van overheidsregulering op allerlei gebied in deze markt (Geltner e.a. 2006; Van Gool e.a., 2007).

Redenen waarom beleggers beleggen in direct onroerend goed zijn uit voornoemde kenmerken te herleiden. Er zijn echter ook nadelen verbonden aan het direct beleggen. Hieronder in het de voornaamste voor- en nadelen.

Voordelen	Nadelen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Redelijk stabiele stroom directe inkomsten</li> <li>- Gunstig rendement/risicoprofiel</li> <li>- Waardevastheid en kans op waardegroei (bij de juiste kwaliteit producten)</li> <li>- Additionele portefeuillediversificatie (mogelijk)</li> <li>- Redelijke bescherming tegen inflatie</li> <li>- Rendement optimalisatie mogelijk door intensief management</li> <li>- Mogelijk fiscale voordelen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kennis- en management intensieve beleggingsvorm</li> <li>- Hoge eenheidsprijzen</li> <li>- Illiquide vanwege heterogene karakter onroerend goed</li> <li>- Hoge transactiekosten (in geld en tijd)</li> <li>- Beperkte flexibiliteit op korte termijn</li> <li>- Grote overheidsinvloed en -afhankelijkheid (waarop men geen invloed heeft)</li> <li>- Performancemeting en benchmarking is moeilijk</li> <li>- Ondoorzichtig en intransparant karakter</li> </ul>

Bron: Van Gool e.a., 2007 (eigen bewerking).

Evident is dat het aspect risico samenhangt met het beleggen in onroerend goed. Om risico's beter beheersbaar te maken dan wel te reduceren is het aantrekkelijk om spreiding in de beleggingsportefeuille aan te brengen. Naar mate de omvang van een portefeuille toeneemt wordt deze automatisch meer divers. Echter door de omvang van de beleggingen in onroerend goed is een optimale diversificatie slechts weinigen gegeven (Koomen, 2015). En daarbij kunnen risico's toebehorend aan een object groter zijn dan investering zelf.

### 2.3.2 SPECIFIEKE VASTGOEDRISICO'S

Het is aannemelijk te stellen dat naar mate de omvang van het belegd vermogen toeneemt ook de bijbehorende risico's en complexiteit daarvan toenemen. Evident is dat een goede risicobeheersing van groot belang is. Risicomanagement moet dan zorgen dat in de toekomst geen vervelende verrassingen meer ontstaan en dat beleggers "in control" zijn op hun activiteiten (Van der Werf, 2015). Het is relevant om te weten dat men bij ieder risico de keuze heeft deze te accepteren of het effect te mitigeren door het nemen van beheerstechnische acties (Van der Werf, 2015). Deze acties kunnen leiden tot een beperking van de kans dat de risico's optreden, of het effect van het risico beperken of risico's kunnen (deels) worden overgedragen, bijvoorbeeld door deze te verzekeren of partners te zoeken bij een investering.

In deze paragraaf wordt niet ingegaan op de generieke risico's maar juist op de specifieke risico's voor woningbeleggers. Van der Werf (2015) hanteert in zijn uitgave "Corporate Risk Management bij vastgoedondernemingen" onderstaande risicoprofielen als gekeken wordt naar specifieke vastgoedrisico's.

Risicocategorie	Risico onderwerp
Investeringsrisico's	Kwaliteit huurders Integriteit huurders Spreidingsrisico's (diversificatie) Waarderingsrisico (*) (* ) toegevoegd door auteur
Matchings- en liquiditeitsrisico's	Rente, liquiditeit en valutarisico's (**) Vermogensstructuur / financial leverage (***) (**) valutarisico's ingeval internationale spreiding (***) toegevoegd door auteur
Marktrisico's	Leegstandsrisico (Huur)prijzontwikkeling
Juridische / fiscale risico's	Kwaliteit contracten Fiscale claims (BTW, OVB)
Uitbestedingsrisico's (outsourcing)	Kwaliteit propertymanager (in geval dit wordt uitbesteed)

Bron: Van der Werf, 2015 (eigen bewerking)

Het behoort niet tot de scope van dit onderzoek om de hiervoor genoemde specifieke risico's allemaal nader inhoudelijk te behandelen. Hieronder zullen er slechts enkele kort worden besproken.

Kenmerkend voor het investeren in direct vastgoed is dat het managementintensief is. Van Gool (2007) beschrijft dat de oogmerken van het beheer van vastgoed van invloed is op het te realiseren rendement. Enkele specifieke risico's zoals hierboven genoemd hangen hiermee samen zoals het leegstandsrisico,

liquiditeit, integriteit en kwaliteit van de huurder alsmede de kwaliteit van het vastgoedbeheer (property manager).

De reden van het door de auteur toegevoegde onderwerp 'waarderingsrisico' is gelegen in de veronderstelling dat niet professionele particuliere beleggers niet of nauwelijks gebruik maken van de verschillende waarderingsmethoden. Er bestaan immers diverse benaderingen en methoden om vastgoed te waarderen welke in omvang en complexiteit erg verschillen. In de praktijk worden veelal de BAR en NAR methode (bruto aanvangsrendement en netto aanvangsrendement), netto contante waarde methode (NPV) en discounted cashflow methode (DCF) toegepast. In vergelijking met de netto contante waarde methode (NPV) en Discounted Cash Flow methode (DCF) is de BAR-methode (bruto aanvangsrendement / kapitalisatiefactor) eenvoudig maar geeft deze echter geen inzicht in kasstromen en houdt ook geen rekening met de tijdswaarde van geld. Daarnaast houdt de BAR, in tegenstelling tot de NAR geen rekening met exploitatiekosten (Van Gool e.a., 2007). Verwacht wordt dat naar mate het belegd volume en de complexiteit van de vastgoedopgaven toenemen ook de omvang en complexiteit van de door de belegger gehanteerde waarderingsmethode toeneemt. Het inhoudelijk behandelen van de genoemde waarderingsmethoden valt buiten de scope van dit onderzoek. In het empirisch onderzoek zal enkel de bekendheid en het al dan niet toepassen hiervan worden getoetst bij respondenten.

Het toevoegen van het element 'vermogensstructuur (financial leverage)' heeft als reden dat uit het onderzoek van Schols (2013) is gebleken dat veel particuliere beleggers in onvoldoende mate op de hoogte zijn van de mogelijke hefboomwerking die ontstaat op rendement van het eigen vermogen bij een gedeeltelijke financiering met vreemd vermogen (leverage). Op de onderliggende theorie hiervan zal in dit onderzoek niet worden ingegaan. Wel zal bij respondenten worden nagegaan in welke mate leverage wordt toegepast en of zij bekend zijn met de daardoor ontstane hefboomwerking.

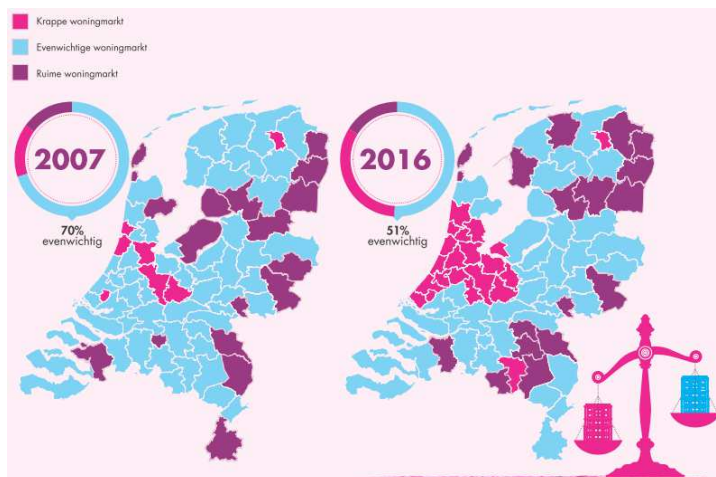
Specifieke vastgoedrisico's nemen toe naarmate het belegd volume toeneemt. In dat geval worden in toenemende mate lokaliteit overstijgende risico's gelopen. Alle beleggers hebben met elkaar gemeen dat zij met deze risico's moeten omgaan, echter het licht voor de hand te veronderstellen dat zij verschillen in de wijze waarop zij dat doen, zoals de mate van expertise die wordt ingezet. Veronderstelt wordt dat een kleine niet professionele particuliere belegger hier eigen oplossingen in zoekt en daarbij een gefragmenteerde aanpak hanteert, terwijl bij de professionele belegger het risicomangement een integraal onderdeel vormt van de procedures en bedrijfsprocessen (integrale en geformaliseerde aanpak). In het empirisch deel van het onderzoek zal worden ingegaan op de wijze hoe de niet professionele particuliere belegger aan de benodigde expertise komt teneinde deze specifieke risico's managen.

In het kader van dit onderzoek wordt een specifiek risico toegevoegd, namelijk (het gebrek aan) lokale marktkennis. In de vastgoedmarkt is sprake van groot aantal lokale deelmarkten met eigen karakteristieken die per soort onroerend goed kunnen verschillen. In de volgende paragraaf zal nader op de lokale marktkennis worden ingegaan.

### **2.3.3 LOKALE MARKTKENNIS**

In de context van dit onderzoek wordt in termen van specifiek risico ter aanvulling op voorgaande paragraaf hier de lokale marktkennis belicht. In de vastgoedmarkt is namelijk sprake van groot aantal lokale deelmarkten met eigen karakteristieken die per soort onroerend goed kunnen verschillen. Dit wordt mede veroorzaakt door de geografische gebondenheid en heterogeniteit. Het gebrek aan lokale marktkennis is derhalve een niet-systematisch risico en kan dus worden aangemerkt als een specifiek risico.

Uit de figuur hiernaast blijkt dat er grote regionale verschillen zijn, met dien verstande dat er binnen een regio ook nog lokale verschillen aanwezig zijn. Enerzijds zijn er regio's waar de markt nog ruim is maar anderzijds is er ook sprake van oververhitte woningmarkten. In slechts de helft van de regio's is de verhouding tussen aanbod en transacties (vraag) in evenwicht en kan worden gesproken over een 'gezonde' woningmarkt. In 2007 was dit nog 70% (NVM, 2016).



Figuur 4: Grote regionale verschillen woningmarkt 2007 en 2016 (Bron: NVM, 2016)

Onder lokale marktkennis wordt verstaan het bezitten van kennis en inzicht over de volgende lokale factoren en marktkenmerken:

- Omgevingsfactoren (bijv. kwaliteit leefomgeving, voorzieningen)
- Economische ontwikkeling
- Vraag versus aanbod
- Prijs- en waardeontwikkeling
- Demografische ontwikkeling
- Planologisch risico, (toekomst)visies gemeente
- Procedures en verordeningen (bijv. parkeerbeleid)

Er zijn echter te allen tijde (locatie)factoren van invloed die door middel van een analyse niet te toetsen zijn. Het imago van een wijk is hier een goed voorbeeld van. Lokale expertise blijft van belang om een kritische blik te werpen op het betreffende vastgoed en hier een oordeel over te vormen. De digitalisering is een feit. Hier blijft echter de "gevoelswaarde" van vastgoed een belangrijke rol spelen in het beslissingsmodel. En juist die gevoelswaarde is in geen enkel model te gieten (Goudswaard, 2016).

Door te beschikken over gedegen lokale kennis kunnen de specifieke risico's worden gereduceerd dan wel (deels worden) geëlimineerd. Maar ook kan de mate van lokale kennis invloed hebben op de prijs die men bereid is te betalen voor een beleggingsobject.

Voor dit onderzoek is relevant in welke mate de doelgroep beschikt over de lokale expertise dan wel hoe zij deze lokale kennis verkrijgen. En uiteindelijk is het van belang te weten wat de invloed hiervan is op hun beleggingsbeslissing.

**Lokale marktkennis kan aangemerkt worden als een specifiek risico. Interessant daarbij is hoe respondenten zich bewegen van lokaal geïnformeerd zijn naar theoretisch abstract. Er treedt een contrast op tussen substantiële rationaliteit (procedureel, door gerationaliseerd zoals de theorie dat beschrijft) versus lokale rationaliteit (minder gedifferentieerde vorm en meer geïntegreerd karakter). Zoals hiervoor gememoreerd is lokale marktkennis ook deels gebaseerd op gevoel en emotie. Deze aspecten komen terug in diverse gedragstheorieën welke in het volgende hoofdstuk aan de orde komen.**

## 2.4 GEBRUIKERSMARKT

De gebruikersmarkt kan worden verdeeld in de koopwoningenmarkt en de huurmarkt. Laatstgenoemde is nader onder te verdelen in de sociale huurmarkt (onder de liberalisatiegrens) en de geliberaliseerde huurmarkt (vrije sector huurmarkt). Zowel specifieke ontwikkelingen op de sociale huurmarkt als op de koopwoningenmarkt alsmede onder andere demografische ontwikkelingen hebben effect op de vrije sector huurmarkt. Hieronder zullen de voornaamste effecten nader worden toegelicht.

### Huurwoningenmarkt

De huidige gebruikers van een sociale huurwoning worden sinds 2013 geconfronteerd met een inkomensafhankelijke huurverhoging. Daarnaast krijgen de huishoudens met een midden en hoog inkomen, die nog wel een sociale huurwoning hebben, te maken met een extra huurverhoging. Hierdoor krijgt de betreffende woning op den duur een middeldure huurprijs en wordt getracht 'scheefwonen' minder aantrekkelijk te maken.

### Koopwoningenmarkt

Het stimuleringsbeleid van de Europese Centrale Bank, dat ook in 2016 voor een zeer laag renteniveau zorgde, was een belangrijke katalysator van de alsmear versnellende woningmarkt (NVM, 2016). Geen markt profiteerde sterker hiervan dan de woningmarkt. Er werden in een jaar tijd nog zoveel woningen verkocht als in 2016 (NVM, 2016). Op de koopwoningenmarkt is de ontwikkeling van de maximale leencapaciteit een ander belangrijk effect. Vanaf 1 januari 2017 kan er nog maar een hypotheek worden afgesloten tot 101% van de waarde van de woning. En in 2018 wordt deze ratio (loan-to-value) verder afgebouwd naar 100%. Dit betekent dat in veel gevallen eigen geld beschikbaar moet zijn bij (aspirant) kopers om tot aankoop van een woning over te kunnen gaan. Met name starters, die te maken hebben met beperkende financieringsmaatregelen, zagen hun kansen op de koopwoningmarkt slinken. Daarnaast is er sinds het dieptepunt in juni 2013 weer sprake van stijgende trend in de prijsstelling van koopwoningenmarkt. In 2016 lag het prijsniveau van de gemiddelde koopwoning immers 5 procent hoger dan in 2015 en zelfs gemiddeld 13,7 procent hoger ten opzichte van het dal in juni 2013 (CBS, 2017). Voor veel woningbezitters is dit een positief gegeven echter heeft deze ontwikkeling ook invloed op de betaalbaarheid en de mogelijkheden tot koop voor een grote groep (aspirant) kopers, welke hierdoor beperkt worden.



Figuur 5: Aantal verkochte woningen bestaande bouw en gemiddelde transactieprijs (Bron: NVM, 2016).

Deze effecten maken de keuze voor een huurwoning voor een woningzoeker steeds interessanter. In het onderzoek 'Cijfers over Bouw en Wonen 2016' wordt bevestigd dat binnen de groep (semi)starters meer personen kiezen voor een huurwoning dan voor een koopwoning (Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties, 2016).

Naast de institutionele wijzigingen bieden ook de cijfers over demografie, de woningvoorraad en de ontwikkelingen in het kader van de Nieuwe Woningwet, kansen en dus een goed fundament voor de woningbeleggingsmarkt. Deze zullen in de volgende paragraaf nader worden toegelicht.

## 2.5 TRENDS EN ONTWIKKELINGEN WONING(BELEGGINGS)MARKT

De gebruikersmarkt is in evenwicht wanneer de vraag en het aanbod in evenwicht zijn. In Nederland neemt het tekort aan woningen echter alsmat toe. Hoogleraar woningmarkt Peter Boelhouwer (Technische Universiteit Delft) rekende voor dat er zo'n 80.000 nieuwe woningen per jaar nodig zijn, mede door een sterke groei van het aantal huishoudens met 50.000 à 60.000 per jaar (Trouw, 2016). De grootste groei valt te verwachten bij de eenpersoonshuishoudens waarbij er met name een sterke vraag blijkt naar middeldure huurwoningen. Hierbij moet overigens aangemerkt worden dat de vraag sterke regionale verschillen kent, welke in dit onderzoek niet nader worden uitgelicht.

In totaal werd er in 2016 door de institutionele, particuliere en internationale beleggers voor 4,1 miljard euro geïnvesteerd in Nederlandse huurwoningen. Indien er voldoende aanbod was geweest had dit bedrag nog aanzienlijk hoger kunnen uitvallen. En in 2017 is er nog meer kapitaal beschikbaar (Capital Value, 2017).

### **(Maatschappelijke) ontwikkelingen woningmarkt**

Veranderingen in wetgeving dragen bij aan populariteit van woningen onder beleggers (ING Real Estate Finance & Nyenrode, 2015). De Nieuwe Woningwet betekent een nieuw werkdomein voor woningcorporaties. De primaire focus van de woningcorporaties zal daardoor komen te liggen bij de DAEB-activiteiten. Dit komt neer op het ontwikkelen, verhuren en beheren van sociale huurwoningen (Capital Value, 2016). Daarnaast krijgen woningcorporaties ook te maken met een beperking met betrekking tot hun geografisch werkgebied. Voornoemde heeft een grote impact op de bedrijfsvoering en portefeuillestrategie van de woningcorporaties. Dit zal onder andere resulteren in de (complexgewijze) verkoop van woningen, teneinde hun portefeuille af te stemmen op de toegewezen kerntaken. Voor andere beleggers biedt dit wellicht kansen. De maatregelen zijn er namelijk mede op gericht om het verhuren in de geliberaliseerde sector aantrekkelijker te maken.

### **Ontwikkelingen vrije sector huurmarkt**

Als gevolg van de hiervoor omschreven wijziging in het werkdomein van woningcorporaties wordt een groei verwacht van particuliere beleggers op de regionale huurmarkten in het ongereguleerde segment. De cijfers van 2016 laten immers al een trendbreuk zien waarbij het aantal geliberaliseerde huurwoningen is toegenomen tot 6%.

Vanaf 1 januari 2016 is het speelveld voor vrije sector huurwoningen verder verruimd door de bevestiging van de liberalisatiegrens voor drie jaar. Daarnaast is er dankzij een wijziging van het Besluit ruimtelijke ordening (Bro) de mogelijkheid gecreëerd om naast het aandeel sociale huurwoningen ook vrije sector huursegment als aparte categorie op te nemen in bestemmingsplannen. Hierdoor ontstaan er meer mogelijkheden om het aanbod van vrije sector huurwoningen te vergroten. In veel verkiezingsprogramma's van de politieke partijen komt het ontbreken van voldoende huurwoningen in het middensegment aan bod. Al met al kan geconcludeerd worden dat de groeimogelijkheden voor dit markthuursegment nog altijd substantieel blijven en dat de hiervoor genoemde ontwikkelingen een stevig fundament bieden voor een solide woningbeleggingsmarkt.

Dit wordt onderschreven door de toekomstvoorspellingen die verschillende partijen, zoals Capital Value (2017), Syntrus Achmea en ABF Research (2015), hebben gedaan. Enkele gemeenschappelijke conclusies zijn namelijk:

- Het aantal huishoudens neemt toe en er is sprake van een woningtekort. Hierdoor neemt de spanning op de woningmarkt alsmat toe. Kanttekening hierbij is dat er wel sprake is van grote regionale verschillen.
- De koopsector en geliberaliseerde huursector zijn in trek.

- Het middensegment moet substantieel deel van de voorraad uit gaan maken, dit moet door gemeenten gefaciliteerd gaan worden door dit segment in de bestemmingsplannen op te nemen.  
*De kanttekening die de auteur hierbij wel maakt is dat dit ook een bedreiging kan vormen voor het bestaande bezit. Door een toename van het aanbod ontstaat er mogelijk ook een drukkend effect op de huurprijsniveaus.*
- In de koopsector dreigt (lokale) oververhitting wat weer kansen biedt voor de vrije sector huurmarkt.
- Meer samenwerken met diverse stakeholders.

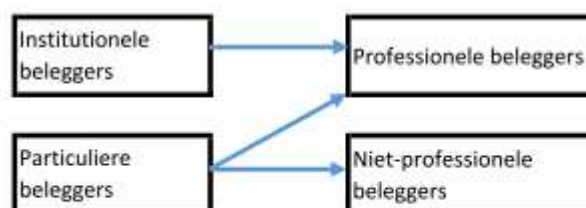
Door het dalende aanbod is een verschuiving te verwachten naar het value-add vastgoedsegment (Savills, 2017). Dit betekent dat de risicobereidheid bij zowel de professionele als niet professionele beleggers verschuift en toeneemt.

**Het jaar 2016 is gezien het belegd volume in de Nederlandse huurwoningenmarkt een historisch jaar geworden. En voor 2017 is zelfs nog meer kapitaal in de markt beschikbaar. Diverse factoren waaronder een sterke groei van het aantal huishoudens, (dreigend) woningtekort, de grote vraag naar middeldure huurwoningen, beperking maximale leencapaciteit bij koopwoningen en veranderde wetgeving maakt de Nederlandse geliberaliseerde huurmarkt nog aantrekkelijker voor beleggers. De groeimogelijkheden in dit segment zijn en blijven substantieel. De fundamenten zijn aanwezig voor een solide woningbeleggingsmarkt waar volop kansen liggen voor de woningbeleggers. Daarentegen neemt ook de risicobereidheid ofwel het risico toe. In de volgende paragraaf wordt nader ingegaan op en onderscheidt gemaakt tussen de diverse woningbeleggers op de Nederlandse markt.**

## 2.6 WONINGBELEGGERS

De Nederlandse woningbeleggingsmarkt kent een sterk institutioneel karakter waarin een dominante rol is weggelegd voor de woningcorporaties. De commerciële beleggingsmarkt is relatief beperkt van omvang. Op deze commerciële woningbeleggingsmarkt zijn zowel institutionele (pensioenfondsen en verzekeraars) als particuliere woningbeleggers actief. Zij bezitten circa 10% (gereguleerd en niet-gereguleerd) van het totale aantal woningen op de Nederlandse markt.

Naast het onderscheid tussen de institutionele en particuliere beleggers wordt in het kader van onderhavig onderzoek een nadere afbakening van de typen particuliere beleggers gemaakt. Zo is er bijvoorbeeld onderscheid te maken in termen van omvang van het beleggingsvolume, de vorm en structuur van de organisatie, het werkgebied, de kennis en bedrijfsstrategie van de particuliere belegger. Voornoemde aspecten zijn kenmerken die samenhangen met de mate van professionaliteit van de belegger. In de volgende paragrafen komen de kenmerken van de hiernaast weergegeven type woningbeleggers aan bod.

