

---

NIET-RATIONELE OVERWEGINGEN IN DE AANKOOPWAARDERING VAN  
RESIDENTIEEL VASTGOED DOOR PARTICULIERE BELEGGERS

---

Scriptie Master of Science in Real Estate



Ronald Nuijt  
maart 2022  
ronaldnuijt@live.nl

Eerste begeleider: Dr. Fred Huibers MBA  
Tweede begeleider: Douglas Konadu MSc

## Voorwoord

Na tweeënhalf jaar studeren ligt hier mijn eindschrift voor de afsluiting van de Master of Science in Real Estate aan de Amsterdam School of Real Estate.

De keuze om deze master te volgen is gemaakt na veel wikken en wegen. Tien jaar na de afronding van mijn hbo-opleiding, moest de knop omgezet worden om wederom plaats te nemen in de schoolbanken. Dit betekende opnieuw in boeken duiken, leren voor toetsen, werken aan cases en bovenal tijd inruimen om serieus te kunnen studeren. Maar dit gaf ook de mogelijkheid om te spreken met interessante mensen uit het vakgebied en kennis te maken met medestudenten die ook actief zijn in het vastgoed. Het bleek een leerzame en mooie periode te zijn, die nu weer ten einde komt.

Ik wil eenieder bedanken die een waardevolle bijdrage heeft gegeven aan deze scriptie. Te beginnen met mijn begeleider Fred Huibers, die mij op een prettige manier op het juiste spoor heeft gebracht richting het eindresultaat. Ook alle beleggers, collega's en familieleden die mij met raad en daad hebben bijgestaan om dit onderzoek te kunnen voltooien ben ik dankbaar.

Mijn werkgever, Spring Real Estate, wil ik bedanken voor de mogelijkheid voor het volgen van deze opleiding. In het bijzonder Alexander Zweering, die mij het vertrouwen gaf om deze opleiding te volgen. Hij heeft mij extra gemotiveerd om dit traject tot een goed einde te brengen.

Tot slot ben ik mijn vrouw en onze dochter zeer dankbaar voor de support en de afgestane tijd gedurende de hele masteropleiding.

Ronald Nuijt

Rhenen, maart 2022

## Managementsamenvatting

De woningbeleggingsmarkt is de afgelopen jaren sterk in omvang toegenomen. Ook particuliere beleggers hebben hierin hun aandeel. In Nederland is een aantal trends waar te nemen dat de belangstelling voor huurwoningen rationeel verklaarbaar maakt: het woningtekort is hoog en er is een aanhoudende groei in bevolking en huishoudens.

In dit onderzoek is gepoogd om zicht te krijgen op het niet-rationeel handelen van beleggers in residentieel vastgoed. Veel wetenschappers zijn overtuigd van het belang van gedragstheorie om het handelen van beleggers te verklaren, dit wordt onder andere beschreven door Hirshleifer (2001). Er is gekeken in hoeverre niet-rationele overwegingen de aankoopwaardering van beleggers beïnvloeden, aan de hand van de volgende hoofdvraag:

*Wat is de invloed van niet-rationele overwegingen op de aankoopwaardering van residentieel vastgoed door particuliere beleggers?*

Onder de aankoopwaardering wordt verstaan het geheel van afwegingen die de belegger maakt om tot een acceptabele bied- of koopprijs te komen. Deze overwegingen zijn afgezet tegen een aantal actualiteiten in de markt, zoals de mogelijke uitbreiding van het gereguleerde huursegment en de recente verhoging van de overdrachtsbelasting.

In deze scriptie worden de kenmerken van particuliere beleggers beschreven en de markt waarin zij zich begeven. Vervolgens wordt de gedragstheorie beschreven aan de hand van het 'heuristics and biases'-programma van Kahneman en Tversky (1974). Verder zijn aan de hand van literatuur nog diverse 'biases' beschreven in relatie tot beleggers op aandelenbeurzen of vastgoedmarkten. Een aantal van deze 'heuristics and biases' is middels interviews getoetst bij acht particuliere beleggers, die onder meer zijn geselecteerd op basis van recente aankooptransacties en portefeuilleomvang.