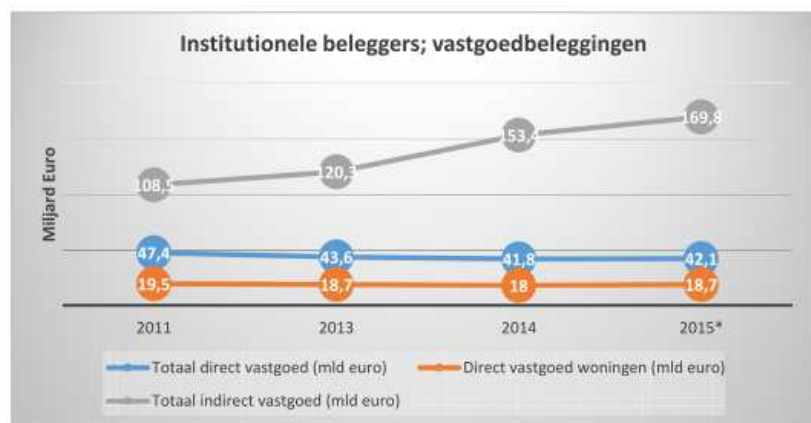


Figuur 6: Typen woningbeleggers (eigen bewerking).



## 2.6.1 DE INSTITUTIONELE WONINGBELEGERS

Een relatief kleine groep institutionele beleggers zijn actief op de Nederlandse woningbeleggingsmarkt. Zij investeren primair in huurwoningen in het vrije sector huursegment en doen dit namens pensioenfondsen en verzekeraars. De focus lag hierbij vooral op investeringen in nieuwbouw en specifiek in het middensegment (van 700 tot 1000 euro per maand). Reden hiervoor is enerzijds gelegen in het feit dat er voor dit middensegment een grote doelgroep blijkt te zijn en anderzijds dat in dit segment geen verhuurdersheffing hoeft te worden afgedragen. Maar door het tekort aan aanbod op deze markt zijn institutionele beleggers in toenemende mate geïnteresseerd in de acquisitie van bestaande woningportefeuilles (Capital Value, 2016). Daarnaast is beleggen in onroerend goed voor institutionele beleggers vaak ook ingegeven door corporate doelstellingen gezien vanuit de risicospreiding binnen de totale portefeuille van alle assets, waaruit blijkt dat de allocatie naar vastgoed, en direct vastgoed in het bijzonder, maar erg relatief is (Mosselman, 2013). Uit figuur 6 blijkt namelijk dat in zowel 2014 en 2015 het aandeel 'direct vastgoed woningen' minder dan 10% van de totale (directe en indirecte) vastgoedbeleggingsportefeuille omvat. Wel is de omvang van het direct vastgoed redelijk stabiel.



Figuur 7: Vastgoedbeleggingen institutionele beleggers 2011-2015. Bron: CBS (eigen bewerking)

Ondanks dat gegeven bezitten de institutionele beleggers tezamen in totaal circa 140.000 woningen waarvan circa 75.000 woningen behoren tot het vrije sector huursegment. In 2015 hebben Nederlandse institutionele beleggers voor circa 1,6 miljard euro belegd in Nederlandse huurwoningen. Door de omvang en kapitaalcracht van de deze partijen kunnen zij niet alleen in type beleggingen (asset allocatie) spreiden maar kunnen zij ook geografisch, dus internationaal, diversificatie (risicospreiding) bewerkstelligen in de beleggingsportefeuille.

Gezien de structuur, omvang en scope van de institutionele partijen worden zij aangemerkt als professionele beleggers. In het kader van dit onderzoek wordt derhalve aangenomen dat door deze type beleggers een rationeel georganiseerd afwegings- en besluitvormingskader wordt gehanteerd. Binnen de organisatie van deze beleggers zal een herkenbare differentiatie tussen strategische, tactische en operationele beslissingen optreden. Het is derhalve te verwachten dat strategische en vastgoed tactische opgaven scherper worden onderscheiden van de meer operationele opgaven. De auteur Van Driel noemt dit portefeuille-, asset- en facilitymanagement. Bij deze beleggers bestaat er dus een duidelijker herkenbare vastgoed strategische beslissingscapaciteit waar meer rationele modellen worden gebruikt. En die rationaliteit zal met name terug te zien zijn in de vastgoed strategische beslissingen zoals die over het samenstellen van de portefeuille. In hoofdstuk 3 wordt nader ingegaan op de vastgoeddriehoek van Van Driel.

**IN DIT ONDERZOEK ZAL GEZIEN VOORGAANDE PRIMAIR WORDEN INGEGAAN OP JUUST DE PARTICULIERE BELEGERS.**

## 2.6.2 DE PARTICULIERE WONINGBELEGGER

Een andere belangrijke groep binnen de Nederlandse woningbeleggingsmarkt zijn de particuliere beleggers. Door particuliere beleggers is in 2015 voor circa 600 miljoen belegd in Nederlandse huurwoningen. De verwachting voor 2016 was dat dit volume geëvenaard zou worden. In toenemende mate komen particuliere beleggers op de koopwoningenmarkt, met als doel hun bezit te verhuren.

In onderstaand overzicht wordt een totaalbeeld geschetst, welke het landelijk beeld representeert, op basis van 121 particuliere beleggers die betrokken waren bij het onderzoek van ING Real Estate & Nyenrode.

	2011 (xEUR '000)	2012 (xEUR '000)	2013 (xEUR '000)	2014 (xEUR '000)	2015 (xEUR '000)	2015-2020 (xEUR '000)	Groei- verwach- ting Δ 2015-2020	Index 2011-2020 (2011 = 100)	
Kantoren	4.574.801	3.429.335	3.473.176	2.320.566	1.983.531	2.113.464	129.934	7%	46%
Winkels	6.935.969	6.839.165	8.312.918	5.650.337	7.047.310	6.743.242	-304.068	-4%	97%
Woningen	2.620.258	4.022.827	5.885.380	5.652.321	5.118.464	6.380.058	1.261.594	25%	243%
Bedrijfsruimtes	1.741.165	1.367.924	1.346.520	1.292.030	1.374.859	1.575.991	201.133	15%	91%
Overig	600.088	879.618	1.687.222	1.625.715	1.087.577	1.346.540	258.963	24%	224%
	<b>16.472.281</b>	<b>16.538.869</b>	<b>20.705.216</b>	<b>16.540.969</b>	<b>16.611.741</b>	<b>18.159.296</b>	<b>1.547.555</b>	<b>13%</b>	

Figuur 8: Dashboard beleggingsportefeuilles particuliere beleggers landelijk / totaalbeeld 2011-2015. Bron: ING Real Estate Finance & Nyenrode, 2015.

Zoals uit bovenstaande tabel is op te maken bedraagt de verwachte groei op de middellange termijn (2015-2020) 13% voor de totale beleggingsportefeuille en maar liefst 25% voor de categorie woningbeleggingen. Woningen gaan in de portefeuilles van de beleggers een nog meer dominante rol vervullen (ING Real Estate Finance & Nyenrode, 2015). In 2011 maakte de woningbeleggingen nog slechts voor circa 16% deel uit van de totale portefeuille terwijl dit in 2015 al was opgelopen naar bijna 31%. En volgens de verwachtingen loopt dit in de periode 2015-2020 nog verder op naar circa 35%.

Voorname cijfers geven wel een algeheel totaalbeeld van alle particuliere beleggers maar het is evident dat er grote verschillen bestaan tussen de verschillende particuliere beleggers op allerlei gebieden enerzijds en regionale c.q. geografische verschillen anderzijds. Daarnaast zullen er grote verschillen zijn in de allocatie van het vastgoed. Woningen zullen bij een niet-professionele particuliere belegger oververtegenwoordigd zijn in de portefeuille in vergelijking met professionele beleggers. De heterogeniteit van de portefeuille neemt immers toe naar mate het volume toeneemt. De mogelijkheid voor het aanbrengen van meer diversificatie in de portefeuille resulteert in een betere mate van risicobeheersing en mogelijke optimalisatie van winstkansen en een optimalisatie van het risico-/rendementsprofiel van de portefeuille.

Uit gegevens van het Kadaster blijkt dat de groep beleggers – in dit geval natuurlijke personen met 3 tot 50 woningen in bezit – de afgelopen 10 jaar bijna is verdubbeld (Vastgoedmarkt, april 2017). In 2016 kochten deze particuliere beleggers bijna 6 procent van het totaal aantal verkochte woningen in Nederland. Ondanks dat de kleinere niet professionele particuliere beleggers met een woningbezit tot 25 verhuurbare eenheden maar liefst 80% van alle particuliere beleggers vertegenwoordigen, beschikken zij gezamenlijk over slechts 9% van alle woningen. Het tegenovergestelde is zichtbaar bij de groep particuliere beleggers (circa 2%) die juist beschikken over maar liefst 60% van het aantal verhuurbare eenheden in dit segment. In verband met het beperkt aantal partijen, hoge mate van specialisatie en het hoge beleggingsvolume wordt aangenomen dat deze professionele particuliere beleggers sterk institutioneel georganiseerd zijn en derhalve evenals de kleinere

niet professionele particuliere belegger (met een bezit tot 25 woningen) buiten de scope van dit onderzoek vallen.

De doelgroep van dit onderzoek is te omschrijven als de niet professionele ‘middengroep’ particuliere belegger (vanaf 25 verhuurbare eenheden). In totaal vertegenwoordigen deze groepen beleggers circa 18% van alle particuliere beleggers en bezitten zij ongeveer 31% van alle verhuurbare eenheden in dit marktsegment.

Het vermoeden is dat ook binnen de doelgroep grote verschillen aanwezig zullen zijn, te denken valt aan de besluitvormingsprocedures welke zullen variëren van zeer intuïtief tot sterk geformaliseerd. In onderstaande tabel is een topic lijst weergegeven met de meest relevante veronderstelde kenmerken van de professionele en niet-professionele particuliere beleggers. Deze zullen in het praktijkonderzoek als leidraad worden gehanteerd.

Topics	Niet professionele particuliere belegger		Professionele particuliere belegger
<b>Achtergrond en motivatie</b>	<p>Beperkte achtergrond m.b.t. (directe) beleggingen in (woning)vastgoed.</p> <p>Motivatie zelden vanuit risicospreiding. Risico-rendement o.b.v. objectniveau i.p.v. portefeuilleniveau.</p>	→	<p>Gespecialiseerde belegger met professionele achtergrond in woningvastgoed.</p> <p>Motivatie deels gelegen in diversificatie en i.v.m. risico-rendementsprofiel portefeuille.</p>
<b>Kennis en expertise</b>	<p>I.v.m. toenemend beleggingsvolume behoefte aan kennis en expertise (beperkte informatie).</p> <p>Beperkte bouwkundige, management- en exploitatietechnische kennis.</p> <p>Sterk verankerd lokaal netwerk en lokale marktkennis (lokaal rationeel), beperkte professionele kennis.</p>	→	<p>Gedegen professionele kennis aanwezig (grote informatiecapaciteit).</p> <p>Alle strategische, tactische en operationele expertise in organisatie.</p> <p>Sterk verspreid netwerk en beperkte lokale marktkennis (overstijgend rationeel).</p>
<b>Werkgebied</b>	<p>Actief op voornamelijk lokale (en mindere mate regionale) schaal op een beperkt aantal locaties.</p>	→	<p>Landelijk / regionaal, sterk verspreid over vele locaties.</p>
<b>Organisatie</b>	<p>Zelfstandig georganiseerd waarbij het beleggen geen primaire activiteit is. Geen organisatie, dus zonder separate functies.</p> <p>In staat snel te opereren, te reageren en te handelen.</p>	→	<p>Sterk institutioneel karakter, beleggen is primaire activiteit. Organisatie met managementlagen structuur en separate functies.</p> <p>Besluitvorming duurt langer i.v.m. geformaliseerde procedures.</p>

Topics	Niet professionele particuliere belegger		Professionele particuliere belegger
<b>Bedrijfsstrategie en – doelstelling</b>	Geïndividualiseerde beleggingsstrategie (op objectniveau) en –horizon, geen geformaliseerd besluitvormingsproces, minder transparant kader en geen toetsing aanwezig. Intuïtie en persoonlijke kaders spelen een nadrukkelijk rol.	→	Beleggingsstrategie (op portefeuilleniveau), lange beleggingshorizon en een geformaliseerd besluitvormings-, toetsings- en toezichtkader (van de kwaliteit) aanwezig. Onpersoonlijke kaders van toepassing, intuïtie minimaal.
<b>Risico-/rendementsprofiel</b>	Intuïtie is een belangrijk element in het afwegingskader. Een beperkte risicoanalyse dan wel risicomanagementplan aanwezig.  Diversificatie is - mede gezien de omvang – niet of nauwelijks aan de orde (dus homogene producten, overwegend woningen).  Gemiddeld – hoog profiel.	→	Risicomanagement is georganiseerd en ingebed in organisatie en bedrijfsvoering (processen en procedures).  Diversificatie (heterogeniteit) is een doelstelling (zowel geografisch als assetclasses) en is gezien omvang ook realiseerbaar.  Laag-gemiddeld profiel.
<b>Indicatie omvang portefeuille</b>	Van 25 tot 500 verhuureenheden	→	Vanaf 500 verhuureenheden

Tabel 1: Topicijst kenmerken niet-professionele en professionele particuliere beleggers (Bron: eigen bewerking).

Voor dit onderzoek wordt aangenomen dat de beleggingsstrategie van alle particuliere beleggers is gebaseerd op een toename van het beleggingsvermogen en dat de rode draad in de missie en visie van de beleggers is dat door aankoop, verkoop en aanpassing van (portefeuilles van) woningen een toekomstbestendig woningbezit wordt opgebouwd, waarbij het behalen van een optimaal rendement de leidraad is.

## 2.7 CONCLUSIE

Het doel van dit hoofdstuk is het geven van inzage in het speelveld en het institutioneel kader van de Nederlandse woning(beleggings)markt in het algemeen en in het bijzonder om de actoren op deze markt in kaart te brengen. De woningbeleggingsmarkt wordt gekenschetst waarbij het vrije markt huursegment nader wordt uitgelicht.

Met betrekking tot de Nederlandse (woning)beleggingmarkt kan worden geconcludeerd dat het beleggingsvolume voor Nederlands vastgoed sinds 2014 op een fors hoger niveau ligt dan voorheen. Belangrijkste redenen hiervoor zijn de toegenomen allocatie voor vastgoed als beleggingscategorie bij vastgoedbeleggers, de gunstige ontwikkelingen op de financiële markten en het sterk verbeterde fundament op de Nederlandse vastgoedmarkt in zijn algemeenheid en de (woning)beleggingsmarkt in het bijzonder. Met

als gevolg aanhoudend hoge investeringsvolumes. De uitdaging blijft echter het vinden van geschikte beleggingsproducten (Leeuwen, van, 2017). Hierdoor blijft er druk bestaan op de aanvangsrendementen.

Op de Nederlandse beleggingsmarkt zijn diverse partijen actief welke grofweg in twee categorieën te onderscheiden zijn namelijk de particuliere beleggers en institutionele beleggers. Deze partijen worden ook wel aangeduid als de niet-professionele en professionele beleggers. De kenmerken van deze groepen zijn dan ook erg contrasterend. Echter gezien de kengetallen van de omvang van de particuliere beleggers en het woningbezit blijkt dit een zeer diverse en ook heterogene groep te zijn. Hieruit wordt het vermoeden afgeleid dat de categorisering zoals hiervoor genoemd te grof is. Van de groep institutionele c.q. professionele beleggers wordt aangenomen dat bij deze type beleggers een rationeel georganiseerd afwegings- en besluitvormingskader wordt gehanteerd. Van de andere belangrijke groep beleggers, namelijk de niet professionele particuliere beleggers, is er weinig bekend over onder andere de strategie, het afwegingskader van de beleggingsbeslissing en de mate waarin het afwegingskader het theoretisch kader benaderd. In het volgende hoofdstuk wordt uitgebreid ingegaan op het theoretisch kader waarbij economische rationale modellen en enkele gedragstheorieën aan bod komen.

### 3. THEORETISCH KADER BELEGGINGSMARKT

De relatie tussen de onroerendgoedmarkt en de economie is in de loop der tijd gegroeid, zowel in kracht als complexiteit (Gool, Brounen, Jager & Weisz, 2007, p.36). In dit hoofdstuk staat deze relatie centraal en is het doel om te komen tot een theoretisch afwegingskader waaraan het praktijkonderzoek gespiegeld kan worden. In het vorige hoofdstuk is ingegaan op het speelveld en het institutionele kader. Allereerst zullen enkele veel gehanteerde rationele economische theorieën worden behandeld welke als 'ideale' maatstaf worden genomen om te komen tot de volgens de theorie rationele beslissingen. Hiervoor is echter reeds aangehaald dat de mate van rationaliteit mede samenhangt met de informatiecapaciteit om optimale beslissingen te nemen. Vervolgens zal worden ingegaan op de beleggersorganisaties in relatie tot het vastgoedmodel van Van Driel welke ingaat op de verschillende managementniveaus. Tot slot wordt, als tegenhanger op de economische rationele theoretische modellen, ingegaan op enkele gedragstheorieën en daaruit voortvloeiende stromingen. Dit alles zal als basis dienen voor het theoretisch afwegingskader welke hieruit wordt afgeleid.

#### 3.1. BELEGGINGSTHEORIEËN

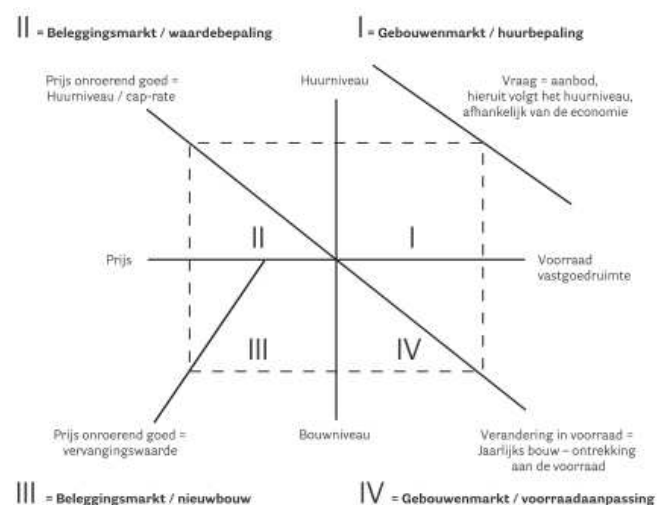
Uitgangspunt is dat alle beleggers een rendementseis hanteren met als doel rendement te maken. Aan dit principe liggen, vanuit de invalshoek van de financiële markten, economische theorieën ten grondslag zoals het Vierkwadrantenmodel van DiPasquale en Wheaton (1996), de Moderne Portefeuille Theorie (MPT) van Markowitz (1953) en het Capital Asset Pricing Model (CAPM) van Sharpe (1964). Deze theorieën c.q. modellen hebben de premisse dat mensen rationeel handelen.

Dat is echter een theoretische doch geen realistische veronderstelling. De auteurs van deze modellen gaan er niet vanuit dat alle mensen rationeel handelen maar doen alsof mensen rationeel handelen. Men maakt niet realistische aannames die theoretisch zinvol zijn. Ze modelleren de werkelijkheid alsof er sprake is van volledige informatie enzovoorts welke heel zinvol kan zijn. Echter een model is per definitie minder realistisch dan de werkelijkheid. Genoemde theorieën worden hieronder nader toegelicht.

##### 3.1.1 VIERKWADRANTENMODEL VAN DIPASQUALE EN WHEATON 1996

Het vierkwadrantenmodel van DiPasquale en Wheaton gaat in op de totstandkoming van prijsvorming. In het geval van de Neo Institutionele economie is sprake van sterke regelgeving dan wel interventie. Dit laatste zorgt voor de link met de Nederlandse woningmarkt.

In dit model wordt de onderlinge afhankelijkheid geduid van de drie submarkten, te weten de gebruikers, de investeerders en de ontwikkelaars/bouwers, die samen de woningmarkt vormen, en de factoren vraag, aanbod en markt (huur)prijs die hierop van toepassing zijn.



Figuur 9: Het vierkwadrantenmodel van DiPasquale en Wheaton (1992)

De vastgoedmarkt kenmerkt zich door een beperkte flexibiliteit op de korte termijn. De genoemde factoren hebben een grote mate van onderlinge afhankelijkheid. Dit model is daarom voornamelijk geschikt om het evenwicht op de lange termijn aan te geven. En beleggen in vastgoed doet men in de regel met het oog op de lange termijn waardoor dit model vanuit dat oogpunt toepasbaar is.

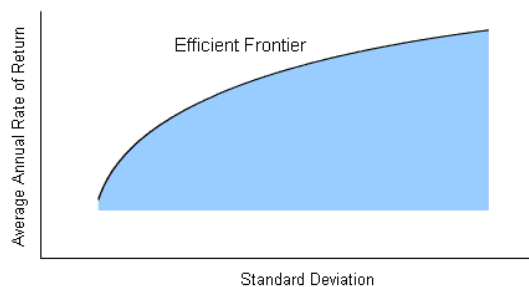
In de woningmarkt is relatief weinig leegstand waardoor er gesproken kan worden over de aanwezigheid van marktevenwicht. Ontwikkelingen op de vraagmarkt hebben uiteraard wel consequenties voor de voorraad en dus het aanbod van woningen en de prijsstelling ervan. Nieuwbouwwoningen kennen echter een langdurig productieproces waardoor de aanpasbaarheid op korte termijn gering is.

De heterogeniteit van de woningmarkt maakt dat dit model niet generaliseerbaar is voor de volledige vastgoedmarkt. Elk vastgoedobject is immers uniek waardoor de vraag ook sterk kan verschillen. Het beschikken over gedegen lokale marktkennis is derhalve cruciaal. Onder marktkennis wordt vanuit dit model verstaan de kennis ten aanzien van de vraag en aanbodmarkt, de prijsniveaus en productkennis. En de onderlinge werking tussen de betreffende deelmarkten.

In dit onderzoek wordt verondersteld dat deze marktkennis behoort tot de basale kennis waarover particuliere beleggers beschikken alvorens een beleggingsbeslissing wordt genomen. Derhalve heeft het vierkwadrantenmodel in dit onderzoek een illustratief en geen toetsend karakter. In het empirisch deel van het onderzoek zal echter wel de nadruk worden gelegd op de wijze waarop de particuliere beleggers aan deze (lokale) marktkennis komen. Daarnaast is het relevant inzicht te verkrijgen in de strategie ten aanzien van de te hanteren c.q. gehanteerde beleggingshorizon van de beleggers.

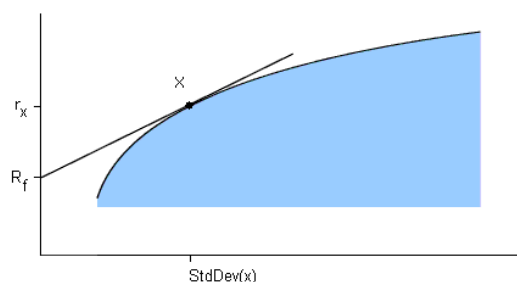
### 3.1.2 MODERNE PORTEFEUILLE THEORIE VAN MARKOWITZ 1953

De Moderne Portefeuille theorie (MPT) gaat over risico's en risicospreiding, diversificatie van de beleggingsportefeuille en beleggingsproducten ten behoeve van een optimalisatie in risico en rendement (en volatiliteit hiervan). De kern van Markowitz' concept, de moderne portefeuilleleer, is synergie. Markowitz toonde aan dat de combinatie van individuele beleggingen, een portefeuille dus, optimaal presteert in vergelijking met individuele risico's van de beleggingen (Gool, Brounen, Jager en Weisz, 2007).



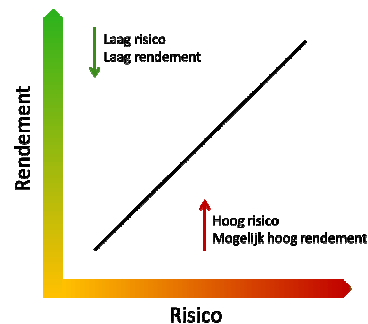
Figuur 10: Efficiënt frontier

Immers, er bestaat samenhang tussen de rendementen van vermogensobjecten. Anders gezegd, de rendementen correleren op een bepaalde manier met elkaar waardoor een combinatie kan leiden tot een efficiëntere risico-rendementsverhouding. Zie hiervoor de figuren hiernaast.



Figuur 11: Capital Market Line (Sharpe Ratio)

Het is logisch dat een belegger een hoger rendement zal eisen naar mate hij een belegging risicovoller acht. Een hoger rendement gaat echter samen met een hogere spreiding rond het gemiddelde rendement en dus een hoger risico. Zoals Sharpe al concludeerde bestaat er een positief verband tussen risico en rendement. Een veel gehoorde en hierop van toepassing zijnde uitspraak is: “er bestaat niet zoiets op de financiële markten als een ‘free lunch’.



Wanneer er sprake is van een beleggingsportefeuille met meerdere objecten is daarentegen aangetoond dat een deel van het risico geëlimineerd kan worden.

**Voor dit onderzoek geldt als uitgangspunt dat de doelgroep beschikt over een beleggingsportefeuille bestaande uit meerdere objecten. In de context van de Moderne Portefeuille Theorie, zoals hier beschreven wordt het toepassen van spreiding van de investeringen, waardoor een diversificatie in de beleggingsportefeuille ontstaat, als input meegenomen in het theoretisch afwegingskader. Immers, de theorie leert ons dat spreiding in de portefeuille kan leiden tot een meer optimaal risico-rendementsprofiel. In het empirisch deel van het onderzoek is het derhalve vooral relevant om te kijken of en in welke vorm spreiding wordt toegepast. Het is evident dat de mate van spreiding sterk afhankelijk is van de omvang van de portefeuille.**

Aan deze theorie zijn later twee risico componenten toegevoegd, namelijk marktrisico en specifiek risico. In de volgende paragraaf wordt hier verder op ingegaan.

### 3.1.3 CAPITAL ASSET PRICING MODEL VAN SHARPE EN LINTNER 1964

Het Capital Asset Pricing Model (CAPM) is een beleggingstheorie om de rendementseis te bepalen. Het CAPM is gebaseerd op de Moderne Portefeuilletheorie van Markowitz. De economen Sharpe en Lintner hebben het model van Markowitz enigszins gemodificeerd. De CAPM-theorie bouwt dus wel voort op de moderne portefeuille theorie maar geeft als belangrijkste inzicht dat beleggers specifiek (niet-systematisch) risico kosteloos kunnen kwijttraken c.q. sterk kunnen reduceren door diversificatie. Het specifieke risico betreft de gevoeligheid van het rendement van een beleggingsobject voor factoren die specifiek betrekking hebben op het betreffende beleggingsobject.

Het systematische risico zegt iets over niet beïnvloedbare risico's, zoals algemeen optredende (macro-economische) ontwikkelingen van de markt, welke van invloed zijn op het rendement van een beleggingsobject. Daarom wordt dit systematische risico ook wel marktrisico genaamd. Beleggers willen derhalve compensatie hebben voor het marktrisico (systematisch risico).

Op basis van de veronderstelling dat beleggers rationeel handelen, gebaseerd op dezelfde kennis en homogene verwachtingen, gaat het in de risicobepaling voor individuele objecten dus alleen nog maar over de vraag hoe deze zich verhouden tot de markt. In deze theorie wordt het risico van een individueel object ten opzichte van de markt gemeten, door middel van de Bèta (covariantie rendement object met marktportefeuille / variantie van de marktportefeuille). De beta meet hoe sterk de belegging reageert op algemene ontwikkelingen ten opzichte van de markt (Van Gool et al, 2013, p. 77).



Het rendement op een beleggingsobject is gelijk aan de risicovrije rentevoet plus een risicopremie, bestaande uit het verschil tussen marktrendement en risicovrij rendement. Dit verschil wordt vermenigvuldigd met een voor het object geldende risico: de Bèta (Marquard, 2015). Het verwacht rendement van een beleggingsobject is dus positief gerelateerd aan de bijbehorende Bèta. En zo toonde Sharpe ook aan dat er een lineair verband is tussen risico en rendement.

**Het Capital Asset Pricing Model maakt onderscheid tussen specifiek risico en marktrisico. Met andere woorden, een onderscheid tussen beïnvloedbare en niet beïnvloedbare risico's. Het specifiek risico kan door diversificatie worden geëlimineerd. In het theoretisch afwegingskader zal dit onderscheid ook worden opgenomen. In het praktijkonderzoek zal getracht worden inzicht te verkrijgen of de doelgroep bekend is met de CAPM theorie en zo ja wat men onder marktrisico en specifiek risico verstaat.**

Voor het theoretisch afwegingskader kan uit voorgaande paragrafen 3.1.1 tot en met 3.1.3 samenvattend de volgende lering worden getrokken:

Het vierkwadrantenmodel gaat over de prijsvorming welke tot stand komt door de onderlinge afhankelijkheid van de drie submarkten (gebruikers, investeerders, ontwikkelaars/ bouwers) en de factoren vraag, aanbod, (markt) huurprijs.

De Moderne Portefeuille theorie gaat over risico's en risicospreiding, diversificatie van de beleggingsportefeuille en –producten ten behoeve van een optimalisatie in risico en rendement. De kern van deze moderne portefeuilleleer, is synergie. Ondanks dat deze theorie binnen de context van onderhavig onderzoek niet centraal relevant is, is deze toch opgenomen omdat de relevantie hiervan versterkt van toepassing is naar mate de omvang van het belegd volume van de belegger toeneemt.

Het Capital Asset Pricing Model introduceert het onderscheid tussen systematisch en niet-systematisch risico. Het geeft als belangrijkste inzicht dat beleggers specifiek (niet-systematisch) risico kosteloos kunnen kwijtraken door diversificatie. De omvang van de portefeuille speelt hierbij echter een evidente rol. Het systematische risico, ook wel marktrisico genaamd, zegt iets over niet beïnvloedbare risico's. Beleggers willen derhalve compensatie hebben voor dit marktrisico.

Deze theorieën c.q. modellen hebben de premisse dat beleggers rationeel handelen ofwel rationeel gedrag vertonen en dat volledig marktinformatie voor iedereen beschikbaar is. Dit betreft een theoretische aanname die in de praktijk niet realistisch is. Daarnaast gaan de theorieën uit van diversifiëren, kanttekening daarbij is dat dit wel mogelijk moet zijn. Het kunnen toepassen van voldoende spreiding in de portefeuille houdt namelijk sterk verband met het vermogen van de belegger.

In de loop der tijd zijn steeds meer kritische kanttekeningen geplaatst bij de theoretische modellen. In de volgende paragraaf worden deze kritische kanttekeningen nader belicht waarna in paragraaf 3.2 de stromingen, welke als tegenhanger van de rationele economische modellen zijn ontstaan, aan bod komen.

#### **3.1.4 KRITISCHE KANTTEKENING BIJ DE RATIONELE ECONOMISCHE MODELLEN**

De hiervoor behandelde theoretische modellen worden door veel beleggers gehanteerd. Zoals hiervoor reeds aangegeven is het uitgangspunt van de rationele theorieën dat de vastgoedmarkt efficiënt is en dat volledige informatie voor eenieder beschikbaar is en deze informatie ook is ingeprijsd. Op basis daarvan zou een rationele beleggingsbeslissing gemaakt moeten kunnen worden. Zoals in paragraaf 2.3.1 uiteengezet voldoet de vastgoedmarkt niet aan deze uitgangspunten. Daarbij speelt ook de diversiteit c.q. heterogeniteit van de

verschillende beleggers een belangrijke rol. Het is daarom aannemelijk dat deze theorieën niet algemeen toepasbaar zijn op alle beleggers.

In de loop der jaren is er meer weerstand ontstaan tegen de uitgangspunten van de genoemde economische theorieën. Bij het nemen van financiële beslissingen, waaronder beleggingsbeslissingen, speelt het adequaat inschatten van kansen en risico's een belangrijke rol. Gedragswetenschappelijk onderzoek heeft aangetoond dat veel mensen hier niet goed in zijn (Kahneman en Tversky, 1973). En niet alle beleggers beschikken over evenveel en dezelfde informatie. Daar komt bij dat beleggers zich ook laten leiden door irrationale argumenten.

Dit heeft geresulteerd in stromingen die zich juist richten op het gedrag van de belegger. In de volgende paragrafen wordt daarom achtereenvolgens ingegaan op Behavioral Finance en Bounded Rationality.

## **3.2 GEDRAGSTHEORIEËN**

Als tegenhanger op de economische theoretische modellen, die er vanuit gaan dat mensen volledig rationeel kunnen handelen en in staat zijn op optimale beslissingen te nemen in de veronderstelling dat over alle informatie beschikt kan worden, zijn er sinds de jaren '70 stromingen opgekomen die veronderstellen dat mensen c.q. beleggers niet volledig rationeel (kunnen) handelen en zich laten leiden door bijvoorbeeld emoties bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen.

In dit hoofdstuk wordt, als tweede pijler van het theoretisch kader, een tweetal theorieën behandeld, namelijk: Behavioral Finance en Bounded Rationality. De gemene deler van deze theorieën is de gedachte dat mensen niet volledig rationeel handelen in economische omgevingen en dat de beperkte rationaliteit dan wel de benadering die niet is door gerationaliseerd waarin persoonlijke afwegingen, voorkeuren en intuïtie een grotere rol speelt dan in door gerationaliseerde processen, invloed heeft op het beslissingsproces. De inzichten van drie wetenschappen komen hierbij aan bod, namelijk psychologie, sociologie en financiering.

Gedragswetenschappers spreken vaak over biases en heuristieken om uit te leggen waar consumenten afwijken van het rationele beslisproces (AFM, 2015). Heuristieken zijn mentale vuistregels die we gebruiken om snel beslissingen te nemen, bijvoorbeeld: "Er zijn heel veel mensen die beleggen, dus het zal wel een goed idee zijn". Als heuristieken systematisch leiden tot verkeerde inschattingen of niet-rationele keuzes, is er sprake van een bias. Volgens gedragswetenschappers kan intuïtieve besluitvorming en gevoeligheid voor biases en heuristieken voor suboptimale uitkomsten zorgen, vooral in de financiële context (AFM, 2015). In de volgende paragraaf zal in het kader van de Behavioral Finance nader worden ingegaan op enkele biases en heuristieken.

### **3.2.1 BEHAVIORAL FINANCE THEORY**

Behavioral Finance kan omschreven worden als de studie van de psychologische en sociologische factoren die een rol spelen bij de beslissingen van individuen en groepen aangaande hun financiën. Behavioral Finance gaat dus in op de toepassing van psychologie op de keuzes die worden gemaakt in de financiële markten ('finance'). De Canadese econoom Hersh Shefrin introduceerde het vakgebied behavioral finance in zijn boek 'Beyond Greed and Fear'. Shefrin liet de financiële professionals zien hoe tunnelvisie, perceptie en andere psychologische aspecten van grote invloed zijn op bij het gedrag van investeerders.

Behavioral Finance steunt dus op de inzichten van drie wetenschappen, zijnde: psychologie (gedrag en mentale processen van mensen in hun omgeving), sociologie (gedrag van mensen, al dan niet in groepen) en

financiering (aantrekken, investeren en beheren van kapitaal). Het gaat daarbij over de grenzen van de rationaliteit die optreedt bij financiële besluitvormingsprocessen. Getracht wordt een verklaring te vinden voor financiële beslissingen van mensen en verschijnselen, die optreden en die moeilijk te verklaren zijn op basis van de rationele theorieën.

In 1979 publiceerde de psychologen Kahneman en Tversky een artikel over de door hen ontwikkelde Prospect Theory, waarbij risicovolle beslissingen van mensen werden besproken. In toenemende mate werd er onderzoek gedaan naar en gepubliceerd over de psychologische achtergrond van het gedrag van beleggers. Deze stroming nam aan populariteit toe en steeds meer werd er getwijfeld aan de bestaande rationele theorieën. De wetenschappers Kahneman en Tversky kregen in 2002 zelfs de Nobelprijs voor de economie voor “het integreren van psychologische inzichten met de economische wetenschap”.

Binnen Behavioral Finance wordt onderscheid gemaakt tussen de rationale benadering enerzijds en cognitief-psychologische benadering anderzijds (Prost, 2004). De rationele benadering en haar modellen gaan in op het trachten te verklaren van het beleggersgedrag vanuit rationeel perspectief. Het uitgangspunt hierbij is dat er sprake is van informatiebeperking waardoor rationeel gedrag leidt tot suboptimale uitkomsten zoals kuddegedrag, hypes en paniek. De modellen (reputatie-, externe effecten- en watervalmodellen) behorende bij deze rationale benadering zijn er op gericht op dit gedrag te kunnen verklaren. De genoemde modellen zullen niet nader worden uitgewerkt omdat in de context van dit onderzoek de focus binnen Behavioral Finance voornamelijk ligt in de cognitieve-psychologische benadering.

### 3.2.1.1 COGNITIEF-PSYCHOLOGISCHE BENADERING

In deze paragraaf worden de eerder aangehaalde (financiële) beslissingen en optredende verschijnselen die vanuit de rationele theorieën moeilijk te verklaren zijn, belicht vanuit een benadering die niet verder is doorgerationaliseerd. Deze cognitieve-psychologische benadering is te onderscheiden in een tweetal stromingen en daaraan gekoppelde concepten die relevant zijn voor de gedragseconomie. Het fundament hiervan is gebaseerd op de Prospect Theorie van Kahneman en Tversky. Hieronder worden deze stromingen en concepten toegelicht.

- 1) Preferences (voorkeuren); de manier waarop mensen uitkomsten waarderen. In de Prospect Theory van Kahneman en Tversky komen onderstaande kenmerken aan bod.
  - a. Verliesaversie: mensen zijn meer gevoelig voor verlies dan voor winst. Het blijkt dat verlies twee keer zoveel pijn doet dan winst genot geeft (Kahneman en Tversky, 1984).  
Het psychologische concept versliesaversie is een “parapluconcept” waaronder meerdere subconcepten te scharen zijn, waaronder het framing-effect. In basis gaat dit subconcept er vanuit dat mensen gevoelig zijn voor bewoording en de wijze waarop keuzeopties worden omschreven.  
  
Hoogleraar Behavioral Finance Debels aan de Universiteit van Brussel voegt aan deze stroming het begrip verankering toe (Niftrik, 2014).
  - b. Verankering (referentieniveaus): mensen zoeken een referentiepunt waarbij aangetekend dat dit referentiepunt niet altijd relevant hoeft te zijn bij de keuze die gemaakt wordt.
- 2) Beliefs (overtuigingen); wijze waarop mensen informatie verzamelen en interpreteren.

- c. Cognitieve dissonantie: fenomeen dat twee cognitieve elementen, een mening en nieuwe informatie, met elkaar conflicteren. Er is dus sprake van een tegenstrijdigheid tussen twee gedachten, meningen of feiten (Prast, 2004).
- d. Conservatisme: dit is een afgeleide van de cognitieve dissonantie waarbij mensen slechts geleidelijk hun overtuiging aanpassen aan nieuwe informatie.
- e. Overoptimisme / zelfoverschatting (overconfidence): zie hieronder voor nadere toelichting.

### 3.2.1.2 PSYCHOLOGISCHE CONCEPTEN BIJ PARTICULIERE BELEGGERS

Op basis van de hiervoor omschreven psychologische stromingen en concepten zijn er op basis van bestaand wetenschappelijk onderzoek relevante biases, heuristieken en andere psychologische valkuilen te identificeren. Voor dit onderzoek gaat het te ver deze allemaal nader te beschouwen. In het kader van de relevantie voor de context van onderhavig onderzoek is een afbakening gemaakt van enkele biases en heuristieken die nader uitgelicht worden in relatie tot de rol die zij (mogelijk) spelen bij particuliere beleggers.

**Narrow framing:** risico's worden niet in samenhang maar los van andere belangrijke risico's gezien (Barberis, 2013).

**Overoptimisme/Zelfoverschatting (Overconfidence):** mensen hebben vertrouwen in hun eigen bevindingen en zijn overtuigd van hun eigen kennis en kunde. Uit onderzoek is gebleken dat deze mensen in grote mate advies of ondersteuning niet nodig acht. Beleggers die de ondersteuning het meeste nodig hebben, zijn het minst geneigd die ondersteuning te gebruiken (Schols, 2013). Daarbij wordt de kans op het zich voordoen van extreme en onwaarschijnlijke uitkomsten én risico's overschat (zowel positieve als negatieve gebeurtenissen). Beleggers overschatten hun eigen kennis van de markt (Prast, 2004).

**Home en Familiarity Bias:** beleggers voelen zich prettiger in een vertrouwde omgeving, waar zij specifiek kennis van denken te hebben. Door deze kennis beschouwen zij beleggingen ook als minder risicovol en geeft dit een veilig gevoel. Hierin schuilt echter een risico dat er (onbewust) maar een beperkte diversificatie van de portefeuille wordt gecreëerd met een mogelijk hogere volatiliteit ten gevolge.

**Cognitieve capaciteiten, tijd en inzet:** het hanteren van een succesvolle beleggingsstrategie – het bepalen van een beleggingsdoel en doelvermogen, het vaststellen van je risicobereidheid, het vergelijken van alternatieven et cetera – vraagt veel van iemands cognitieve capaciteiten, tijd en inzet. Dit wordt versterkt doordat beleggen vraagt om lange termijn afwegingen en een gedegen inschatting van kansen en risico's.

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft onderzoek gedaan naar de 'Belangrijke inzichten over zelfstandige beleggers'. In dit rapport wordt geconcludeerd dat de aanname dat beleggers duidelijke beleggingsdoelen en –beleggingsstrategieën formuleren kon worden verworpen (AFM, 2015).

Het onderzoek is uitgevoerd naar zelfstandige beleggers op de secundaire markt, maar enkele conclusies hieruit zullen in onderhavig onderzoek worden geprojecteerd op de particuliere beleggers in direct vastgoed. Voorts blijkt uit dit onderzoek dat mensen veel vertrouwen hebben in hun eigen capaciteiten. Interessante vraag hierbij is of er gesproken kan worden van zelfoverschatting.

Daarnaast geeft het rapport van de AFM als inzicht dat als beleggers spreken over risico, hun begrip hiervan sterk blijkt af te wijken van wat gebruikelijk is onder beleggingsexperts. Voor een professionele belegger vormt spreiding bijvoorbeeld een belangrijk onderdeel van een 'veilige' beleggingsstrategie. Kleinere zelfstandige

beleggers daarentegen beschouwen bijvoorbeeld het zelfstandig beheren van een portefeuille (in plaats van het uit handen geven), het investeren in een bekende omgeving als veilig. In het empirisch deel van dit onderzoek zullen deze aspecten worden getoetst of dit ook van toepassing is op de particuliere belegger in direct vastgoed.

### **3.2.2 BOUNDARY RATIONALITY**

Deze theorie vindt zijn oorsprong al in de vijftiger jaren maar kreeg in 1963 de aandacht toen econoom Richard Cyert en politicoloog James March het boek de 'Behavioral Theory of the Firm' (gedragstheorie van de onderneming) uitbrachten. Hierin komt het fundament van het besluitvormingsproces binnen een onderneming aan bod. Binnen de onderneming werken individuen of groepen binnen gestelde kaders om de vooraf bepaalde doelstellingen te bereiken. Cyert en March stelde dat groepen en/of bedrijven veelal gericht waren op voornamelijk het behalen van de vooraf gestelde doelen en prestaties in plaats van het streven naar het maximale resultaat dan wel de best mogelijke uitkomst. Dit laatste raakt de theorie genaamd 'begrensd rationaliteit' (Bounded Rationality).

De Boundary Rationality is in de zeventiger jaren ontwikkeld door Herbert Simon. In de kern steunt deze theorie op de gedachte dat er sprake is van een beperkte c.q. begrensd rationaliteit bij mensen. Prudent gedrag vindt immers altijd binnen bepaalde voorwaarden, omstandigheden en grenzen plaats. Denk hierbij aan vastgestelde processen, procedures en protocollen (checks en balances).

Zo is de mate van rationaliteit mede afhankelijk van de hoeveelheid aan en kwaliteit van de informatie die beschikbaar is. En aangezien er nagenoeg altijd sprake is van informatiebeperking en dus onvolledige informatie, is het aannemelijk te stellen dat mensen maar een beperkt rationaliteitsvermogen hebben. Het beschikken over informatie is een vereiste om de beste beslissing te nemen. Echter is (het verzamelen van) informatie niet gratis en vereist middelen (Cyert en March, 1963).

In 1978 is de Nobelprijs voor de economie toegekend aan professor Herbert Simon voor zijn bijdrage aan het creëren van inzichten in de interactie tussen verschillende theorieën (waaronder besluitvormingstheorie, organisatietheorie en cognitieve psychologie) op economische vraagstukken. In het boek '*Models of Bounded Rationality, volume 1: Economic Analysis and Public Policy*' is hierover meer te lezen. Het feit dat Simon een nobelprijs heeft gewonnen voor de door hem ontwikkelde theorie betekent dat het concept van 'begrensd rationaliteit' als volwaardige theorie kan worden beschouwd.

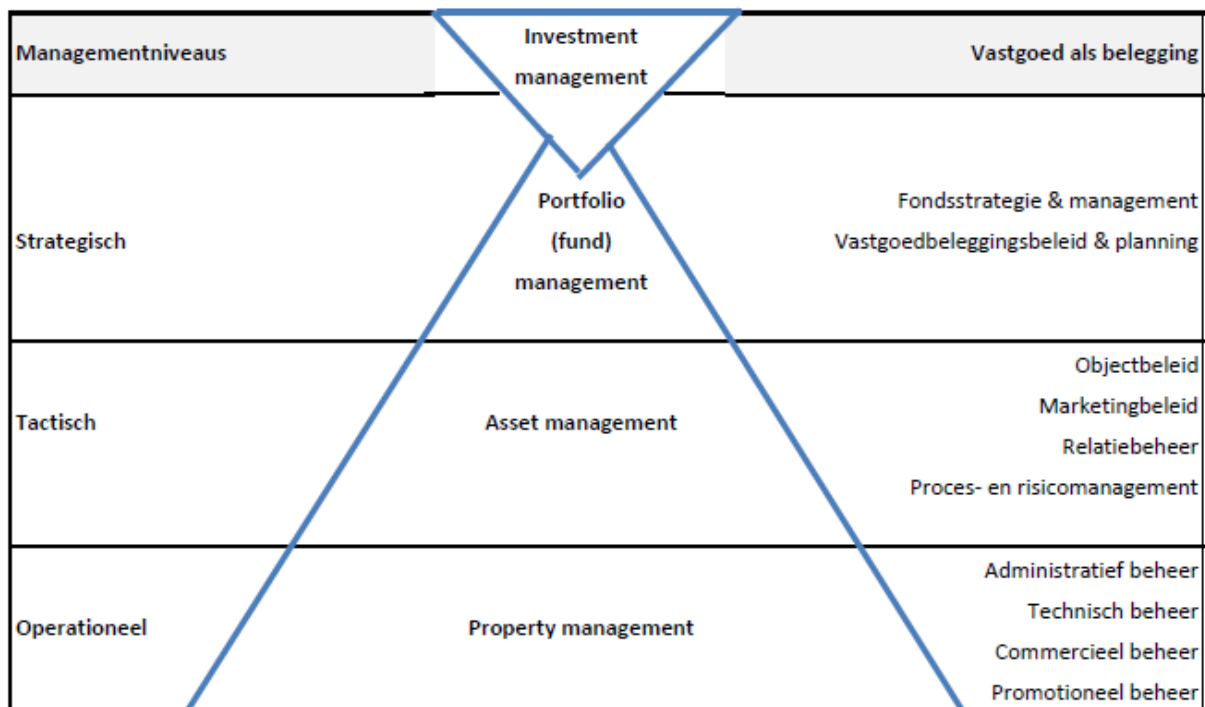
Dit onderbouwt derhalve het uitgangspunt dat diverse beleggersgroepen andere rationaliteitsbeperkingen hebben. Er treden in dat geval verschillende type beperkingen op bij de diverse groepen.