Er is sterk bewijs gevonden voor het gebruik van 'representativeness' en 'availability' bij deze beleggers. Beleggers handelen intuïtief en snel op basis van beschikbare gegevens in hun brein. Toepassing van deze 'heuristics' leidt bij een aantal beleggers tot het behalen van inkoopvoordeel, maar rechtvaardigt voor andere beleggers om een hogere prijs te betalen. De beleggers die een hogere prijs betaalden, hanteerden de verwachting voor een hoger toekomstig rendement, of realiseerden dit reeds. De biedprijs lijkt hiermee vrij weloverwogen te zijn vastgesteld, zodoende wordt hier geen aanwijzing gevonden voor sterk irrationeel gedrag.

Bij 'adjustment and anchoring' is bij een deel van de beleggers bewijs gevonden voor aanpassing op basis van de vraagprijs. Wat echter opvalt is dat juist deze beleggers gemiddeld acht procent minder betaalden dan de taxatiewaarde. Derhalve wordt bij 'adjustment and anchoring' geen bewijs gevonden voor niet-rationeel gedrag.

De beleggers waarbij 'home bias' werd geobserveerd, betaalden gemiddeld zes procent meer dan de taxatiewaarde. Rationeel gezien was de belegging op een andere locatie niet onverstandig geweest, er viel immers een goed rendement te behalen. Bij deze beleggers kan worden beargumenteerd dat 'home bias' leidt niet-rationeel gedrag.

Opvallend is dat er in dit onderzoek veel aanwijzingen zijn gevonden voor rationeel gedrag. De geïnterviewde beleggers hanteren bij de aankoopwaardering een aantal vooraf vastgestelde indicatoren. Gecombineerd met 'representativeness' en 'availability' zijn deze beleggers in staat om snelle en gefundeerde beslissingen te nemen. De geïnterviewde beleggers vertonen feitelijk allen

gedrag dat getuigt van slim koopmanschap. De ervaring in de branche en het opgebouwde netwerk stellen de beleggers in staat om ook in een oververhitte markt nieuwe beleggingen te verwerven, vaak onder de marktprijs.

De beleggers reageren heel verschillend op mogelijk aankomende wijzigingen in regulering in de sector. Opvallend is het dat sommige beleggers zich nu al aanpassen op aankomende regelgeving die op dit moment nog niet van kracht is. Dit is echter niet bij alle beleggers het geval. Circa de helft wacht de uitkomst van nieuwe regelgeving af en past zich nog niet aan. De beleggers die zich aanpassen, blijken niet zozeer anders te gaan bieden, maar eerder actief te worden in andere vastgoedtypen of -segmenten.

Uit dit onderzoek blijkt dat niet-rationele overwegingen bij aankopen van beleggers in de woningmarkt slechts beperkt invloed hebben op het geheel van afwegingen die de belegger maakt om tot een acceptabele bied- of koopprijs te komen.

## Inhoudsopgave

<b>Hoofdstuk 1. Inleiding .....</b>	<b>6</b>
1.1 Aanleiding.....	6
1.2 Probleemstelling.....	7
1.3 Doelstelling.....	8
1.4 Hoofdvraag.....	8
1.5 Deelvragen.....	8
1.6 Onderzoeksopzet.....	9
1.7 Relevantie.....	10
1.8 Leeswijzer .....	11
<b>Hoofdstuk 2. Beleggen in vastgoed .....</b>	<b>12</b>
2.1 Vastgoed als belegging .....	12
2.2 Direct en indirect vastgoed .....	12
2.3 Voor en- nadelen van direct vastgoed .....	13
2.4 Typen beleggers .....	15
2.5 Particuliere beleggers.....	16
2.6 De woningmarkt .....	16
2.7 De woningbeleggingsmarkt.....	18
2.8 Rendement .....	19
2.9 Waarderingsmethoden .....	20
2.10 Ontwikkelingen en overheidsbeleid.....	21
2.10.1 Demografische ontwikkelingen.....	21
2.10.2 Economische ontwikkelingen.....	22
2.10.3 Politieke ontwikkelingen .....	24
2.11 Deelconclusie.....	25
<b>Hoofdstuk 3. Behavioral Finance.....</b>	<b>27</b>
3.1 Traditionele Finance Theorie.....	27
3.2 Behavioral finance .....	28
3.2.1 Prospect Theory.....	28
3.2.2 Heuristics and biases .....	29
3.2.3 Representativeness .....	29
3.2.4 Availability .....	30
3.2.5 Adjustment and Anchoring.....	30
3.2.6 Over-underreaction.....	31
3.2.7 Overconfidence .....	31