### **3.3 BELEGGERSORGANISATIES**

Van Driel (2016) heeft met zijn boek 'Strategische inzet van vastgoed' gepoogd de ontwikkelingen in het vastgoed(management) te beschrijven. Hierbij wordt onder andere ingegaan op de ontwikkelingen die een verschuiving tot stand brachten van vastgoedbeheer naar vastgoedmanagement en van kostengericht naar rendementsgericht denken. Eerstgenoemde ontwikkeling staat synoniem voor de professionalisering en dynamiek van het vastgoedmanagement. De geschiedenis laat zien dat bij een negatief marktsentiment zowel bij beleggers als bij andere vastgoedorganisaties hierdoor een professionalisatieslag gemaakt wordt (Van Driel,

2016). De ontwikkeling van het rendementsgericht denken houdt verband met de omslag in denken bij de actoren in het vastgoedproces van aanvangsrendementen naar totaalrendementen voor de lange(re) periode (Van Driel, 2016). In essentie gaat het daarbij om het strategisch beleid van beleggers.

Zoals weergegeven in figuur 12 wordt het managen van vastgoed door Van Driel e.a. onderverdeeld in vier managementlagen op drie verschillende niveaus, te weten het strategisch, tactisch en operationele niveau. Binnen de organisaties van de professionele beleggers zal een grote en herkenbare differentiatie tussen strategisch, tactisch en operationele beslissingen optreden. Derhalve wordt verwacht dat bij professionele beleggers de strategische en vastgoed tactische opgaven sterker worden onderscheiden van de operationele opgaven. Van Driel noemt dit portefeuille, asset en property management.



Figuur 12: Managementniveaus 'vastgoed als belegging' (Bron: Van Driel, Van Zuijlen, 2016)

Bij deze professionele partijen is een duidelijker herkenbare vastgoed strategische beslissingscapaciteit waar meer rationale modellen worden gebruikt. Die rationaliteit is met name terug te zien in de vastgoed strategische beslissingen zoals die van het samenstellen van een portefeuille. Van Driel legt hiermee een ideaal typische structuur neer van drie managementlagen met drie vastgoedmanagementniveaus (portefeuille, asset en facility). Het model gaat uit van drie verantwoordelijkheidsniveaus in relatie tot de complexiteit van de vastgoedissues. Voor een volledig beeld van de werkzaamheden die bij de betreffende managementlagen behoren wordt verwezen naar het boek 'Strategische inzet van vastgoed' (Van Driel e.a., 2016, pag. 91 e.v.). Corporate risk management en kwalitatieve toetsing zullen een integraal onderdeel vormen van de dagelijkse besturing en structuur van de onderneming. Aangenomen wordt dat het risicobeheer dus is verankerd in de strategie, structuur en cultuur van de organisatie van de professionele beleggers.

De strategische opgave in vastgoed is portefeuillemanagement (beleggingsbeleid) om te komen tot een optimale portefeuillesamenstelling (allocatiekeuze met behulp van de Moderne Portefeuille Theorie). Hierbij spelen de mogelijke diversificatievoordelen een belangrijke rol. De tactische opgave betreft het assetmanagement (objectbeleid). En de operationele opgave is het property management.

Door de toegenomen professionalisering en specialisatie van de actoren in de vastgoedmarkt, de toenemende vraag naar informatie en de mogelijkheden om deze snel te leveren en te analyseren verandert het profiel van en de taakverdeling tussen de spelers in de markt (Van Driel e.a., 2016).

Op het moment dat een belegger lokaal opereert is de behoefte aan een differentiatie van organisatiefuncties nihil. En op het moment dat beleggers groter worden zullen taken en functies meer gedifferentieerd (moeten) worden. Er ontstaat immers, eenvoudig weg ook vanwege de omvang, een behoefte aan taakverdeling en dus expertise. Van Driel maakt onderscheid tussen verticale specialisatie (outsourcing) en horizontale specialismen (extern advies). Hierdoor ontstaat een structuur met een strategisch / tactische laag versus operationeel. En het licht voor de hand te veronderstellen dat bij een nog verdere doorgroei ook het strategisch en tactische wordt uitgedifferentieerd. Geuze (2017) maakt in zijn rapport onderscheid in zes uitbestedingsstrategieën voor beleggingsorganisaties. Deze worden voor dit onderzoek buiten beschouwing gelaten. Voor meer informatie hierover wordt verwezen naar het rapport “Noodzaak tot innovatie, transformatie van winkelcentrummanagement, maart 2017”.

**Naar mate het belegd volume groter wordt is er sprake van een toenemende complexiteit in de vastgoedopgaven, zoals beschreven in de verschillende theoretische modellen, en ontstaat de behoefte aan enerzijds vastgoedrelevante expertise en anderzijds aan capaciteit (arbeidskrachten) om daar mee om te kunnen gaan. Lokale marktkennis is in dat geval niet meer afdoende. Het insourcen van mensen, het outsourcen van managementtaken en/of extern advies inwinnen, lijkt in dat geval onafwendbaar.**

### 3.4 THEORETISCH AFWEGINGSKADER

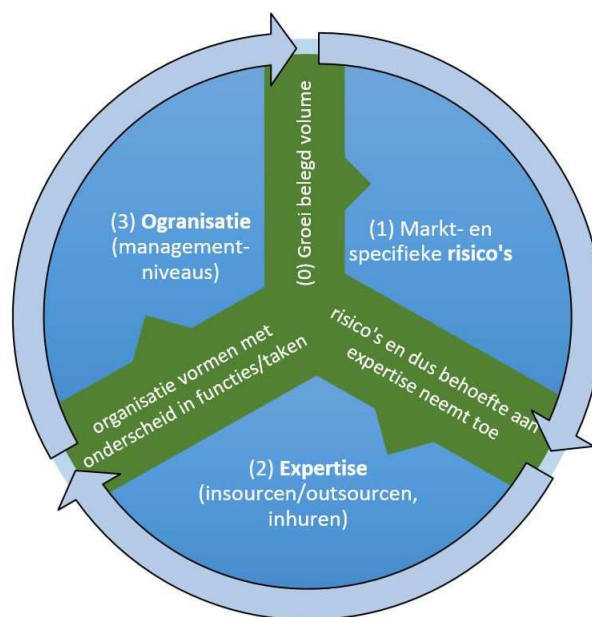
De economisch financiële theorieën bieden een gedegen basis voor een prudente beleggingsbeslissing en beleggingsbeleid. Echter gaan deze theorieën allen uit van de veronderstellingen dat alle beleggers altijd rationeel zijn en dus rationeel handelen, dat de belegger volledig controle heeft over zijn gevoel en dat alle informatie beschikbaar is. De behandelde gedragstheorieën daarentegen gaan er vanuit dat bij beleggingsbeslissingen sprake is van een beperkte rationaliteit. En dat de rationaliteitsbeperkingen die optreden bij iedere beleggersgroep anders kan zijn. Van grote invloed hierop is de informatiecapaciteit en de mate waarin een belegger beschikt over de benodigde expertise.

Bij de besluitvorming omtrent nieuwe (aankoop) investeringen, dispositie dan wel de allocatie van middelen, is het belangrijk de juiste afweging te maken. Zoals eerder gememoreerd spelen verschillende factoren daarbij een rol. Hierbij valt te denken aan onder andere de bijdrage aan de (strategische) doelstellingen, financiële rendementen, marktrisico's en specifieke risico's. Idealiter betreft een belegger alle factoren bij de afweging van beleggingsbeslissing. De afwegingen van de belegger worden niet altijd expliciet vastgelegd waardoor het niet altijd duidelijk is of en hoe deze factoren in de besluitvorming zijn meegenomen.

Aangenomen wordt dat bij de grote professionele beleggers die bijvoorbeeld te maken hebben met toezichthouders, aandeelhouders of andere stakeholders vaak al sprake is van een gerationaliseerd en geformaliseerd besluitvormingskader (compliance) welke bijdraagt aan de procedurele kwaliteit van de besluitvorming. Daarbij vindt bij deze doelgroep beleggers veelal ook toetsing en bewaking van de kwaliteit plaats (checks and balances) in zijn algemeenheid en van de geïdentificeerde risico's in het bijzonder (risicomanagement). De niet-professionele particuliere beleggers wijken hier echter van af. Het theoretisch kader kan worden gebruikt om te beoordelen in welke mate deze beleggers hier van afwijken en dus aan het schuiven zijn van niet-professioneel naar professioneel (gerationaliseerd).

Op basis van het in voorgaande hoofdstuk omschreven institutioneel kader en de in dit hoofdstuk behandelde theorieën ontstaat een cyclus zoals hieronder (figuur 13) weergegeven. In deze beleggingscyclus is een driedeling zichtbaar.

De voorwaarde voor dit model is dat er sprake is van groei in het volume van het belegd vermogen (0). Hierdoor neemt het risico toe (1) en daarmee neemt ook de behoefte toe aan meer expertise (2). Dientengevolge ontstaat er dus de prikkel om de organisatie uit te bouwen (3). Op het moment dat dit gebeurt dan kan men een groter volume aan belegd vermogen managen. En een groter volume geeft meer mogelijkheden in diversificatie. En een grotere diversificatie kan weer resulteren in een optimaler risico-/rendementsprofiel. Dus op het moment dat er sprake is van groei ontstaat er op ieder hoekpunt van het model een verandering.



Figuur 13: Theoretisch beleggingswiel (eigen bewerking)

De specifieke vastgoedrisico's nemen toe naar mate het belegd volume toeneemt. Deze lokaal overstijgende, aan de woningmarkt gerelateerde, risico's nemen toe. Om die risico's te kunnen inschatten en het rendement te kunnen voorspellen, zijn modellen nodig die in complexiteit en omvang ook toenemen. Dus op het moment dat een belegger met steeds meer specifieke vastgoedrisico's geconfronteerd wordt moet in toenemende mate gebruik gemaakt gaan worden van schattingsmethoden en modellen, zoals in dit hoofdstuk beschreven, waarvan de methodiek complex en omvangrijk is. Hiervoor is data en expertise nodig. En om daar mee om te kunnen gaan is een organisatiegroei (in- en/of outsourcing) nodig dan wel zullen experts ingehuurd moeten worden. Op basis van de theorie is het aannemelijk te veronderstellen dat de risico's meer gedifferentieerd (onderscheid in markt- en specifieke risico's) beschouwd worden in plaats van geïntegreerd.

Op enig moment ligt het voor de hand dat in verband met de vertrouwelijkheid van de steeds omvangrijkere data, de beleggingsstrategie et cetera, dit niet meer ingehuurd kan worden en zullen beleggers deze taken en functies gaan insourcen. Vertrouwen is namelijk cruciaal in deze sector. En de beleggingsstrategie kan namelijk niet door externe partijen bepaald en uitgevoerd worden. Er is dus een bepaald type organisatie nodig om met een bepaald type complexiteit om te kunnen gaan. Naar mate een particuliere belegger een groei doormaakt zou deze belegger het in figuur 14 weergegeven theoretisch beleggingsproces doormaken.

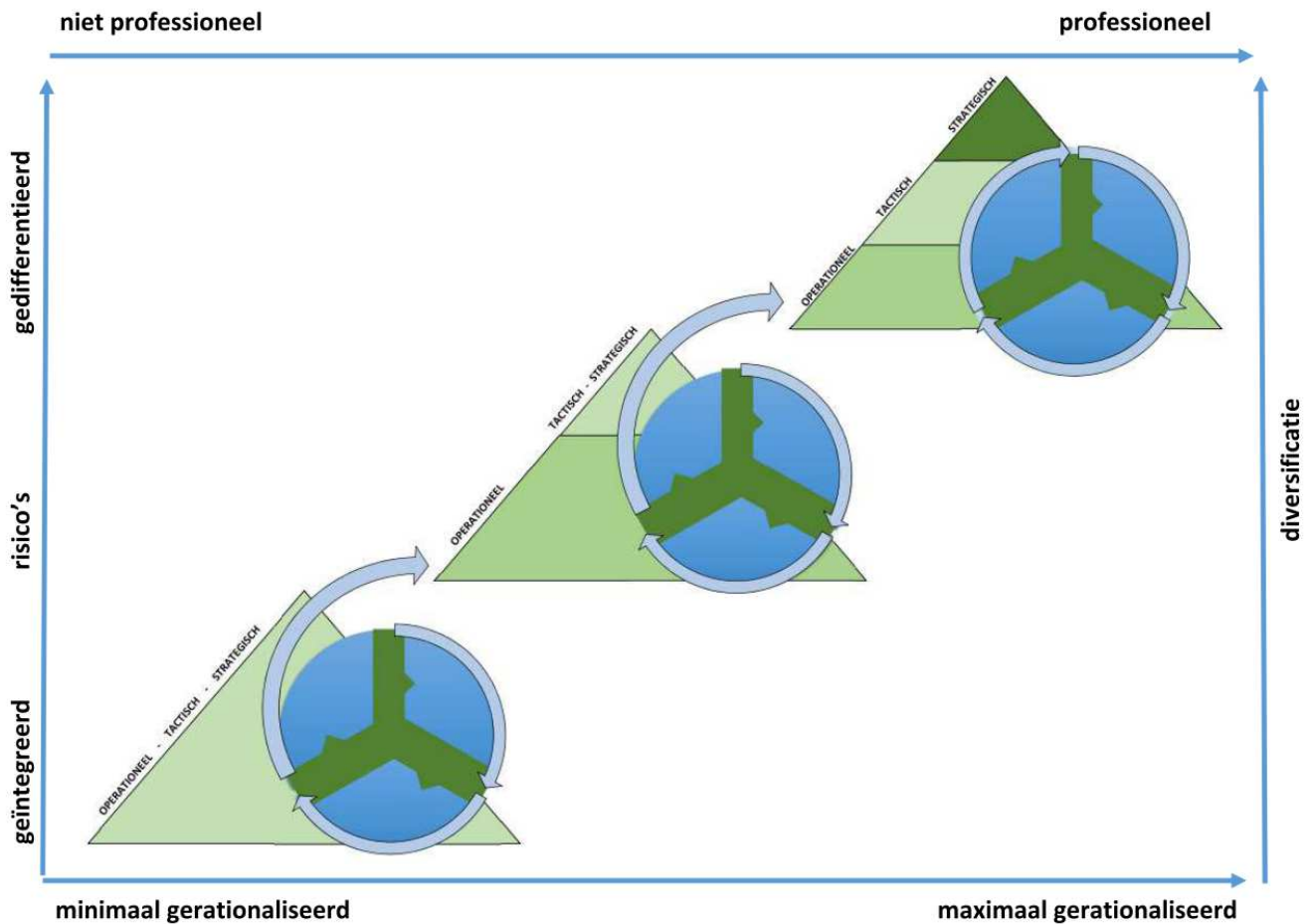
De reden om in hoofdstuk 2 de (structuur van de) woningmarkt te behandelen is om de genoemde risico's in kaart te kunnen brengen. En de reden dat de theoretisch modellen in hoofdstuk 3 zijn belicht is om iets te kunnen zeggen over de onder andere de behoefte aan expertise. In hoofdstuk 5 komen deze elementen terug in het kader van het praktijkonderzoek met de beleggers.

Het is aannemelijk te veronderstellen dat de criteria op grond waarvan een belegger besluit een belegging wel of niet te doen erg uiteenloopt. Veronderstelt wordt dat professionele beleggers met name kijken naar de



samenstelling en diversificatiemogelijkheden van de portefeuille (assetallocatie in relatie tot beleggingsstrategie en –doelstellingen) en de invloed op het additionele rendement en risico voor de portefeuille. In het rationele afwegingskader wordt naar individuele beleggingen gekeken als onderdeel van de portefeuille in termen van bijdrage aan het algehele risico- /rendementsprofiel van de beleggingsportefeuille. Kortom, professionele beleggers kijken primair op portefeuilleniveau (geheel aan beleggingen) waar een typisch niet professionele particuliere belegger voornamelijk kijkt naar (een) individuele belegging(en) als zodanig.

De hiervoor benoemde factoren komen samen in onderstaand model. De grondslag van dit (groei)model is een toename van het belegd vermogen en dus van de beleggingsportefeuille.



Figuur 14: Theoretisch afwegingsmodel (eigen bewerking)

Het weergegeven theoretisch beleggingswiel (figuur 13) en theoretisch afwegingsmodel (figuur 14) vormen tezamen het theoretisch (geïntegreerd) afwegingskader. In verband met de leesbaarheid van het afwegingsmodel is de tekst uit het ‘beleggingswiel’ weggelaten. De in deze paragraaf weergegeven modellen hebben een grotere mate van generaliseerbaarheid voor de gehele beleggingsmarkt en zijn dus niet enkel van toepassing op woningbeleggers.

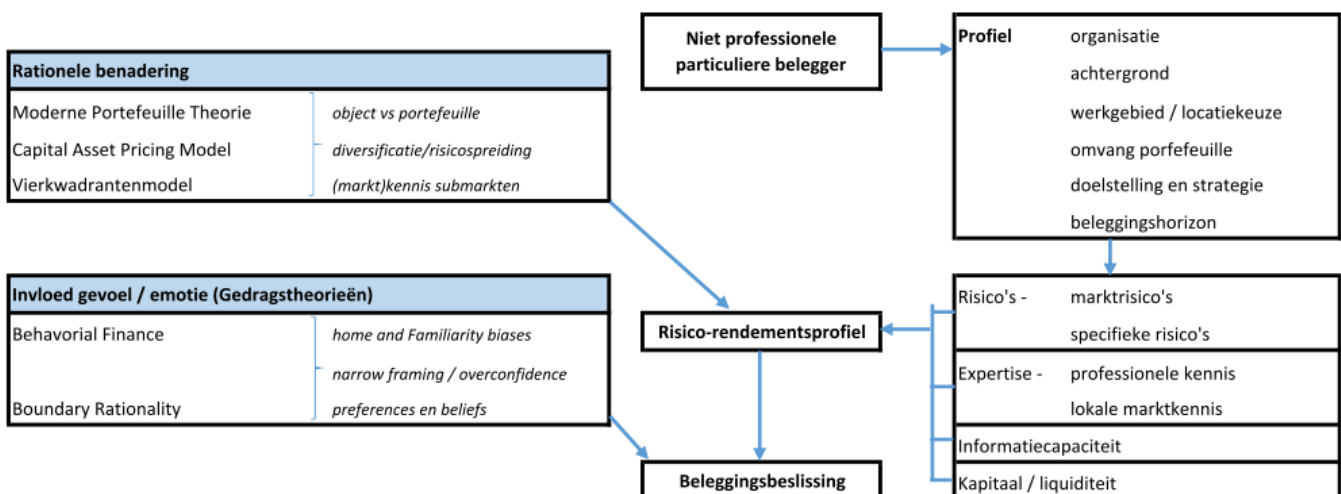
## 4. METHODOLOGIE

### 4.1 INLEIDING

In dit hoofdstuk wordt de toegepaste methodologie in dit onderzoek verder toegelicht. Vanuit het institutionele en theoretische kader zal nader worden ingegaan op de wijze waarop het empirisch deel van het onderzoek is opgezet teneinde de vraagstelling in de praktijk te toetsen. In paragraaf 4.2 wordt het conceptueel afwegingskader weergegeven welke voortkomt uit voorgaande hoofdstukken. Paragraaf 4.3 geeft een onderbouwing voor de gekozen methodologie in dit onderzoek waarna in paragraaf 4.4 nader wordt ingegaan op de dataverzameling van het kwalitatief onderzoek. In de laatste paragraaf worden de respondenten en onderzoekspopulatie belicht.

### 4.2 CONCEPTUEEL ONDERZOEKSMODEL

Zoals weergegeven in het theoretisch afwegingskader zijn er verschillende aspecten die een rol spelen en dus invloed hebben op een beleggingsbeslissing. Voorts zijn de invloeden vanuit de rationele economische theorieën en de gedragstheorieën van toepassing. Deze aspecten zijn samengevoegd in onderstaand model.



Figuur 15: Conceptueel onderzoeksmodel (eigen bewerking)

### 4.3 METHODOLOGISCHE OVERWEGINGEN

Gezien de hoge mate van versnipperdheid, het feit dat er maar weinig bekend is over onder andere de populatie en omvang, het woningbezit en strategie van de groep niet professionele particuliere beleggers maakt dat deze doelgroep relatief ondoorzichtig is en een gedetailleerde verkenning noodzakelijk is. Wel is duidelijk dat het een ontoegankelijke, gesloten en zeer heterogene doelgroep betreft, welke moeilijk herkenbaar is. Het vermoeden bestaat dat de beleggingsvolumes aanzienlijk zijn en dat naar mate de particuliere beleggers mee bewegen naar een hogere mate van professionalisering, dus ook grotere volumes bezitten, zij meer met de marktdynamiek te maken krijgen waardoor er allerlei effecten kunnen optreden in de lokale en regionale vastgoedmarkten. De enige weg om binnen te komen bij deze doelgroep is op basis van vertrouwen. Voordat er meer systematisch onderzoek naar gedaan kan worden moet voornoemde eerst in kaart worden gebracht. Een toetsend kwantitatief onderzoek is nauwelijks mogelijk. Voorts valt te voorspellen

dat bij deze doelgroep een kwantitatief onderzoek, in de vorm van enquêtes, een hoge mate van non-respons oplevert, de kans op sociaal wenselijk antwoorden hoog is en dat de informatiewaarde van enquêtes zeer beperkt is. Een kwalitatief onderzoek is daarentegen wel mogelijk.

### **Kwalitatieve methode**

Gezien de kleine omvang en hoge mate van respons, het feit dat door doorvragen sociaal wenselijke antwoorden kunnen worden vermeden en daardoor een hogere informatiewaarde kan worden gegenereerd, is voor dit onderzoek gekozen voor een empirisch kwalitatief onderzoek in de vorm van interviews. De 'kwalitatieve weg' is noodzakelijk om door te dringen tot deze doelgroep waardoor het per definitie een kleinschalig en intensief onderzoek is met een beperkt volume en waarvoor origineel inzicht nodig is. Dit is de enige manier om deze besloten en niet transparante groep te ontsluiten voor onderzoek. In zeker opzicht kan het ook als een pioniersstudie worden beschouwd.

De informatiewaarde en zeggingskracht is groot maar de generaliseerbaarheid is gering. Dit onderzoek en de verkregen data kan vervolgens dienen als basis voor de verdere systematisering.

Deze methodologie hangt nauw samen met het conceptueel afwegingskader welke vele diverse invloedsfactoren behelst. Met name bezien vanuit de veronderstelde invloed van de gedragstheorieën is het van belang om inzicht te krijgen in de strategie, gevoelens en gedachten van de respondenten. De nadruk ligt hierbij op het 'begrijpen' of doorgronden van individuele situaties (Baarda, e.a., 2009). Om het risico op sociaal wenselijk antwoorden te beperken is een interview een meer geschikte methode doordat er ook doorgevraagd kan worden op bepaalde antwoorden dan wel er de mogelijkheid bestaat om de vraagstelling nader toe te lichten en/of te nuanceren.

Gezien de grote diversiteit van de particuliere beleggers is het aantal respondenten niet representatief en de externe validiteit van dit onderzoek gering, waarvan op grond van de - in de theorie gangbare - veronderstelling dat uitkomsten en scores zich rond het gemiddelde centreren van toepassing verklaard kan worden.

## **4.4 DATA VERZAMELING**

Gezien de diversiteit zijn de respondenten doelgericht zo heterogeen mogelijk bepaald op basis van enerzijds zelfselectie en anderzijds de 'sneeuwbalsteekproeftrekking'. Een aantal respondenten (beleggers) zijn benaderd door de experts die zijn geïnterviewd waardoor de toegankelijk voor de onderzoeker is vergroot.

Voor de interviews met de beleggers is gekozen voor een (semi-) gestructureerde aanpak op basis van een vooraf uitgewerkte vragenlijst. Echter de flexibiliteit van deze kwalitatieve methode geeft juist ook ruimte voor additionele input vanuit de geïnterviewde. Gezien de heterogeniteit van de doelgroep lijkt dit op voorhand een gewenste aanpak teneinde openheid te betrachten om zodoende door te kunnen vragen naar de onderliggende motivaties. En voorts om de diversiteit binnen de doelgroep particuliere beleggers te kunnen verklaren. In termen van 'geloofwaardigheid', 'transparantie' en 'doorzichtigheid' leent bij uitstek een kwalitatief onderzoek zich binnen de context van onderhavig onderzoek (Baarda, e.a., 2009).

Voorafgaand aan de interviews met diverse particuliere beleggers is gekozen om op basis van de in het voorgaande hoofdstuk opgenomen topiclijst enkele 'topicinterviews' te houden met experts op het gebied van de woningbeleggingsmarkt. Deze topics zijn gebruikt als centrale thema om het gesprek te groeperen. Deze 'topicinterviews' dienen bij te dragen aan een scherpere beeldvorming van enerzijds de diversiteit en kwalificatie van de diverse particuliere beleggers en anderzijds om de definities van een professionele en niet-

professionele particuliere belegger te toetsen. Voorts zijn de experts vanuit verschillende invalshoeken betrokken bij de strategisch/tactische vastgoedopgaven en besluitvormingsprocessen en –kaders van verschillende particuliere beleggers. Hierdoor wordt direct een bredere blik op de particuliere beleggers verworven.

De volledige vragenlijsten zijn als bijlage 1 en 2 opgenomen.

#### 4.4.1 IMPLEMENTATIE GEDRAGSTHEORIEËN IN INTERVIEWS

Het doel van de interviews is onder andere om inzicht te krijgen of de veronderstelde invloed van de psychologische concepten uit de diverse gedragstheorieën van toepassing zijn. Komen de beleggingsbeslissingen tot stand op een wijze die door de theorie als rationeel wordt omschreven of is er inderdaad sprake van beperkte rationaliteit ofwel een minder gerationaliseerd besluitvormingskader zoals de theorie 'Bounded Rationality' omschrijft?

Vanuit het theoretisch kader worden impliciet een viertal psychologische concepten aan de orde gesteld in de interviews, namelijk narrow framing, overoptimisme/zelfoverschatting (overconfidence), home en familiarity bias en cognitieve capaciteiten, tijd en inzet. Genoemde concepten zijn in de topics en thema's verweven. Getracht wordt om de volgende aspecten in de interviews aan de orde te stellen in relatie tot de psychologische concepten.

**Narrow framing** gaat over het bekijken van prospects en risico's op individueel niveau in plaats van deze in samenhang met andere belangrijke risico's, als onderdeel van een portefeuille, te bezien. Risicoperceptie is hierin dus een voornaam aspect. In de interviews met de respondenten zal getracht worden meer inzicht te verkrijgen in hoe de assetallocatie van de beleggingsportefeuille is opgebouwd (diversificatie) enerzijds en hoe men het risico-/rendementsprofiel van de eigen portefeuille beoordeeld anderzijds. Voorts zal worden ingegaan op de risicoperceptie van de belegger. Welke risico- en investeringsfactoren worden meegewogen en hebben dus invloed op de besluitvorming.

**Overoptimisme en zelfoverschatting** wordt gezien als een belangrijk psychologische valkuil voor beleggers. Interessant is om te weten te komen of dit aspect ook van toepassing is bij de respondenten van dit onderzoek. Door vragen te stellen over de achtergrond en motivatie van de belegger. Je zou namelijk verwachten dat beleggers zonder vastgoed achtergrond en/of affiniteit de benodigde expertise inhuren of insourcen. In dat kader zal ook worden ingegaan op de (structuur van de) organisatie van de belegger. Waar haalt men de benodigde kennis en expertise vandaan? En wat verstaat men onder een gerationaliseerde beleggingsbeslissing. Tot slot wordt gepoogd inzicht te verkrijgen in wat de beleggers als grootste valkuilen zien en of zij bij groei zich anders gaan organiseren.

**Home en Familiarity Bias** gaat over feit dat beleggers zich prettiger voelen in een vertrouwde omgeving, waar zij specifiek kennis van denken te hebben. Hierdoor wordt in de regel de beleggingen als weinig risicovol beschouwt. Tegen die achtergrond is het interessant inzicht te krijgen in de opbouw van de portefeuille en of en hoe men zich bezighoudt met spreiding (diversificatie). In welke werkgebied zijn zij actief en waarom juist daar? Dit zou het vooringenomen beeld moeten bevestigen of ontcrachten dat men zich enkel beweegt in het werkgebied wat zij zelf goed kennen. En door meer inzicht te krijgen in wat men verstaat onder risico en lokale marktkennis en welke factoren van invloed zijn op de beleggingsbeslissing, kan iets gezegd worden over lokale rationaliteit versus substantiële rationaliteit.

**Cognitieve capaciteiten, tijd en inzet.** Hiermee wordt bedoeld dat de belegger een duidelijke beleggingsstrategie en beleggingsdoel (allocatie, omvang e.d.) hanteert en zijn risicobereidheid vaststelt. In de interviews met de respondenten zal nadrukkelijk worden ingegaan op hun beleggingsstrategie en doelstellingen. Zo zal ook worden gevraagd naar de beleggingshorizon. Dit zijn strategische aspecten van het beleggen. Daarnaast is het interessant na te gaan of men separate functies hanteert in de organisatie, kortom hoe de organisatie gestructureerd is. Hanteert men een geformaliseerd besluitvormingskader (procedures, protocollen etc.). Aangezien beleggen vraagt om lange termijn afwegingen en een gedegen inschatting van kansen en risico's zal met de beleggers ook worden gesproken risico-/rendementsprofielen.

Op basis van voorgaande wordt geprobeerd een antwoord en verklaring te geven op de vraag of de genoemde psychologische concepten van invloed zijn bij de doelgroep. De hiervoor besproken psychologische concepten zullen worden opgenomen in de topiclijst.

Naar aanleiding van dit praktijkonderzoek, de interviews, waarbij de thema's uit de topiclijst als leidraad dienen, wordt getracht deze thema's te ordenen en verbanden te ontdekken (Baarda, e.a., 2009). In het volgende hoofdstuk zullen deze aspecten allemaal aan de orde komen bij de uitwerking van het praktijkonderzoek.

#### **4.5 RESPONDENTEN EN ONDERZOEKSPOPULATIE**

Zoals aangegeven is getracht een tweetal doelgroepen, zijnde de onderzoekspopulatie, te interviewen, namelijk enkele niet-professionele particuliere beleggers en enkele vastgoedexperts. De selectie van de niet professionele particuliere beleggers is voornamelijk tot stand gekomen op advies van de geïnterviewde vastgoedexperts, mede op basis van de veronderstelde bereidwilligheid van de betreffende beleggers om mee te werken aan dit onderzoek. Aangezien vertrouwen een enorm belangrijk aspect is bij deze doelgroep zijn in de meeste gevallen de beleggers in eerste instantie benaderd door de experts, waarna de beleggers telefonisch en/of per e-mail door de onderzoeker zijn benaderd voor het maken van een afspraak voor het interview. Niet alle personen die zijn benaderd stonden open voor een interview ondanks de toegezegde anonimiteit. Een drietal benaderde beleggers hadden geen behoefte informatie uit te wisselen of konden of wilden geen tijd vrijmaken in hun agenda.

De interviews hebben plaatsgevonden bij de belegger thuis, op het kantoor van de belegger als ook op het kantoor van de onderzoeker. Een interview heeft telefonisch plaatsgevonden. De duur van de face to face interviews varieerde van 60 tot 90 minuten. Het telefonisch interview had een duur van circa 45 minuten. Voor wat betreft de volgordelijkheid van de interviews is er bewust voor gekozen om als eerste enkele vastgoedexperts, met ruime en relevante ervaring en netwerk in de woningbeleggingsmarkt, te interviewen. Deze interviews hebben geleid tot bredere inzichten en zelfs tot enkele nuanceringen in de vraagstellingen aan de particuliere beleggers.

In totaal zijn negen interviews gehouden, waarvan een viertal vastgoedexperts en een vijftal particuliere beleggers uit de doelgroep. De keuze om vier vastgoedexperts te interviewen is ingegeven door enerzijds de gewenste verbreding van de blik op particuliere beleggers vanuit de praktijk, en anderzijds door het feit dat de betreffende experts in de praktijk met veel verschillende professionele als ook niet professionele particuliere beleggers actief zijn en derhalve wellicht tot meer objectieve en generaliseerbare uitspraken en conclusies kunnen komen. Zij fungeren in dat geval als communicatiekanaal namens meerdere particuliere beleggers uit de doelgroep van dit onderzoek.

## 5. RESULTATEN PRAKTIJKONDERZOEK

In dit hoofdstuk wordt het uitgevoerde kwalitatief onderzoek, namelijk de interviews, behandeld. Aan de hand van de thema's en topics welke in paragraaf 2.6.2 reeds aan bod zijn gekomen, worden de resultaten van de interviews hier weergegeven (structurering). Doel hiervan is om toe te groeien naar een systematisering van het inzicht. Derhalve komen alle thema's in dit hoofdstuk aan bod en zullen waar mogelijk worden geordend. De in het vorige hoofdstuk aangehaalde vier psychologische concepten zijn opgenomen bij de meest hieraan gerelateerde topic. De meest relevante resultaten uit de interviews zullen in dit hoofdstuk worden belicht.

THEMA'S EN TOPICS	BIASES EN HEURISTIEKEN
Achtergrond en motivatie	
Kennis en expertise	Overoptimisme
Werkgebied	Home en Familiarity Bias
Organisatie	
(Bedrijfs)strategie en – doelstelling	Cognitieve capaciteiten, tijd en inzet
Risico/rendementsprofiel	Narrow framing
Omvang portefeuille	

Allereerst zal echter worden ingegaan op de categorisering binnen de particuliere beleggers en worden de achtergronden, kenmerken en motivaties besproken. Tot slot wordt nog ingegaan op de eerder in dit onderzoek veronderstelde definities van professionele en niet-professionele (particuliere) beleggers.

### 5.1 RESPONDENTEN

In deze paragraaf wordt het profiel weergegeven van de respondenten, respectievelijk de vastgoedexperts en particuliere beleggers. De vastgoedexperts betreffen deskundigen van naam en faam. Door de onderzoeker kan hierop een nadere toelichting worden gegeven indien gewenst.

#### Vastgoedexperts

Respondent	1	2	3	4
<b>Algemeen profiel</b>				
Geslacht	man	man	man	man en vrouw
Type organisatie	zelfstandig vastgoed-professional	vastgoedadviseur, specialist in woningbeleggingen	makelaardij, financiële dienstverlening	makelaardij, verhuur, vastgoedadviseur, vastgoedmanagement
Functie(s)	directeur	directeur	directeur	algemeen directeur en directeur makelaardij
Primair werkgebied	landelijk	landelijk	zuidoost Brabant	zuid Nederland
Omvang organisatie	Zelfstandig	> 30 FTE	> 30 FTE	> 200 FTE

Tabel 2: Overzicht respondenten vastgoedexperts (Bron: eigen bewerking).

#### Particuliere beleggers

Behoudens respondent 2 beleggen alle respondenten voor eigen rekening en risico. Respondent 2 belegt het vermogen rechtstreeks in opdracht van de eindbelegger, zijn leidinggevende. Deze respondent is echter wel de eerste contactpersoon namens de belegger en kan derhalve omschreven worden als gemandateerd beslisser.

Respondent	5	6	7	8	9
<b>Algemeen profiel</b>					
Geslacht	man	man	man	man	man
Type belegger	particuliere belegger*	particuliere belegger*	particuliere belegger*	particuliere belegger*	particuliere belegger*
Functie	aandeelhouder/ beslisser	gemandateerde beslisser	aandeelhouder/ beslisser	aandeelhouder/ beslisser	aandeelhouder/ beslisser
Vastgoed(gerelateerde) achtergrond	Nee	nee	nee	nee	ja
Huidig werkgebied / geografische spreiding	Lokaal	Lokaal / regionaal (geconcentreerd binnen 50 km)	Landelijk (afgebakende regio's)	Regionaal (verspreid)	Regionaal
Volume portefeuille (€)	<i>gegevens zijn niet bekend</i>				
Omvang aantal woningen in portefeuille	> 25 en < 50	50 en < 100	100 - < 250	100 - < 250	> 25 en < 50
Funding - vreemd vermogen	Nee	ja	ja	ja	nee
LTV (%)	n.v.t.	max. 60%	60-70%	niet bekend	n.v.t.
Organisatie	nee, zelfstandig	Platte organisatie zeer korte lijnen, 1 FTE	nee, zelfstandig	nee, zelfstandig	nee, zelfstandig
Managementlagen (o.b.v. model Van Driel)	1	1	2	2	1

Tabel 3: Overzicht respondenten particuliere beleggers (Bron: eigen bewerking).

\* Volgens de definitie zoals gedefinieerd in hoofdstuk 2 zijn het dus niet professionele particuliere belegger.

## 5.2 PARTICULIERE BELEGERS

Eerder in deze rapportage is al geventileerd dat de particuliere beleggers een zeer diverse, heterogene groep beleggers betreft. In eerder onderzoek werd al geconcludeerd dat dientengevolge niet gesproken kan worden over dé particuliere belegger (Schols, 2013). In onderhavig onderzoek zijn de groep kleine particuliere beleggers (tot 25 woningen) buiten beschouwing gelaten. In aantallen is deze groep weliswaar erg groot maar in belegd volume, zowel individueel alsmede als groep, zeer beperkt. Aannemelijk is dat de heterogeniteit van de particuliere beleggers juist in deze groep heel sterk aanwezig is. Ook de groep particuliere beleggers die wat betreft belegd volume, individueel en al helemaal als groep, juist enorme (500+) volumes bezitten, zijn buiten het onderzoek gelaten. Van deze groep is het namelijk aannemelijk dat zij een sterk institutioneel karakter hebben waarin heterogeniteit veel minder aan de orde is. Het onderzoek heeft zich juist voornamelijk gericht op de 'tussengroep' beleggers met groeiambities en een ondergrens aan belegd volume hebben. In de interviews met zowel particuliere beleggers uit deze groep als ook met verschillende vastgoedexperts wordt de heterogeniteit in zijn algemeenheid maar ook van deze groep particuliere beleggers bevestigd, voornamelijk in termen van omvang van de portefeuille, type organisatie en afwegingskaders. Over de type organisaties wordt bijvoorbeeld gezegd: "Je ziet heel veel mengvormen van hoe organisaties zijn opgebouwd, de ene doet het volledige beheer zelfstandig, de ander besteed het technisch beheer uit terwijl weer een ander alleen het

*administratieve deel bij zichzelf houdt en het overige outsourced<sup>3</sup>.*” De experts zijn eensgezind dat een tendens zichtbaar is dat de groep particuliere beleggers professioneler aan het worden is. Hierover werd gezegd: *“Mede doordat het informatieveld toegankelijker is geworden zie je dat de groep particuliere beleggers professioneler is geworden. Maar er zit wel een hele grote range in afwegingskaders”*. De experts onderschrijven wel dat de particuliere beleggers zich kenmerken door korte besluitvormingstrajecten doordat het veelal eigen geld betreft, wetenschap hebben over wat ze kunnen financieren, korte lijnen hebben met banken en het feit dat ze veelal zelf de aandeelhouder(s) zijn. Deze snelheid is ook relevant getuige de uitspraak: *“Het is ook een competitieve markt dus moeten ze ook snel kunnen schakelen om iets te kunnen verwerven.”*

**De heterogeniteit blijft kenmerkend voor particuliere beleggers met name in termen van omvang van het belegd volume, het type organisatie en de afwegingskaders. De verschuiving in professionalisering is een ontwikkeling die wordt waargenomen. Het steeds toegankelijker worden van het informatieveld teneinde zich te kunnen verdiepen in de materie draagt hier aan bij. Voorts uit de ontwikkeling in professionalisering zich vooral in de wijze waarop particuliere beleggers zich organiseren, mede als gevolg van de toename van het beleggingsvolume.**

### 5.2.1 PROFESSIONELE EN NIET-PROFESSIONELE BELEGERS

In de literatuur en onderzoeken naar woningbeleggers wordt veelal gesproken over de klassieke tweedeling van de niet-professionele en de professionele beleggers. De geïnterviewde experts onderschrijven dat met de eerste groep vaak de particuliere ofwel private beleggers bedoeld worden terwijl met de professionele beleggers normaliter de institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en beleggingsinstellingen worden beoogd. Maar tevens bevestigen de experts dat het onderscheid tussen niet-professionele en professionele beleggers diffuus is. Zij erkennen dat het lastig is om een heldere afbakening of grens hiervoor te bepalen. Een van de experts, zijnde een specialist in woningbeleggingen, zei letterlijk: *“Wij zitten zelf ook met die definities te worstelen, er zijn namelijk wel degelijk particuliere beleggers die als professioneel aangeduid moeten worden”*.

Wel is duidelijk dat er binnen de groep particuliere beleggers duidelijk onderscheid gemaakt kan worden in de mate van professionaliteit. Uit de interviews blijkt dat met name de wijze waarop een particuliere belegger is georganiseerd en dus de benodigde kennis en expertise organiseert, hiermee wordt geassocieerd (zie het in hoofdstuk 3 omschreven vastgoedmodel van Van Driel). Ook speelt het werkgebied, de risicospreiding en de omvang van de totale portefeuille hierin een rol. Het hanteren van een geformaliseerd besluitvormingskader wordt door de respondenten als een vanzelfsprekendheid beschouwt bij een professionele belegger. De absolute woningaantallen welke in de definities in hoofdstuk 2 als grens wordt gesteld bij een niet-professionele en professionele belegger beschouwt men als subjectief en is moeilijk hard te maken.

**Er bestaat geen eenduidig beeld bij de definities van professionele en niet professionele particuliere beleggers. Het onderscheid kan op velerlei gebied worden gemaakt. Eensgezind is men over het feit dat de organisatie van de belegger ofwel de wijze waarop de belegger de benodigde kennis en expertise organiseert van elementair belang is in het onderscheid in professionaliteit.**

---

<sup>3</sup> De sector kenmerkt zich door de moeilijke toegankelijkheid en het feit dat vertrouwen cruciaal is. Onderzoek in deze sector in het algemeen en deze doelgroep in het bijzonder is niet mogelijk als volledige transparantie wordt betracht. De onderzoeker heeft de respondenten uitspraken kunnen laten doen onder de strikte voorwaarde dat zij anoniem geciteerd zouden worden. Om deze reden heeft de onderzoeker elke verwijzing naar individuele gesprekken uit dit rapport gelaten. Voor een nadere toelichting van de onderliggende resultaten van het empirisch onderzoek kan contact worden opgenomen met de onderzoeker.



### 5.2.2 ACHTERGROND EN MOTIVATIE

Uit het praktijkonderzoek is gebleken dat de respondenten een diverse (vastgoed gerelateerde) achtergrond hebben. Een tweetal respondenten hebben geen enkele achtergrond in het vastgoed terwijl de andere wel een vastgoed gerelateerde achtergrond hebben, namelijk op financieel gebied en op het gebied van facility management. De respondenten betreffen overwegend vermogende particulieren die hun vermogen in andere sectoren dan het vastgoed hebben vergaard. *“Ik ben geïnteresseerd geraakt door gesprekken met mensen op feestjes en ben mij er vervolgens in gaan verdiepen, wat geresulteerd heeft in een aardige woningportefeuille”*. Een andere respondent gaf aan dat: *“Het is begonnen met de verkoop van mijn bedrijf waarna ik het bedrijfspand als belegging heb aangehouden.”* En voor weer een andere respondent heeft de basis gelegen bij de familie. *“Het bleek dat mijn familie enkele beleggingspanden in eigendom had. En van het een kwam het ander en ben ik die portefeuille later gaan uitbouwen.”*

Losstaand van de diversiteit in aanleiding voor respondenten om te beleggen, geven alle respondenten aan dat de motivatie om in woningen te beleggen voornamelijk is ingegeven door het stabiele risico-/rendementsprofiel, de constante huurstream en het beperkte risico op leegstand. Uiteraard spelen de economische alsmede de demografische factoren hierin ook een rol. Een respondent zei hierover: *“Vanuit het verleden is er een aardige aandelenportefeuille opgebouwd, echter gezien de volatiliteit en onzekerheid daarvan is deze aandelenportefeuille afgebouwd en wordt het in toenemende mate juist in stenen belegd. De woningportefeuille genereert een vaste huurstream, geeft meer zekerheid en stabiliteit en ook met oog op de toekomstige generaties is dit van belang.”*

**Het blijkt dus dat mensen om allerlei uiteenlopende redenen hun instap vinden in het beleggen en dat de beschikbaarheid van vermogen een grotere rol speelt dan dat men een relevante achtergrond heeft in het vastgoed. Daarnaast blijkt dat als zij het beleggen structureel blijven doen, zij de behoefte gaan ontwikkelen aan meer professionaliteit. Eenvoudigweg om risico's te beperken.**

### 5.2.3 KENNIS EN EXPERTISE

Het beschikken over kennis en expertise houdt sterk verband met de achtergrond van de particuliere belegger zoals hiervoor beschreven. Uit de interviews blijkt duidelijk dat er slechts in beperkte mate integrale specialistische kennis en expertise aanwezig is bij de beleggers zelf. Naar aanleiding van de vraag hoe men deze kennis en expertise dan organiseert ontstaat een divers beeld. Allereerst is een veel gehoorde uitspraak *“je moet gewoon gezond verstand gebruiken”*. Een andere uitspraak was: *“de twee belangrijkste pijlers zijn je gezond verstand en je gevoel”*.