3.2.8 Hindsight bias .....	32
3.2.9 Home bias .....	32
3.2.10 Herd Behaviour.....	32
3.2.11 Confirmation bias .....	33
3.2.12 Loss aversion .....	33
3.2.13 Mental accounting.....	34
3.2.14 Money Illusion .....	34
3.3 Deelconclusie.....	34
<b>Hoofdstuk 4. Methodologie .....</b>	<b>36</b>
4.1 Doelstelling.....	36
4.2 Selectie geïnterviewden .....	36
4.3 Selectie van biases.....	37
4.4 De interviews.....	39
4.5 Validiteit en betrouwbaarheid .....	40
<b>Hoofdstuk 5. Analyse.....</b>	<b>41</b>
5.1 Representativeness .....	41
5.2 Availability .....	42
5.3 Adjustment and anchoring.....	43
5.4 Home bias.....	44
5.5 Herd behaviour.....	45
5.6 Confirmation bias .....	46
5.7 Rationeel handelen .....	47
5.8 Aanpassen beleggingsstrategie .....	48
5.9 Deelconclusie.....	48
<b>Hoofdstuk 6. Conclusie, aanbevelingen en reflectie .....</b>	<b>50</b>
6.1 Conclusie .....	50
6.2 Aanbevelingen en reflectie.....	52
<b>Bibliografie .....</b>	<b>53</b>
<b>Bijlage 1 – Interviewschema .....</b>	<b>59</b>
<b>Bijlage 2 – Gehanteerde formulering per topic .....</b>	<b>60</b>
<b>Bijlage 3 – Codegroepen en codes .....</b>	<b>63</b>

# Hoofdstuk 1. Inleiding

## 1.1 Aanleiding

In 2020 werd in Nederland een record transactievolume van 11,4 miljard euro in woningbeleggingen gemeten (Capital Value, 2021). Woningbeleggingen worden gezien als een stabiel product met een relatief laag risico, waardoor de vraag fors is opgestuwd. De markt voor woningbeleggingen is zelfs oververhit geraakt.

Er zijn veel particuliere vastgoedbeleggers actief in het segment wonen. Redenen hiervoor zijn de gedaalde kapitaalmarktrente en de toenemende vraag naar huurwoningen (Conijn et al., 2016). Ook zijn er de afgelopen jaren veel nieuwe mogelijkheden ontstaan in de financieringsmarkt, waardoor de concurrentie tussen financiers is toegenomen en de voorwaarden om geld te kunnen lenen interessanter zijn geworden (Manduzai, 2021). Het aandeel van de particuliere huursector in de totale woningmarkt is daardoor de afgelopen jaren gestaag verder gegroeid (Trappenburg & Van Poll, 2020).

In het publieke debat heeft dit geleid tot allerlei discussies, onder meer over beleggers die jonge koopstarters verdringen op de woningmarkt. Het Planbureau voor de Leefomgeving heeft een onderzoek verricht naar de particuliere beleggers op de woningmarkt, om meer inzicht te krijgen in deze particuliere huursector en beleidsmakers te helpen om een 'beter overwogen en breder geïnformeerd' woonbeleid te maken (Lennartz et al., 2019, p. 13). Ondertussen is er allerlei nieuwe regelgeving op komst, die het minder aantrekkelijk maakt om te investeren in residentieel vastgoed. Per 1 januari 2021 is de overdrachtsbelasting voor beleggers in woningen verhoogd van 2% naar 8% en zal deze per 1 januari 2023 verder stijgen naar 9%. Verder kunnen gemeenten per 1 januari 2022 bepaalde gebieden aanwijzen waar een opkoopbescherming gaat gelden. Deze maatregel houdt in dat deze beleggers geen woningen meer mogen kopen voor de verhuur (Frans, 2021). Daarnaast zijn er momenteel geluiden te horen om de betaalbaarheid van huurwoningen in de vrije sector verder te reguleren, bijvoorbeeld door het invoeren van een maximering van het WOZ-aandeel in het puntenstelsel en gemaximeerde huurverhogingen (Paling, 2021).