Uit de gesprekken met experts als wel met de beleggers bleek dat veel particuliere beleggers expertise inhuren (de kleine beleggers tot 25 woningen buiten beschouwing gelaten). Enerzijds met als reden dat zij zelf niet over benodigde expertise beschikken en anderzijds vanwege de fiscale overwegingen en daarmee samenhangende noodzaak tot uitbesteden van diensten. Een respondent zei heel stellig: *“Middelgrote en grote beleggers zullen altijd wel sparren met en gebruik maken van adviseurs, dat kan bijna niet anders. Ook in verband met de fiscaliteit (zelfwerkzaamheid) met betrekking tot box 1 of 3.”* Op de vraag welke expertise dan wordt ingehuurd c.q. ingekocht ontstaat wederom een gedifferentieerd beeld. In alle gevallen werken de beleggers met een vaste accountant/boekhouder welke zij als vertrouwenspersoon en tevens als klankbord beschouwen. Een respondent zei: *“We hebben een boekhouder en daar sparren we wekelijks mee, maar wij baseren een investering op basis van onze eigen kennis. Alleen bij ons eerste nieuwbouwproject hebben we voor de contractvorming onze accountant mee laten kijken”*.

Twee van de respondenten gaven aan dat zij alle operationele exploitatie technische zaken in eigen beheer uitvoeren. De andere respondenten besteden dit, met name vanwege de omvang van de portefeuille, uit. Hierdoor kunnen zij zich meer focussen op de tactisch en strategische zaken van hun beleggingen en portefeuille. Deze tendens wordt ook door de experts onderschreven. Immers, naar mate de portefeuille in omvang toeneemt is het in eigen beheer uitvoeren niet mogelijk zonder daarvoor arbeidskrachten te insourcen. Twee respondenten kiezen er bewust voor om niet of nauwelijks gebruik te maken van externe expertise of taken uit te besteden. Zij maken zelf voornamelijk gebruik van enerzijds de digitale informatie die voorhanden is om zich te verdiepen in de materie en anderzijds worden lokale informanten als belangrijkste bron beschouwd voor de benodigde (markt)kennis. Het uitbesteden van taken wordt door hen vooral als een risico en valkuil beschouwd. Tijdens het interview werd hierover gezegd: *“Wij vinden het een pre om de operationele zaken in eigen beheer te houden, zelf de feeling met de mensen te houden en zelf onze huurders te selecteren. Daar hebben wij een goed gevoel bij. Eenmaal per jaar komen wij ook bij de mensen thuis voor een opname in het kader van het technische beheer, maar ook om te zien hoe de mensen wonen. Gevoel houden met de mensen is essentieel. Bij het uitbesteden hiervan is het gevoel met de huurders weg. En als we straks zo’n pakweg 150 woningen hebben wil ik wel iemand gaan aannemen voor deze operationele zaken.”*

Overoptimisme en zelfoverschatting wordt in de Behavioral Finance gezien als een belangrijke psychologische valkuil voor beleggers. Op basis van de interviews met respondenten kan dit niet worden bevestigd. Zoals aangegeven zijn de meeste respondenten zich er van bewust over welke kennis en expertise zij zelf niet beschikken en waar dus derden voor ingeschakeld moeten worden. De respondent die aangeeft dat hij voornamelijk alles zelf uitzoekt kwam tijdens het interview over als een verstandige, bedachtzame en deskundig persoon. Onderzoeker heeft geen reden aan te nemen dat deze psychologische valkuil nadrukkelijk van toepassing is op de(z) respondent(en).

**Het blijkt dat als beleggers gaan groeien zij ook scherper taken gaan onderscheiden in termen van beleggingsbeslissingen, beheer (zoals onderhoud en administratie) en verantwoording (zoals accountant en fiscalist). Het benoemen van afzonderlijke taken bij dergelijke opgaven gaat gepaard met de groei van de portefeuille. Er ontstaat dus een beginnende differentiatie van taken en functies in de organisatie van de belegger. Bij een groeiende particuliere belegger, met als ondergrens 25 woningen in bezit, is op basis van de verkregen data de psychologische valkuil van overoptimisme en zelfoverschatting niet te ontdekken.**

#### **5.2.4 WERKGEBIED**

Op voorhand werd verondersteld dat de niet professionele particuliere beleggers veelal lokaal opereren. Dit beeld is slechts ten dele bevestigd. De relatie met het aantal woningen, dus de omvang van de portefeuille, is hierbij evident. Op basis van de interviews ontstaat het beeld dat bij de respondenten die minder dan 50 woningen in bezit hebben inderdaad gesproken kan worden over een sterke mate van lokaliteit. De overige respondenten zijn echter regionaal actief en zelfs binnen geconcentreerde regio’s verspreid over het land. Tegen de achtergrond van de groeiambitie die alle geïnterviewde beleggers uitspreken wordt er wel steeds vaker over de lokale grenzen heen gestapt. Hierbij kijkt men wel erg kritisch naar het potentieel van een gebied. Dit alles houdt natuurlijk sterk verband met de marktkarakteristieken van een gebied. In het kader van risicospreiding is derhalve een geografische spreiding zichtbaar bij de respondenten met het grootste bezit (> 100 woningen).

Geconcludeerd kan worden dat in alle gevallen wel een duidelijk afgebakend aandachtsgebied is bepaald, welke dus niet per definitie geografisch geconcentreerd hoeft te zijn. In de gesprekken kwam tevens naar voren

dat de beleggers 'gevoel' willen hebben en houden met de locatie. *“De afstand tussen de gebieden waarin ik investeer moet in alle redelijkheid wel te berijden zijn. En ik zal ook nooit in een voor mij onbekend gebied investeren. Met alle locaties waar mijn huidige bezit is gesitueerd, welke weliswaar geografisch gespreid zijn, heb ik een binding, zij het vanuit mijn studietijd, werktijd of woonomgeving”.* Twee respondenten gaven nadrukkelijk aan ook het persoonlijke contact met de huurders hoog in het vaandel te hebben staan. *“Wij hebben een portefeuille van bijna 100 woningen maar we kennen iedere huurder. Als de afstand te groot zou worden is dit niet meer zelfstandig te managen.”*

Home en Familiarity Bias gaat over feit dat beleggers zich prettiger voelen in een vertrouwde omgeving, waar zij specifiek kennis van denken te hebben. Op basis van de interviews wordt dit nadrukkelijk bevestigd. En ervan uitgaande dat de verkregen informatie in de interviews met respondenten representatief zijn voor de grotere groep niet-professionele beleggers, kan dus gesteld worden dat 'home en familiarity' van toepassing is.

**Bij een toename in omvang ontstaat veelal een vergroting van het (geografisch) werkgebied van lokaal naar op zijn minst regionaal. Beleggers bewegen dus weg uit de lokaliteit. Deze geografische spreiding resulteert ook in de confrontatie met verschillende deelmarkten en marktkenmerken en mogelijk ook een ander krachtenveld. Dit betekent dat de specifieke vastgoedrisico's zoals in hoofdstuk 2 omschreven toenemen en dat alleen lokale expertise niet meer afdoende is om de met de portefeuillegroei gepaard gaande risico's te managen.**

### 5.2.5 ORGANISATIE

Ten aanzien van de organisatie van de respondenten ontstaat een helder beeld. Slechts een respondent drijft een onderneming waar een persoon op de loonlijst staat. Dit betreft ook de belegger die de volledige operationele, tactisch en strategische zaken in eigen beheer uitvoert. Hierbij werd overigens wel aangegeven dat: *“Als we dadelijk zo'n 150 woningen hebben wil ik wel iemand gaan aannemen voor de operationele zaken zodat ik mij kan richten op andere zaken.”* Alle andere respondenten acteren zelfstandig maar maken in meer of mindere mate wel gebruik van verschillende experts of specialistische partijen. Respondenten geven aan dat ze de controle dreigen te verliezen waardoor ze expertise inhuren en taken uitbesteden. Maar dit doen ze ook omdat de meeste beleggers zelf geen vastgoedachtergrond hebben en zich beseffen dat ze zelf niet over alle benodigde expertise beschikken. Voorts worden de experts ook ingezet voor een professionele analyse, second opinion of als klankbord. De geïnterviewde vastgoedexperts geven aan dit beeld wel te herkennen. *“In deze doelgroep zijn beleggers vaak niet primair bezig met vastgoedbeleggingen, ondanks dat er sprake is van een substantieel beleggingsvolume.”*

Kijkend naar het vastgoedmodel van Van Driel, die de diverse managementlagen en taken van een organisatie beschrijft, kan gesteld worden dat bij twee respondenten nauwelijks onderscheid te maken is in differentiatie van functies en managementlagen. Deze beleggers houden nadrukkelijk alles in eigen hand. Bij de in omvang twee grootste beleggers is dit onderscheid wel duidelijk aanwezig. Op operationeel niveau hebben zij alle bijbehorende taken uitbesteed (outsourcing) aan specialistische bedrijven. Denk hierbij aan de verhuur, technisch beheer, administratie et cetera. Het asset- en portefeuillemanagement voeren zij zelf uit. *“Natuurlijk klankbord ik wel eens met mijn vaste adviseurs maar daar blijft het dan bij”.*

Op de vraag of de groei van de portefeuille zal gaan resulteren in het vormen van een organisatie gaf een respondent het volgende ondubbelzinnige antwoord: *“..ook als ik zou doorgroeien naar bijvoorbeeld 300 woningen blijf ik het op dezelfde manier doen, dus het tactisch/strategische zelfstandig en het operationele uitbesteden. Ik kan mij niet voorstellen dat ik zal besluiten om alles te insourcen”.*

De kern die in alle gesprekken aan de orde kwam is dat men zich laat omgeven door een selecte groep van externe personen waarin men vertrouwen heeft. Het woord vertrouwen blijkt kenmerkend bij de particuliere beleggers. Het is logisch te veronderstellen dat dit is ingegeven door het feit dat meeste particuliere beleggers de benodigde deskundigheid ontbeert en men in meer of mindere mate dus ook afhankelijk zijn van deze experts.

**Hier is dus een contrast zichtbaar met de kenmerken van een institutionele professionele beleggers zoals in het theoretisch hoofdstuk beschreven. Gesteld kan worden dat de particuliere beleggers die groeien in omvang van belegd volume om allerlei redenen onder druk staan om organisatietaken separaat te organiseren (differentiatie).**

### 5.2.6 STRATEGIE EN DOELSTELLING

Uit de expertgesprekken werd het vanuit de theorie veronderstelde beeld slechts deels bevestigd dat de niet professionele particuliere beleggers geïndividualiseerde en daardoor zeer diverse beleggingsstrategieën en beleggingsdoelstellingen hanteren. Op basis van de interviews met de beleggers ontstond hierover een meer genuanceerd beeld. Vooropgesteld dient te worden dat de strategieën en doelstellingen van met name niet professionele particuliere moeilijk zijn te expliciteren en nauwelijks transparant en rapporteerbaar zijn te maken. In het kader van de beleggingsstrategie is met de beleggers ingegaan op onder andere de spreiding van de beleggingen, spreiding van het vermogen in algemene zin en de beleggingshorizon. De gemene deler ten aanzien van de beleggingsstrategie en het beleggingsdoel betreft de beleggingshorizon. Alle respondenten hanteren in basis een langjarige beleggingshorizon van minimaal tien jaar. Een respondent gaf als antwoord: *“Wij verkopen momenteel niets, de insteek is een horizon van minimaal 15 jaar, met uitzondering van het eventueel incidenteel afstoten van verouderd bezit”*. Een andere respondent voegde daar aan toe: *“in basis hanteer ik een hele lange beleggingshorizon, maar zo snel als de marktsituatie kan veranderen kan ook de horizon worden bijgesteld, immers de flexibiliteit bestaat om bezit te verkopen”*. Ondanks dat bij alle partijen een uitgebreide, aan papier toevertrouwde, beleggingsstrategie ontbreekt, is wel duidelijk dat men weloverwogen handelt. Een duidelijke visie over de markt en het huidige en potentiële werkgebied is bij alle beleggers duidelijk te ontdekken. Alle respondenten hebben hun focus liggen op de woningmarkt en kiezen bewust voor alleen deze assetclass. Redenen hiervoor zijn de demografische ontwikkelingen waardoor het risico op leegstand als minimaal wordt ingeschat, en de specifieke marktkennis die benodigd is voor andere assetclasses, denk hierbij aan kantoren, bedrijfshallen en retail, bij de respondenten niet aanwezig is. Bij het investeren in woningen hebben ze een vertrouwder gevoel.

Opvallend is dat enkele respondenten expliciet aangeven dat hun focus ligt bij nieuwbouw. *“Eigenlijk kopen we nu alleen nog maar nieuwbouw.”* Belangrijkste reden die hiervoor gegeven wordt is de efficiency in beheer, aangezien veelal meerdere woningen gelijktijdig op dezelfde locatie worden aangekocht. En het feit dat alles nieuw is en er dus slechts heel beperkt technisch onderhoud dient plaats te vinden, is daarbij cruciaal. Respondenten erkennen dat de nieuwbouwmarkt andere competenties en deskundigheid vergt dan bestaande woningen aan te kopen. En dat dit dus een lastigere opgave is. De experts bevestigen voorgaande en zien dan ook steeds vaker dat particuliere beleggers bij hen uitkomt. Het blijft immers een markt van vraag en aanbod en het hebben van een netwerk en relaties en specifieke kennis van nieuwbouw(processen) is van belang.

In de gesprekken is ook de doelstelling aan de orde gekomen met betrekking tot de omvang van de portefeuille. Kenmerkend was dat alle respondenten wel de verwachting hebben de komende periode te gaan groeien. Slechts een belegger omschreef een hele concrete doelstelling *“wij willen tot 2020 met zo’n 25*

woningen per jaar groeien en daarna met 10% per jaar de portefeuille laten doorgroeien. En deze groei willen wij realiseren binnen een straal van een uur rijden". De overige respondenten gaven aan dat groeien geen doel op zich is. "Een mogelijke groei is sterk afhankelijk van de kansen die zich in de markt voordoen". Een andere respondent gaf zelfs aan te overwegen om de komende jaren wellicht wat minder te investeren als gevolg van de huidige prijsontwikkelingen.

**Bij de respondenten is een ander denkkader zichtbaar dan veronderstelt wordt bij kleine particuliere beleggers. De samenhang in portefeuille en de relatieve toevoeging in de portefeuille wordt als belangrijke pijler gezien. Je zou kunnen zeggen dat de belegging(en) meer als relatief en in mindere mate als absoluut kan worden beschouwd. Dus op het moment dat beleggers een relatieve beleggingsbeslissing gaan nemen en in versterkte mate kijken naar de invloed op de totale portefeuille, is er sprake van professionaliteit in beleggingsdenken. In zekere mate kan gesteld worden dat de benodigde cognitieve capaciteiten, tijd en inzet aanwezig is bij respondenten met dien verstande dat het vaststellen van de beleggingsstrategie, beleggingsdoelstellingen en risicobereidheid niet geformaliseerd is.**

### 5.2.7 RISICO-/RENDEMENTSPROFIEL

Op de vraag hoe de respondenten het risico-/rendementsprofiel van hun portefeuille beoordelen komt een eensgezind antwoord, namelijk laag tot gemiddeld. "Wij zien onszelf zeker niet als agressief, maar eerder als een behoudende belegger. Toch ook omdat het de toekomst van de familie en volgende generaties betreft." Een andere respondent zei: "Het risico-/rendementsprofiel schat ik net onder gemiddelde, een 4 op de schaal van 10". De onderbouwing hiervan is met name gelegen in het feit dat men zich beperkt tot woningbeleggingen, welke als relatief veilig worden ervaren, en dat er weinig tot geen woningen zijn aangekocht in de hoogtij dagen van de markt. Immers, de meeste respondenten zijn pas enkele jaren actief met een serieuze uitbreiding van hun portefeuille en de verwachting bestaat dat de portefeuille thans een overwaarde heeft (indirect rendement). Daarnaast is een belangrijk argument dat men de financieringsstructuur als veilig omschrijft. Een tweetal beleggers geeft zelfs aan geen gebruik te maken van vreemd vermogen. De andere respondenten, zijnde de respondenten met de grotere omvang aan woningbezit, financieren gemiddeld zestig procent bij banken. Daarbij wordt aangegeven dat deze leningen worden gefinancierd op basis van langjarige rentevaste perioden en gebaseerd worden op een aflossing met een looptijd van 25 jaar. Dit beschouwd men als zekerheid en een belangrijke risicoreductie. Een expert voegde hier nog aan toe dat: "De banken zijn vandaag de dag een impuls voor de niet professionele beleggers om een meer rationele beslissing te nemen."

Voorts is het opmerkelijk dat alle geïnterviewde beleggers aangeven ook te beleggen in aandelen (indirect) en niet in ander type (direct) vastgoed. Dit doen zij met het oog op spreiding van het vermogen. Het blijkt dat de respondenten bewust bezig zijn met het aanbrengen van spreiding en diversificatie in hun totale beleggingsportefeuille. Zoals reeds eerder aangegeven beschouwen zij deze spreiding als veiliger dan dat zij in andere assetclasses beleggen, welke een andere specialistische kennis behoeven die zij, of hun omgeving, onvoldoende beheersen.

Op basis van het onderwerp waardering en rekenmethodiek is een tweedeling te constateren. Een tweetal respondenten geeft aan niet bekend te zijn met de complexere waarderingmethoden zoals het DCF-model. De BAR-methodiek is daarentegen wel bij iedereen bekend. Na uitleg over de belangrijkste verschillen reageerde een respondent als volgt: "Ja maar die kasstromen uitzetten over een langere periode is puur toekomst kijken, wij kijken in principe naar de BAR." De respondenten met een woningbezit van meer dan 100 woningen geven aan zelf ook op basis van de vereenvoudigde BAR-methodiek hun berekeningen te maken. "Maar mijn adviseur

*hanteert ook de DCF-methode, ik vind die die vrij ver gaan en bovendien vrij ingewikkeld. Ik zie het dan ook als een aanvulling op mijn eigen berekening, een dubbele controle. Ik beseft echter dat het wijzigen van een paar parameters het verschil maakt tussen ja en nee."*

Naar mate de portefeuille in omvang toeneemt wordt meer gekeken naar de invloed van een belegging op het risico-/rendementsprofiel van de portefeuille dan dit op objectniveau te beschouwen. Dit onderzoek leidt tot de verwachting dat het concept "narrow framing" nauw samenhangt met de omvang van de portefeuille. Dus naar mate de portefeuille groter wordt speelt de invloed van 'narrow framing' een steeds kleinere rol. Dit wordt ook bevestigd door de grootste - in termen van omvang van de portefeuille - respondenten.

**Naar mate de omvang van het belegd vermogen toeneemt blijkt dat in toenemende mate gekeken wordt naar het risicoprofiel van de totale portefeuille in plaats van op objectniveau. Bij een dergelijke groei ontstaat er ook meer behoefte aan expertise op tactisch niveau (assetmanagement). Een groeiende portefeuille gaat gepaard met grotere risico's waarmee de complexiteit ook toeneemt. Afhankelijk van de omvang van de investering wordt een complexere en meer uitgebreide waarderingsmethode en analyse als toegevoegde waarde gezien.**

### 5.2.8 PORTEFEUILLE

Niet alle respondenten waren bereid inzicht te geven in de exacte samenstelling en omvang (in absolute aantallen) van de beleggingsportefeuille. Derhalve zijn tijdens de interviews bandbreedtes gehanteerd in termen van woningaantallen. Op basis daarvan zijn de gewenste antwoorden wel verkregen. Hieronder zijn de gehanteerde bandbreedtes weergegeven met tevens het aantal respondenten per categorie.

Aantal woningen in bezit	> 25 en < 50	50 en < 100	100 - < 250
Aantal respondenten	2	1	2

Uit de gesprekken met de respondenten is op te maken dat zij allen de verwachting hebben dat de omvang van hun portefeuille de komende jaren zal toenemen. Een enkeling geeft weliswaar aan dat groei geen doel op zich is maar verwacht desondanks, gezien het stabiele fundament wat de woningbeleggingsmarkt biedt, toch een groei door te maken. Mede gezien de ondergrens van minimaal 10 woningen per transactie die door de drie respondenten in de hoogste categorieën expliciet wordt aangegeven, is de verwachting dat zij binnen enkele jaren honderden woningen in bezit zullen hebben.

### 5.3 ANALYSE

Uit het praktijkonderzoek kan op basis van de verkregen data worden geconcludeerd dat er binnen de categorie niet professionele beleggers een grote diversiteit bestaat. Ondanks de grote verschillen binnen de zeer heterogene groep particuliere beleggers hebben zij wel degelijk een gemene deler. Namelijk, ze zoeken allemaal naar een oplossing voor de uitdaging die zij hebben op expertisegebied. Op basis van de interviews met respondenten zijn er drie typen c.q. profielen beleggers te onderscheiden op basis van de manier waarop men omgaat met de lacune in expertise. Deze profielen zijn te karakteriseren als volgt:

- 1) Vertrouwen, het terugvallen op het vertrouwen in andere persoon/personen
- 2) Zelfsturend, zelfstandig, alles zelf doen (hard werken, intern leerproces)
- 3) Externe expertise inhuren (uitbesteden / outsourcing)

Gesteld kan worden dat de niet professionele partijen een additionele bron nodig hebben om door te groeien naar professionalisering. Dit bevestigt het vermoeden dat er een kennisvraag ligt bij deze groep. Door de groei(ambitie) moeten zij gaan professionaliseren. Deze groep beleggers zoeken middelen om uit de lokale expertise weg te komen. Dit kan beschouwd worden als een ontwikkeling waardoor zij verschuiven van niet-professioneel naar meer professioneel.

Op basis van dit onderzoek ontstaat het vermoeden dat de tweedeling in niet professionele en professionele beleggers dan ook te grof lijkt te zijn en dat een verdere verfijning van de groep niet professionele beleggers legitiem is. Een opbrengst van dit onderzoek is de ontdekking van een nader onderscheid en tevens introductie van een derde groep c.q. categorie beleggers, namelijk de semi-professionele belegger. Uit onderzoek blijkt dat er een groep beleggers bestaat die nadrukkelijk bewegen van niet-professioneel naar professioneel. Dit komt tot uitdrukking in onder andere de wijze waarop zij zich georganiseerd hebben, de expertise waarover zij, al dan niet ingehuurd bij derden, beschikken en de omvang en groeiambitie van de beleggingsportefeuille. Hierdoor ontstaat de navolgende gecategoriseerde driedeling van particuliere beleggers.



### (Ontwikkelings)profielen

Op basis van voorgaande wordt het vermoeden afgeleid dat het (ontwikkelings)profielen zijn van de particuliere beleggers die nog niet volledig geprofessionaliseerd zijn. Voornoemde drie profielen c.q. strategieën zijn te plaatsen op een professionaliserings- ofwel een rationaliseringsschaal. De mate waarin de beleggingsbeslissingen gerationaliseerd zijn is hiervoor de voornaamste indicator. De uit het onderzoek verkregen data kan dienen als grondslag voor een verdere systematisering.

Een belegger die voornamelijk op basis van vertrouwen handelt is niet ver geprofessionaliseerd en wordt derhalve als niet professioneel aangemerkt. De premie die wordt gezet op het doorbreken van vertrouwen wordt steeds groter en de kans dat het verkeerd gaat neemt toe indien steeds meer vermogen wordt belegd op basis van vertrouwen.

Het profiel “zelfstandig” scoort hierin hoger op de professionaliseringindex. Dit type belegger denkt na over nieuwe procedures, ziet het als een intern leerproces om steeds beter te worden en daarmee de diversiteit aan materie zich eigen te maken door alles zelf uit te zoeken. En is bereid daarin veel tijd te investeren.

Op het moment dat iemand zelfkritisch naar zijn beleggingsstrategie leert kijken en dit reflexief vermogen gepaard laat gaan met de ambitie om dit ook als functie in het beheer van de portefeuille onder te brengen, is daarmee een eerste stap naar semi professionaliteit gezet. Dit leervermogen biedt voorts een aanknopingspunt voor advisering en regelgeving. Leren inzien dat de regels er toe doen en leren inzien dat de hieronder omschreven externe expertise er toe doet.



Het inhuren van expertise (advies) en outsourcing van managementtaken kan gezien worden als de voorlaatste stap naar het vormen van een organisatie. Immers op het moment dat er veelvuldig gebruik wordt gemaakt van externe expertise komt de stap steeds dichterbij dat men deze expertise gaat insourcen. Daarmee wordt dan een belangrijke stap gezet naar het profiel van een professionele belegger. Derhalve wordt deze categorie beleggers aangemerkt als **semi-professionele beleggers**.

Kanttekening bij bovenstaande is dat de genoemde ontwikkelingsprofielen geen absolute categorieën zijn maar juist dynamische categorieën.

Het insourcen zou ook voor de belegger die voornamelijk op basis van vertrouwen op derden acteert een reëel scenario kunnen zijn. Immers wanneer men teveel op basis van vertrouwen handelt brengt dit ook een groot risico met zich mee waarna het vormen van een organisatie onvermijdelijk wordt.

Des te meer gebruik wordt gemaakt van onpersoonlijke informatie en bronnen en een afwegingskader die in toenemende mate het theoretisch kader benaderd, des te meer men toe gaat bewegen naar substantiële (lokaal overstijgende) rationaliteit. Gesteld kan worden dat de mate waarin gebruik wordt gemaakt van externe expertise (extern advies of outsourcing van activiteiten), dan wel het insourcen van expertise, een indicatie is van de mate van professionaliteit. Dit dient vervolgens als basis voor de nadere categorisering van de particuliere beleggers.

Op het moment dat een particuliere belegger, met toenemende investeringsvolumes, expertise gaat insourcen, dan begint er een organisatiestructuur te ontstaan. De vraag ontstaat dan op welk moment gesproken kan worden over een professionele belegger. Vervolgonderzoek zou dit moeten uitwijzen echter op basis van dit onderzoek wordt hieronder een voorzet gegeven voor mogelijke antwoorden waarbij het model van Van Driel als leidraad dient.

Op enig moment gaan beleggers taken en functies differentiëren, zoals bijvoorbeeld expertise insourcen en dus mensen (deeltijd) aanstellen (denk hierbij bijvoorbeeld aan administratie en beheer). Hierbij kan ook gedacht worden aan onderdelen outsourcen/uitbesteden<sup>4</sup>, zoals de operationele taken. Op het moment dat het insourcen of outsourcen van taken en/of functies op operationeel niveau blijft wordt dat nog niet aangemerkt als een professionele belegger, omdat het een ondersteuning betreft die niet in de beleggingsfuncties zit.

Een kenmerk van de kleinere particuliere belegger is dat deze zelfstandig opereert, geen organisatie heeft en het strategische, tactische en operationele zelf doet en dus geïntegreerd is. Naar mate de particuliere belegger groter wordt blijft het kenmerkend dat hij geneigd is het strategisch management bij zichzelf te houden. Als een belegger zich slechts nog bezighoudt met het inrichten van een beleggingsportefeuille (strategisch) kan gesteld worden dat men professioneel bezig is.

De linking pin zit dus op het vastgoed tactische niveau (assetmanagement). Vermoed kan worden, maar dat zal verder onderzoek moeten uitwijzen, dat een doorgroeiende professionalisering vooral is terug te zien in het versterkt gebruik maken van expertise in assetmanagement, de vastgoed tactische beslissingen. Dus niet meer object gebonden. Naar mate hier ontwikkeling in te zien is, kan gesteld worden dat de betreffende particuliere belegger in de richting van een professionele belegger aan het bewegen is. In dat geval is sprake van een strategisch en tactisch geïntegreerd model, een semiprofessionele belegger.

---

<sup>4</sup> Geuze (2017) onderscheidt in zijn rapport een zestal uitbestedingsstrategieën voor beleggersorganisaties.



Op basis van dit onderzoek en de verkregen data is het vermoeden dat er een verdere nuancering en vertakking is binnen deze groep semi-professionele beleggers. Er zou een onderscheid gemaakt kunnen worden in subcategorieën particuliere beleggers in de vroege fase van semiprofessionalisering en in de late fase van semiprofessionalisering. Dit zal verder onderzoek nader moeten uitwijzen. Een aandachtspunt bij het verder 'open maken' van de behandelde heterogeniteit is de grens waarop het nog zinvol is om een nuance aan te brengen. Daarbij rijst voorts de vraag in welke mate de hiervoor genoemde aspecten vertrouwen, zelfstandigheid en externe expertise nu daadwerkelijk belangrijk zijn en welke onderlinge samenstelling en verhouding deze elementen kunnen voorkomen. Een vervolgonderzoek zou hier antwoord op kunnen geven.

Vastgesteld wordt dat de middengroep, semi-professionele particuliere beleggers, aan het bewegen is naar professionalisatie. Zou de belegger die verder is in de professionalisering niet een duidelijker en meer herkenbare differentiatie van functies hebben op strategisch, tactisch en operationeel niveau? Zou het niet logisch zijn om te veronderstellen dat deze belegger dan ook een organisatievorm laat zien die beantwoordt aan de vastgoeddriehoek van Van Driel?



Op basis van bovenstaande figuur zou verondersteld kunnen worden dat door toename van het belegd volume er een toename ontstaat voor de benodigde expertise en het oprichten van een rechtspersoon een logisch gevolg hiervan is. Het inhuren of insourcen van deze expertise leidt dan tot het uitkristalliseren van separate functies. Het insourcen van arbeidskrachten op operationeel niveau of het outsourcen van operationele taken kan dan gezien worden als het begin van het uitkristalliseren van functies. Dit kan dus gezien worden als een uiting van professionalisering, immers de belegger kan zich hierdoor zelf meer concentreren op het beleggen en is minder object gerelateerd bezig.

En naar mate de groei van het volume nog verder toeneemt kun je veronderstellen dat er behoefte ontstaat aan (het insourcen van) expertise met betrekking tot vastgoed tactische opgaven, zoals de spreiding van de beleggingsportefeuille. Een investeringsfunctie begint zich dan uit te kristalliseren als aparte functie. Er ontstaat dan een organisatie met een lagenstructuur en diverse separate functies waarbij de relaties tussen functies relevant gaan worden. In tegenstelling tot de kleine niet professionele particuliere belegger is de organisatie dan niet meer persoonsgebonden wat als karakteristiek kan worden verondersteld voor een professionele belegger.

### **Structuur woningmarkt**

Naar mate beleggers semi geprofessionaliseerd raken is een logisch gevolg dat de geografische spreiding van de beleggingen toeneemt. De structuur van de Nederlandse woning(beleggings)markt komt dan dus versterkt in beeld naar mate de particuliere beleggers meer geprofessionaliseerd zijn. Voor partijen die de lokale markt overstijgen is lokale kennis niet meer afdoende en ontstaat er behoefte aan expertise.

Als een belegger groeit krijgt die meer met de markt en de marktdynamiek te maken, worden ze grotere spelers op de markt en kunnen ze dus meer invloed hebben. De kans op marktverstoringen neemt dan toe en het slagen of falen van deze partijen kan een effect hebben op de omgeving waarin ze optreden. Er kunnen dus allerlei positieve en negatieve effecten zijn in lokale en regionale vastgoedmarkten. En op enig moment wordt het ook interessant voor de toezichthouders.

### ***Reflectie theoretisch kader***

Zoals blijkt uit het theoretisch kader zijn de factoren welke zijn opgenomen in het 'beleggingswiel' (figuur 13), namelijk risico's, expertise en organisatie van toepassing op het beleggingsproces van een belegger. Dit proces is illustratief weergegeven in het dynamisch afwegingsmodel (figuur 14) welke het groeiperspectief van de particuliere belegger weergeeft. De dimensies risico, rationaliteit, diversificatie en professionaliteit zijn hierbij relevant en hebben ook wederzijdse invloed. Aan de hand hiervan worden de volgende elementen benoemd die van invloed zijn op de mate van professionaliteit van een particuliere belegger:

- De (geografische) spreiding van beleggingen (diversificatie\*), in relatie tot het risico-/rendementsprofiel van de totale portefeuille (portefeuille gestuurd versus object gestuurd);
- Hardheid van de rendementseis c.q. de mate waarin de rendementseis sturend is in het nemen van beleggingsbeslissingen;
- Preferenties van de belegger (geformaliseerde preferentie versus persoonlijke preferentie), bijvoorbeeld in termen van risico-/rendementseis en locatie;
- Rationaliteit van de besluitvorming (geformaliseerd besluitvormings-/afwegingskader).

\*De behandelingscontext van de institutionele belegger is er een waarin de moderne portefeuille theorie versterkt belangrijk is en het licht ook voor de hand dat als de semi-professionele beleggers groeien dat zij versterkt te maken krijgen met dit soort theoretische benaderingen, zoals uitvoerig uiteen is gezet in hoofdstuk 3.

Als de belegger laat zien zijn investeringen (geografisch) te spreiden, werkt met geformaliseerde (rendements)eisen en geformaliseerde preferenties, de besluitvorming volgens het rationeel model is ingericht en het beleggen in individuele objecten afhankelijk wordt gemaakt van de positie in c.q. bijdrage aan de totale portefeuille, kan gesteld worden dat de belegger is door geprofessionaliseerd en vermoed de onderzoeker dat sprake is van op zijn minst een semi geprofessionaliseerde belegger.

Verondersteld wordt dat bij portefeuillegericht beleggen in plaats van objectgericht beleggen, sprake is van een rationalisering van het afwegingskader. De omvang en complexiteit van het afwegingskader neemt toe waardoor de behoefte aan expertise ook toeneemt. En om dit te kunnen doen moet de belegger minimaal een tweedeling in de organisatiestructuur laten zien. Of voornoemde daadwerkelijk zo is zal nader onderzoek moeten uitwijzen.

## 6. CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN

In dit slothoofdstuk zal worden ingegaan op de beantwoording van de vraagstelling welke centraal staat in onderhavig verkennend onderzoek naar het afwegingskader van de particuliere vastgoedbelegger enerzijds en de categorisering van deze groep anderzijds. Allereerst zullen de conclusies uit dit onderzoek worden behandeld en zal worden ingegaan op respectievelijk de vraag-, doel- en probleemstelling. Vervolgens vindt er een reflectie plaats op het onderzoek waarna tenslotte aanbevelingen worden gedaan.

### 6.1 CONCLUSIES

#### Centrale vraagstelling

Het landschap van de particuliere beleggers is erg divers. De door de AFM en Wft gehanteerde tweedeling in beleggersgroepen, namelijk de professionele en niet professionele beleggers, is te grof. Dit is een miskennen van de mate van professionaliteit van een grote groep particuliere beleggers. Een bredere categorisering van de particuliere beleggers zou op zijn plaats zijn. Dit stelt ons onder meer in staat om een beter genuanceerder beeld van de beleggingsmarkt te schetsen zoals recente auteurs dat betogen.

In basis zijn er een tweetal type particuliere beleggersgroepen te onderscheiden, namelijk een grote amorfe heterogene groep (kleine) niet professionele beleggers en een groep grote georganiseerde professionele beleggers. Op basis van dit onderzoek en de verkregen data wordt hier een groep aan toegevoegd, namelijk een tussengroep die qua status van links naar rechts beweegt in verband met de groei-doelstelling. Immers naar aanleiding van de groei van de portefeuille neemt de werklast steeds meer toe en is er meer behoefte aan capaciteit en expertise. In dit rapport wordt in beginsel gesproken over een verdeling tussen niet-professioneel en professioneel. **De opbrengst van het onderzoek is dat een derde categorie wordt geïntroduceerd, namelijk de semi-professionele particuliere belegger.**

Deze doelgroep streeft naar steeds grotere mate van professionalisering en substantiële rationalisering. Hiermee wordt bedoeld de mate waarin beleggers bij het nemen van beleggingsbeslissingen gebruik maken van procedures en een afwegingskader die op basis van theoretische modellen zijn doorgerationaliseerd dan wel de mate waarin zij minder gebruik maken van een lokale rationaliteit. Dus in een meer gedifferentieerde vorm en minder op basis van een geïntegreerd karakter. Op het moment dat beleggers groter worden gaan ze door rationaliseren in hun beleggingsstrategie. In plaats van intuïtie, lokale (markt)kennis en persoonlijke afwegingen juist doorgroeien naar een proces waar beleggingsbeslissingen tot stand komen op basis van een meer gerationaliseerd afwegingsproces zoals een professionele belegger dat doet. De lokale rationaliteit speelt hierbij dan een steeds kleinere rol.

Op basis van de verkregen data, en ervan uitgaande dat deze een grotere geldigheid heeft, kan worden verondersteld dat een grote groep particuliere beleggers een groei doormaken en daarmee ook doorgroeien naar professionalisering. Het kenmerk van een meer geprofessionaliseerde belegger is dat het operationeel niveau steeds sterker is te onderscheiden van het tactisch niveau. Dit in tegenstelling tot het strategisch niveau wat daar juist nog niet heel sterk van te onderscheiden is. Het vermoeden bestaat dat een semi-professionele particuliere belegger relatief intensief op het tactische niveau opereert ten opzichte van een professionele belegger. En voorts bestaat het vermoeden dat als die belegger is doorgegroeid hij zich in toenemende mate terugtrekt en zich steeds meer alleen met strategische zaken, zoals de opbouw van de portefeuille, bezighoudt. Het dagelijks beheer en de assetmanagement gerelateerde zaken worden dan overgelaten aan een professional die over de desbetreffende expertise beschikt.

Op enig moment wordt een wig gedreven tussen de belegger als strateeg en de operationele (uitvoerings)aspecten. In de ruimte die ontstaat ontwikkelt zich een tactische laag met verantwoordelijkheden in de organisatie. Deze tactische laag kan gezien worden als de experts. Op een gegeven moment zijn de drie lagen van Van Driel zichtbaar en ontstaat er een vastgoedorganisatie met vastgoedrelevante managementopgaven. Er kan dan gesproken worden over portefeuille-, asset- en facilitymanagement.

De in de vraagstelling genoemde categorisering zou dus gemaakt kunnen worden in termen van professionaliteit. En zoals reeds in het onderzoek gememoreerd houdt de mate van professionaliteit verband met de mate waarin besluitvormingsprocessen zijn door gerationaliseerd zoals de theoretisch modellen dat omschrijven. Voorts heeft de organisatie van de belegger, zoals Van Driel dat omschrijft, hier invloed op en heeft de omvang van het belegd volume weer invloed op de wijze waarop de belegger is georganiseerd.

In de veronderstelling dat de verkregen data valide zijn en een grotere geldigheid hebben ontstaat het vermoeden dat gesproken kan worden over **een semi-professionele particuliere belegger** wanneer een tweedeling in de organisatie herkenbaar is op basis van strategisch/tactisch en operationeel niveau. Er is dan sprake van een beginnende separatie van functies (uitkristalliseren) en er vormt zich een organisatiestructuur. Dit kan zowel binnen één organisatie worden georganiseerd (insourcing) als door meerdere organisaties (outsourcing).

De uitkomst van dit onderzoek leidt vervolgens tot de veronderstelling dat wanneer een belegger zodanig is georganiseerd dat de drie managementlagen van Van Driel duidelijk herkenbaar zijn in de organisatiestructuur van de belegger deze niet meer semi geprofessionaliseerd is maar **volledig geprofessionaliseerd**.

Op basis dit onderzoek en de verkregen data is de volgende hypothese af te leiden: *Als de mate van professionalisering toeneemt dan zal de mate waarin functies zijn uitgedifferentieerd ook toenemen, tenzij er sprake is van bijzondere omstandigheden*. Dit is een stelling en verder onderzoek zal dit moeten uitwijzen.

De meeste niet professionele beleggers kenmerken zich door een platte organisatiestructuur. Het ligt dus voor de hand te veronderstellen, en de verkregen data suggereert dat ook, dat wanneer beleggers meer professioneel worden en zich dus bewegen naar semi professionaliteit er een structuur begint te ontstaan die in twee lagen uiteen gaat vallen en vervolgens doorgroeit naar een driedeling in de organisatie zoals Van Driel die omschrijft. Bij een professionele belegger kan volgens het model van Van Driel gesproken worden over een vastgoedorganisatie met drie verantwoordelijkheidslagen, bijbehorende vastgoedmanagementopgaven en separatie van functies en taken op alle lagen.

**Het is dan ook logisch dat de ideaal typische structuur van Van Driel met drie managementlagen en drie vastgoedmanagementniveaus terug te zien is bij een institutionele georganiseerde belegger en dat je deze driedeling niet terugziet bij de niet professionele particuliere beleggers. Die houden namelijk alles in een. Daaruit volgt ook dat het is logisch is te veronderstellen dat je in de midden categorie, de semi-professionele beleggers, een tweedeling aantreft met een groeiende driedeling.**

Terugkomend op de centrale vraagstelling of particuliere beleggers een theoretisch afwegingskader hanteren kan geen eenduidig antwoord worden gegeven. In lijn met de heterogeniteit van de particuliere beleggers ontstaat er ook ten aanzien van het te hanteren afwegingskader een zeer divers beeld. Wel kan gesteld worden dat de respondenten geen geformaliseerd en volgens de theoretisch modellen gerationaliseerd afwegingskader hanteren. De respondenten blijken ieder hun eigen werkwijze en afwegingskader te hebben.

## **Doelstelling**

De bijdrage van dit onderzoek is een eerste stap die gezet is in de verkenning van een nieuwe doelgroep, het ontdekken van een 'verborgen' marktsegment, het segment van de semi-professionele particuliere belegger waar in de literatuur niets over te vinden is. Dit is dan ook de eerste keer dat in onderzoek wordt aangetoond dat dit een relevante categorie beleggers is. En dit is ook de eerste keer dat op basis van onderzoek wordt betoogd dat deze groep aparte kenmerken heeft en dat betekent dat er meer nuance wordt aangebracht in de markt. De uitkomsten van de kwalitatieve verkenning suggereren dat er een derde segment bestaat. Een segment welke tot op heden door regelgevers, adviseurs en academici niet is erkend. Dit is praktisch relevant omdat er marktrisico's mee verbonden zijn en transparantie issues. Academisch is het interessant omdat er rekening moet worden gehouden met deze verschillen. In dat opzicht is de gestelde doelstelling behaald. Echter gezien de beperkte omvang van het onderzoek moet er voorzichtig met generalisaties worden omgegaan. Voor een systematische herkenning en identificatie van de doelgroepen particuliere beleggers dient nader onderzoek uit te wijzen of de kwalitatieve inzichten uit dit onderzoek kloppen.

Het onderzoek draagt daarnaast bij aan een meer dynamisch beeld van de Nederlandse particuliere beleggingsmarkt. Er wordt geconstateerd dat er een ontwikkelingsperspectief c.q. groeiperspectief aanwezig is. De markt van de particuliere beleggers is in ontwikkeling, zoals een markt altijd in ontwikkeling is. Er ontstaat een differentiatie tussen niet groeiende en wel groeiende particuliere beleggers. In dit onderzoek worden criteria ontwikkelt om deze groei in kaart te brengen. Het statisch beeld van de beleggingsmarkt wordt doorbroken. De particuliere beleggers worden opgedeeld in niet-professioneel en semi professioneel. Op een dynamische manier zal naar de verschillen tussen de drie categorieën moeten worden gekeken. De onderlinge verhoudingen zijn immers veranderd.

## **Probleemstelling**

De kern van de probleemstelling was gelegen in het feit dat er maar weinig bekend is over de particuliere beleggers in het algemeen en het door hen gehanteerde afwegingskader in het bijzonder, zoals dit ook in onder andere in het recente onderzoekspaper (Klapwijk, et. al, 2017) wordt onderschreven. Nu kan gesteld worden dat onze kennis hierover vergroot is en dat dit deel van de markt nu voor verder onderzoek toegankelijker wordt.

De opbrengst van dit onderzoek en het hieruit voortgekomen bewijs geeft wel de mogelijkheid beter en op een meer genuanceerde wijze naar de doelgroepen in de markt te kijken. De probleemstelling is meer genuanceerd gebleken dan werd verondersteld. Zoals reeds geconcludeerd is de tweedeling, professioneel en niet-professioneel, te eenvoudig en is in dit onderzoek voor het eerst een nadere onderscheiding in de vorm van een tussencategorie ontdekt c.q. aanwezig gebleken, namelijk de semi-professionele particuliere beleggers. Deze groep is in beweging en kan gaan doorgroeien naar professionalisering. De probleemstelling blijkt te grof te zijn geformuleerd en lijkt op basis van dit onderzoek verfijnd te kunnen worden. Er wordt nu namelijk een driedeling gesuggereerd in termen van professionaliteit en organisatiestructuur. Identificatie en nadere herkenning van deze afzonderlijke groepen zou bijvoorbeeld een mogelijke verfijning kunnen zijn van de probleemstelling.

Een dergelijk onderzoek heeft een empirische cyclus, een voortdurende kennisvraag waaruit nieuwe en meer verfijnde vragen voor verder onderzoek voortkomen. In de volgende paragraaf worden enkele aanknopingspunten en aanbevelingen voor nader onderzoek behandeld.

Resumerend zitten er drie relevante opbrengsten in het onderzoek. Namelijk een voor de markt, een voor de toezichthouder en een voor de onderzoeker. De relevantie voor de markt is gelegen in winstkansen door goed na te denken over synergie, strategie, samenwerkingsrelaties en het mogelijk uitruilen van expertise. Hierin is naar mening van de onderzoeker veel te winnen en is derhalve in termen van strategisch management zeer

interessant. Er is dus wellicht niet alleen een markt voor advies maar ook een markt voor samenwerking. Op het moment dat de particuliere belegger groter wordt en naar de professionele belegger toe gaat bewegen, ontstaan er ook nieuwe mogelijkheden voor allianties en coalitievorming. Voor de beleidsmakers, de autoriteit en toezichthouder schuilt de relevantie in het in toenemende mate ontstaan van transparantierisico's, zeker wanneer deze sector blijft groeien. Risico's die nu niet in kaart worden gebracht. Ter verbetering van het toezicht kan hier lering uit worden getrokken. En voor de academici worden concrete suggesties voor gerichte vragen en aanbevelingen voor verder academisch onderzoek gedaan, waarbij met name het groeiperspectief aanknopingspunten biedt. Met als gevolg een mogelijke verdere systematisering van het inzicht in de (particuliere) beleggingsmarkt.

## 6.2 REFLECTIE

Door het beperkt aantal respondenten is de externe validiteit van het onderzoek onvermijdelijk gering. Er moet voorzichtig worden omgegaan met generalisaties van gegevens en uitkomsten voor de doelgroep particuliere beleggers. Het onderzoek heeft echter gebruik gemaakt van een viertal interviews met experts die in een uitgebreid kennisnetwerk zitten en over een brede deskundigheid beschikken. Dit is aangevuld met een vijftal interviews met respondenten uit de praktijk van de particuliere beleggers. Gegeven de moeizame toegang tot de sector en de aard van de vragen is dit een geheel van data op basis waarvan gerichte vragen ontwikkelt kunnen worden voor verder onderzoek.

Dit onderzoek is een eerste stap in de verkenning en om die verkenning mogelijk te maken zijn de verkregen inzichten bij uitstek geschikt. Een belangrijke bijdrage van dit onderzoek is het toegankelijk maken van dit deel van de sector voor verder onderzoek. Voor een meer gedetailleerde verkenning is nader onderzoek noodzakelijk.

In het onderzoek is gekozen voor afbakening naar woningbeleggers. De conclusies als ook het theoretisch model hebben echter een grotere generaliseerbaarheid en zijn enkel beperkt tot deze groep beleggers.

In de aanleiding wordt gesproken over de huidige marktkenmerken en de parallellen die getrokken kunnen worden met de situatie voorafgaand aan de recente crisis. Interessant daarbij was om na te gaan op welke wijze de particuliere beleggers hier op geanticipeerd hebben. Aangezien de meeste respondenten juist pas in of na de crisisjaren zijn ingestapt is er helaas geen duidelijk beeld verkregen over de mogelijke invloed van de crisis op hun beleid en/of beleggingsstrategie.

## 6.3 AANBEVELINGEN

De verkregen data in het verkennend onderzoek leid tot het opstellen van enkele stellingen voor vervolgonderzoek.

*Op het moment dat op zijn minst twee managementlagen in de organisatie van een belegger zijn te onderscheiden en te herkennen, namelijk de operationele (uitvoerings)laag en de strategisch/tactische laag, zal de belegger in hogere mate een semi professioneel karakter hebben. En naar mate deze twee taken duidelijker herkenbaar aanwezig zijn binnen een organisatie zal er een hogere mate van semi geprofessionaliseerdheid bestaan bij deze particuliere belegger.*

*Als er in toenemende mate sprake is van separatie van functies binnen de verschillende managementlagen kan gesteld worden dat een belegger in een hogere mate semi geprofessionaliseerd is.*

*Wanneer een belegger niet in staat is verantwoordelijkheid uit handen te geven, kan hij slechts groeien door steeds grotere risico's te accepteren. Wanneer de belegger niet bereid is deze risico's te accepteren wordt daarmee een bovengrens opgelegd aan de groei. Wil de belegger toch groeien is de belegger gedwongen om een managementsysteem te ontwikkelen ten behoeve van het beheren van risico's, zoals die ontstaan in complex samengestelde beleggingsportefeuilles. Dus als de belegger wil groeien zal deze steeds meer op portefeuilleniveau naar zijn beleggingen moeten kijken.*

Overige onderwerpen en aspecten die aanknopingspunten bieden voor nader onderzoek worden hieronder behandeld.

In dit onderzoek wordt een gecategoriseerde driedeling in termen van professionaliteit geïntroduceerd. Aangezien de resultaten uit dit onderzoek een beperkte validiteit hebben is het te adviseren om deze eerste verkenning een meer gedetailleerd vervolg te geven teneinde meer generaliseerbare informatie te verzamelen. Om de groepen particuliere beleggers nog beter te leren kennen is namelijk een meer gedetailleerde verkenning nodig waarbij de steekproef vergroot dient te worden. Dit onderzoek kan als basis dienen voor de verdere systematisering.

Uit het onderzoek blijkt dat er groep particuliere beleggers bestaat die zich begint te organiseren door onder andere taken te outsourcen, expertise in te huren ofwel expertise te insourcen. Kortom, een organisatie begint zich te vormen. Er wordt gesproken over een ontwikkeling in professionalering. De introductie van de categorie semi-professionele beleggers is hiervan een resultaat. In het rapport wordt een aanzet gegeven voor de kenmerken van de semi-professionele en professionele belegger. Interessant is om dit nader te onderbouwen om fundamentele uitspraken te kunnen doen wanneer een belegger is aan te merken als (semi) professionele belegger.

Op basis van het onderzoek ontstaat de verwachting dat er een verdere vertakking aanwezig is binnen de groep semi-professionele beleggers. Het is zinvol om hier een verdere nuancering in aan te brengen en om de behandelde en kenmerkende heterogeniteit bij particuliere beleggers verder 'open te maken'. Een aandachtspunt is hierbij de grens waarop het nog zinvol is om een nuance aan te brengen.

Gesteld kan worden dat de particuliere beleggers volop bezig zijn met de uitdaging die zij hebben op expertisegebied. Uit het onderzoek blijkt dat de respondenten nauwelijks relevante ervaring hebben in het vastgoed. In meer of mindere mate is er echter wel kapitaal beschikbaar om te investeren en wordt de woningbeleggingsmarkt als stabiele markt gezien. In verband met de groei van het belegd vermogen is in toenemende mate professionele kennis benodigd. Op basis hiervan kom ik tot de stelling dat er in het middensegment, het raakvlak van middelgrote particuliere belegger met groeiambitie en de grotere particuliere beleggers, mogelijkheden liggen voor samenwerking, synergie en complementariteit. Nader onderzoek onder de betreffende doelgroep zou dit al dan niet kunnen bevestigen.

Het belang van een additionele kennisbron is evident aanwezig bij de particuliere beleggers die een groei door (willen) maken in omvang van belegd vermogen. Het woord 'vertrouwen' is daarbij cruciaal bij deze doelgroep. Interessant kan zijn nader te onderzoeken in hoeverre de semi-professionele particuliere beleggers ontvankelijk zijn voor advies met betrekking tot gedegen professionele kennis op basis waarvan een door

gerationaliseerde beleggingsstrategie ontwikkelt kan worden en/of een beleggingsbeslissing kan worden genomen. Wellicht is hierin een markt voor advies te ontdekken.

Terugkijkend naar de kern van de probleemstelling voor dit onderzoek, namelijk de intransparantie en onzichtbaarheid van een grote groep particuliere beleggers, is gezien de veronderstelde omvang en beleggingsvolume nader onderzoek aan te bevelen naar het hierbij behorende beleggingsrisico. Op basis van de Moderne Portefeuille Theorie kan een, in termen van risico en rendement, optimale beleggingsportefeuille samengesteld worden door diversificatie toe te passen. In tegenstelling tot de institutionele beleggers is de verwachting op basis van dit onderzoek dat particuliere beleggers slechts in beperkte mate hun investeringen in direct vastgoed spreiden. En dat kan leiden tot suboptimale beleggingsportefeuilles, in geval de persoonlijke preferenties daarbij buiten beschouwing gelaten. Een aanbeveling aan de toezichthouder is om in kaart te brengen welke partijen grote vermogens belegd hebben en welk instrument voor deze groep beleggers beschikbaar gesteld moet worden.

Tot slot kan geconcludeerd worden dat de banken en vastgoedfinanciers in dit onderzoek buiten beschouwing zijn gelaten. In het rapport wordt veelvuldig de combinatie gemaakt tussen een geformaliseerd afwegings-/besluitvormingskader en de mate van rationaliteit. De semi-particuliere beleggers maken (nog) geen gebruik van een dergelijk kader welke op basis van de theoretische modellen verder is door gerationaliseerd. Interessant is echter te onderzoeken welke rol de banken en vastgoedfinanciers hierin vervullen. Naar aanleiding van de crisis zijn bij hen de procedures en de beleidsregels aangescherpt, waaruit het vermoeden bestaat dat zij een meer kritische houding hebben aangenomen, specifiek als het gaat over vastgoedfinancieringen. Onderzocht kan worden in welke mate het huidige beleid van banken en vastgoedfinanciers (al) bijdraagt aan de professionalisering van particuliere beleggers.



## BIBLIOGRAFIE

### Literatuur

- AFM, (2015). *Belangrijke inzichten over zelfstandige beleggers*. Amsterdam.
- Baarda, D., De Goede, M., Teunissen, J. (2009). *Basisboek Kwalitatief Onderzoek* (2<sup>e</sup> druk). Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers bv.
- Berkhout, T, e.a. (2014). *Het financieringsbeleid van Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers in 2014*. Nyenrode Business Universiteit / ING Real Estate Finance.
- Berkhout, T, e.a. (2015). *Het financieringsbeleid van Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers in 2015*. Nyenrode Business Universiteit / ING Real Estate Finance.
- Boef, A. den (2010). *Value add' voor particulieren: Een verkennend onderzoek naar de randvoorwaarden en mogelijkheden van een niet-beursgenoteerd 'value-add' vastgoedfonds voor grote particuliere beleggers onder de huidige marktomstandigheden*. Amsterdam School of Real Estate.
- Capital Value (2015). *De woning(beleggers)markt in beeld 2015*. Capital Value / ABF Research, Den Haag.
- Capital Value (2016). *De woning(beleggers)markt in beeld 2016*. Capital Value / ABF Research, Den Haag.
- Capital Value (2017). *De woning(beleggers)markt in beeld 2017*. Capital Value / ABF Research, Den Haag.
- De Hoge Raad. (2016, 18 april). Professioneel familiebedrijf in vastgoed hoeft minder belasting te betalen. *Financieel Dagblad*. Geraadpleegd van <https://fd.nl/economie-politiek/1148424/professioneel-familiebedrijf-in-vastgoed-hoeft-minder-belasting-te-betalen>
- Debels, T. (2006). *Behavioral Finance - Motivatiepsychologie van de belegger*. Antwerpen - Apeldoorn: Garant-Uitgevers N.V.
- Driel van, A., Zuijlen van, J. (2016). *Strategische inzet van vastgoed - Over duurzaam beleid en management* (7<sup>e</sup> druk). Amsterdam: WEKA Business Media B.V.
- Geuze, F. (2017). *Noodzaak tot innovatie – Transformatie van winkelcentrummanagement*. Amsterdam. Amsterdam School of Real Estate.
- Gool, P. van, et al. (2007), *Onroerend goed als belegging* (4<sup>e</sup> druk). Groningen/Houten: Wolters-Noordhoff.
- Goudswaard, P. (2016). *De invloed van locatiefactoren op het rendement van residentieel vastgoed*. Tilburg: TIAS.
- Heijden van der, H., Lamain, C. (2014). *De particuliere vastgoedbelegger in beeld: Verhuurdersheffing en extra huurinkomsten*. Technische universiteit van Delft, Faculteit Bouwkunde.
- Kahneman, D. & A. Tversky (1974). *On the psychology of prediction*. *Psychological Review*, Vol. 80, Pp. 237-251.

- Kahneman, D. & A. Tversky (1979). *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. *Econometrica*, Vol. 47, Pp. 263-292.
- Kamminga, J. (2015, 2 september). Zieltogend Vastgoed Belang weer springlevend. *Vastgoedmarkt*. Geraadpleegd van <http://www.vastgoedmarkt.nl/beleggingen/nieuws/2015/9/zieltogend-vastgoed-belang-weer-springlevend-2-10181676>
- Kat, R. (2011). *De (krediet)waardigheid van vastgoed*. Amsterdam School of Real Estate.
- Klapwijk, A., Nijskens, R. & Buitelaar, E. (2017). *De omvang van de vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland* (Paper, 2017-06). Geraadpleegd op [https://vastgoedkennis-data.vakliteratuur.info/Server/getfile.aspx?file= docs/publicaties/ASRE\\_paper\\_17\\_06\\_Omvang\\_vastgoedbeleggingsmarkt\\_NL.pdf](https://vastgoedkennis-data.vakliteratuur.info/Server/getfile.aspx?file=docs/publicaties/ASRE_paper_17_06_Omvang_vastgoedbeleggingsmarkt_NL.pdf).
- Koomen, C. (2015). College Vastgoedbeleggen najaar 2015. Amsterdam School of Real Estate. 26 oktober 2015.
- Lensink, L. (2014, 27 juni). Wat heeft Nederland geleerd van tien jaar vastgoedaffaires? We vroegen het spraakmakende spelers uit het veld. 'Niemand durfde te zeggen dat de keizer geen kleren aanhad.' *Vrij Nederland*. Geraadpleegd van <https://www.vn.nl/de-lessen-uit-tien-jaar-vastgoedaffaires/>
- Marquard, A. (2015). *Basissyllabus module I – Inleiding Beleggingsanalyse*. Amsterdam School of Real Estate.
- Mosselman, M. (2013). *Samenstelling en rendement van Nederlandse institutionele vastgoedportefeuilles*. Voorburg: IVBN.
- Nederlandse Vereniging van Makelaars en taxateurs in onroerende goederen NVM (2016): *Vastgoedmarkt in beeld, 2016 in feiten & cijfers*.
- Niftrik van, J. (2014). *Gedragseconomie en de complexgewijze verkoop van corporatiewoningen*. Amsterdam School of Real Estate.
- Noordhoff, H. (2015). *Toekomst woning(beleggers)markt. De effecten van de veranderende woning(beleggers)markt op het risico/rendementsprofiel van woningbeleggingen*. Amsterdam School of Real Estate.
- Prast, H. (2004). *Psychology in Financial Markets – An Introduction to Behavioural Finance*. *Financial and monetary studies*. Vol. 22 No.2, p. 9-48.
- Sar, R. van der (2007). *De vastgoedbeleggingsmarkt voor particulieren. Rendement / risico analyse van de beleggingsproducten*. Universiteit van Amsterdam.
- Schols, I. (2013). *Particuliere vastgoedbeleggers in Nederland: Een onderzoek naar de rationaliteit bij portefeuillestrategieën van particuliere vastgoedbeleggers*. Groningen: Rijksuniversiteit Groningen Faculteit Ruimtelijke Wetenschappen.
- Shefrin, H. (2002), *Beyond Greed and Fear, understanding Behavioral Finance and the psychology of investing*. New York: Oxford University Press.

Shefrin, H. & M. Statman (1985), The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theor and evidence. *Journal of Finance* XL, Vol. 3, p. 777-792

Syntrus Achmea (2015). *Outlook 2015-2018. Beleggen in Nederlands vastgoed en hypotheek*.

Welsenens van, R. (2012). *Property management; criteria voor uitbesteden of zelfdoen*. Amsterdam School of Real Estate.

Werf, H. van der (2015). *Syllabus Corporate Risk Management bij vastgoedondernemingen*, Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.

Zwager, W. (2008). *Vastgoedfondsen analyse tools op een rij, een vergelijkend waren onderzoek*. Amsterdam School of Real Estate.

[www.cbs.nl](http://www.cbs.nl)

[www.moneychimp.com](http://www.moneychimp.com)

[www.devriesinvestmentservices.nl/expertise-centrum/financiele-markten-de-theorie](http://www.devriesinvestmentservices.nl/expertise-centrum/financiele-markten-de-theorie)

<http://www.beama.be/nl/financiele-vaardigheden/de-belegger/behavioural-finance>

<http://www.vastgoedvergelijker.nl/nieuws/hoe-doet-de-professionele-vastgoedbelegger-onderzoek>

## BIJLAGE 1

### Vragen topic interview vastgoedexperts:

1. Wat is de rol die u vervult c.q. welke deskundigheid brengt u in in het beleggingsproces?
2. Hoe kijkt u aan tegen de ontwikkelingen op de woning(beleggings)markt zoals de toenemende interesse vanuit beleggers, dreigend woningtekort, overheidsregelgeving, opwaarts prijsniveau, dalende aanvangsrendementen en toenemende risicobereidheid bij beleggers?
3. Welke categorieën / type particuliere beleggers zijn naar uw mening te onderscheiden?
4. Wat zijn de belangrijkste kenmerken van de diverse beleggersgroepen?
5. Vanuit de theorie zijn de professionele belegger en niet-professionele belegger te definiëren. Onderschrijft u deze definities?

Type belegger	Definities
<b>Professionele particuliere belegger</b>	Een rechtspersoon die een onderneming drijft en het direct beleggen als primaire hoofdtak uitoefent, een duidelijke beleggingsstrategie, -doel en geformaliseerd besluitvormingskader hanteert, beschikt over professionele expertise teneinde de risico's zelfstandig in te kunnen schatten, op een bedrijfsmatige manier de portefeuille beheert en exploiteert en beschikt over een woningportefeuille met een omvang van minimaal 500 verhuurbare eenheden.
<b>Niet-professionele particuliere belegger</b>	Alle (rechts)personen die niet voldoen aan de kwalificatie van een professionele belegger, geen gebruik maakt van gerationaliseerde procedures bij het nemen van beleggingsbeslissingen en een geïndividualiseerde beleggingsstrategieën hanteert, en een woningportefeuille in bezit heeft met een omvang van minimaal 25 tot maximaal 500 verhuurbare eenheden.

6. Wat zijn de voornaamste kenmerken waarop deze beleggers zijn te identificeren m.b.t.:
  - a. Omvang
  - b. Organisatie
  - c. Expertise / deskundigheid
  - d. Achtergrond
  - e. Afwegingskader
  - f. Diversificatie (in deelmarkten, werkgebied en assetclasses)
  - g. Risicoperceptie en risico/rendementsprofiel
  - h. Exploitatie / management / beheer
  - i. Besluitvormingskader (geformaliseerd?)
  - j. Financieel
7. Wat is uw mening over de verschillen in deskundigheid tussen de diverse type beleggers?
8. Ziet u verschillen in het afwegingskader van de diverse type beleggers van voor en na de crisis? Heeft crisis de beleggers veranderd?

9. Wat zijn de verschillen m.b.t. informatiecapaciteit en –reikwijdte?
10. Wat zijn de verschillen m.b.t. besluitvormingskader en –processen?
11. Op welke gebieden schiet de expertise bij de professionele en niet-professionele particuliere beleggers tekort?
12. Wat zijn de grootste valkuilen voor de diverse type particuliere beleggers?
13. Wat zijn de grootste kansen voor de diverse type particuliere beleggers?
14. Hoe groot is de invloed vanuit de verschillende gedragstheorieën zoals Behavioral Finance en Bounded Rationality (beperkte rationaliteit, invloed emoties) bij beleggingsbeslissingen bij de verschillende beleggers?
15. Worden alle risico's door de diverse type particuliere beleggers naar uw mening meegewogen? Zo ja, worden deze naar uw mening ook op een juiste wijze meegewogen? Zo niet, welke risico's worden door de beleggers niet onderkent c.q. meegewogen?
16. Op welke wijze wordt het risicomanagement toegepast dan wel georganiseerd bij de diverse type beleggers?
17. Hoe zou u het risico/rendementsprofiel van de diverse type beleggers omschrijven? (laag, laag-gemiddeld, gemiddeld, gemiddeld-hoog, hoog).
18. Wat verstaat u onder een rationele beleggingsbeslissing?
19. Wat verstaat u onder lokale marktkennis?
20. Zijn er naar uw mening kansen in synergie c.q. complementariteit tussen bepaalde typen particuliere beleggers?
21. Op welk gebied ligt er mogelijk een markt voor advies? En bij wie?

## BIJLAGE 2

### Vragen semi gestructureerd interview particuliere beleggers:

1. Kunt u een korte omschrijving geven van uw organisatie?
2. Wat heeft u doen besluiten om toe te treden tot de woningbeleggingsmarkt?
  - a. Rendement
  - b. Lager risico / risicospreiding
  - c. (Professionele) achtergrond in vastgoed / expertise
3. Hoe is de asset allocatie van uw portefeuille opgebouwd?
4. Hoe ziet uw woningportefeuille eruit?
  - a. > 25 en < 50 woningen
  - b. 50 en 100 woningen
  - c. > 100 - 250 woningen
  - d. > 250 woningen
5. Wat is uw werkgebied en waarom kiest u daarvoor?
  - a. Lokaal
  - b. Regionaal
  - c. Landelijk
6. Beperkt u zich enkel tot beleggingen in direct vastgoed? Waarom wel/niet?
7. De volgende ontwikkelingen op de woning(beleggings)markt worden onder andere gesignaleerd: toenemende interesse vanuit beleggers, dreigend woningtekort, lage rente, overheidsregelgeving, opwaarts prijsniveau, dalende aanvangsrendementen en toenemende risicobereidheid bij beleggers. Herkent u deze ontwikkelingen en hoe kijkt u daar tegenaan?
8. Heeft de crisis invloed gehad op het huidige besluitvormingsproces? Wat zijn de voornaamste verschillen van vòòr en nà crisis?
9. Hoe is de vermogensopbouw van uw portefeuille? (eigen vermogen, vreemd vermogen).
10. Is uw huidige beleggingsportefeuille tegen een nieuwe crisis bestand?
11. Wat is uw doelstelling (omvang, allocatie, etc.), visie en beleggingsstrategie?
12. Welke beleggingshorizon hanteert u?
  - a. < 5 jaar
  - b. 5 – < 10 jaar
  - c. 10 - 15 jaar
  - d. > 15 jaar
13. Zijn er vastgestelde protocollen en/of procedures aanwezig (geformaliseerd afwegingskader) om te komen tot een beleggingsbeslissing? Zo ja, wie stelt deze op?
14. Welke van de volgende investeringsfactoren worden naast het rendement wel of niet meegewogen in dan wel hebben invloed op uw besluitvorming(sproces)?
  - a. Macro economische ontwikkelingen, zoals:
    - i. financieel / monetair (rente)beleid;
    - ii. ontwikkelingen financierings-/kapitaalmarkt;
    - iii. demografische ontwikkelingen;
  - b. Juridische en fiscale aspecten (risico's en/of mogelijke winstoptimalisaties);
  - c. Vigerende wet- en regelgeving en ontwikkelingen op dit gebied (Woningwet, verhuurdersheffing etc.);

- d. Waardering / bruto → netto rendement;
  - e. Optimalisatie financiële structuur / kapitaal (EV/VV, leverage);
  - f. Bouwkundige staat onroerend goed (productkennis);
  - g. Exploitatie / management / beheer;
  - h. Diversificatie (in deelmarkten en assetclasses), passend binnen doelstelling?;
  - i. Lokale marktkennis;
15. Hoe weegt u het indirect rendement mee in uw besluitvorming?
  16. Welke waarderingmethode(n) hanteert u?
    - a. BAR-NAR methode
    - b. Discounted Cash Flow / Netto contante waarde (NPV) methode
  17. Voert u de managementactiviteiten intern uit of extern door derden? En heeft dit invloed op het rendement?
  18. Heeft u alle deskundigheid in uw organisatie om zelfstandig een beleggingsbeslissing te nemen? Zo niet, op welke gebieden huurt u deze in?
  19. Wat verstaat u onder een rationele beleggingsbeslissing?
  20. Bent u van mening dat uw beleggingsbeslissingen op een rationele wijze tot stand komen? Waarom wel/niet?
  21. Berekend u wel eens het risico (en correlatie) van uw totale beleggingsportefeuille (MPT, CAPM)?
  22. Hoe groot is de invloed van de factor gevoel en emotie bij uw beleggingsbeslissingen op de schaal van 1 tot 10?
  23. En over welke expertise dient een belegger minimaal te beschikken?
  24. Wat verstaat u onder lokale marktkennis? En hoe verkrijgt u de gewenste lokale marktkennis?
  25. Volgens de theorie zijn er 2 type beleggers te onderscheiden, nl. de professionele belegger en niet-professionele belegger. Herkent u zich in deze definities?
  26. Wat onderscheidt uw organisatie als private belegger van de institutionele beleggers? Wat zijn daarbij de voornaamste voor- en nadelen?
  27. Wat zijn de grootste valkuilen voor een particuliere belegger?
  28. Wat zijn de grootste kansen voor een particuliere belegger?
  29. Hoe wordt het risicomanagement door u georganiseerd?
  30. Hoe zou u het risico/rendementsprofiel van uw portefeuille omschrijven?
    - a. Laag
    - b. Laag-gemiddeld
    - c. Gemiddeld
    - d. Gemiddeld-hoog
    - e. Hoog.
  31. Zijn er naar uw mening kansen in synergie c.q. complementariteit tussen verschillende typen particuliere beleggers? Ziet u hierin kansen voor uw organisatie?
  32. Op welk gebied ligt er naar uw mening mogelijk een markt voor advies? En voor wie?