De markt ligt dus enerzijds onder een vergrootglas en anderzijds is de belangstelling bij particuliere beleggers nog steeds erg groot. Juist om die reden is het interessant om meer te weten te komen over de motivatie en drijfveren van particuliere beleggers in woningen.

Conform de 'Moderne Portefeuille Theorie' streven beleggers naar een optimale mix van rendement en risico, door middel van diversificatie (Markowitz, 1952). Bij de particuliere belegger kun je je echter afvragen in hoeverre die in staat is om te diversificeren, al is dat slechts gezien vanuit de relatief beperkte omvang van de portefeuille. Bij beslissingen van beleggers spelen echter ook diverse psychologische effecten een rol. Op wetenschappelijk gebied is dit de afgelopen decennia veelvuldig onderzocht. De Israëliische psychologen Daniel Kahneman en Amos Tversky (1979) waren de eersten die hier een belangrijke basis voor legden in de 'Prospect Theory', waardoor irrationeel gedrag van beleggers kan worden verklaard. Zij gaan ervan uit dat de keuzevoorkeur bij het nemen van onzekere beslissingen afhankelijk is van de omstandigheden waarin de beslisser verkeert.

De irrationaliteit van beleggers in hun investeringskeuzes wordt bestudeerd in het vakgebied van Behavioral Finance, waar Kahneman en Tversky in feite de grondleggers van zijn. Ricciardi en Simon (2001) beschrijven het vakgebied als volgt:

*“Behavioral finance attempts to explain and increase understanding of the reasoning patterns of investors, including the emotional processes involved and the degree to which they influence the decision-making process.”*

Binnen dit vakgebied komen psychologie, sociologie en finance samen en probeert de theorie de werking van het wat, waarom en hoe van investeren uit te leggen vanuit menselijk perspectief. Het vakgebied heeft de afgelopen jaren een enorme ontwikkeling doorgemaakt en mag inmiddels als volwaardig en breed geaccepteerd worden beschouwd.

De hoeveelheid onderzoeken binnen dit vakgebied laat zien dat de wetenschap overtuigd is van een belangrijke mate van invloed van de gedragstheorie op het handelen van beleggers. De invloed is daarmee ook relevant en onderzoekwaardig voor Nederlandse beleggers in residentieel vastgoed. Vastgoedbeleggers worden gedreven door financiële prikkels, maar volgens de theorie zou hier ook een mate van niet-rationeel handelen een rol kunnen spelen.

De particuliere belegger in residentieel vastgoed maakt wellicht een heel rationeel onderbouwde keuze aan de hand van bijvoorbeeld historische waardeontwikkeling en een goede rendements/risicoverhouding. Op rationele gronden valt de keuze voor residentieel vastgoed ook te verklaren: er is een grote voorraad aan beleggingsproduct, het is tastbaar en iedereen heeft er een bepaalde mate van affiniteit mee. Daarmee zijn juist de irrationele overwegingen bij de aankoop van een beleggingsobject het onderzoeken waard, omdat deze elementen minder voor de hand liggend zijn.

Vanuit de wetenschappelijk theorie wordt er veel geschreven over menselijke gedragsprocessen bij de belegger. Zo zouden elementen als ‘overconfidence’, ‘home bias’ of ‘anchoring’ van invloed kunnen zijn (voor een uitleg zie hoofdstuk 3). Vermoedelijk zijn delen van deze theorie van toepassing op particuliere beleggers in vastgoed, zoals wordt beschreven door Hoffmann & Post (2014), Wright & Yanotti (2019) en Northcraft & Neale (1987). In dit onderzoek zal dieper worden ingegaan op deze materie aan de hand van bestaande literatuur en zal specifiek worden toegespitst op de particuliere belegger die actief is in residentieel vastgoed.

Samenvattend wordt in dit onderzoek gepoogd om na te gaan in hoeverre de Nederlandse particuliere vastgoedbelegger in residentieel vastgoed irrationele overwegingen hanteert bij de verwerving van residentieel vastgoed in de portefeuille.

## 1.2 Probleemstelling

De particuliere belegger investeert massaal in woningen. Eén van de verwachte redenen is de financierbaarheid van verhuurde woningen versus andere assetclasses. Ook de waardeontwikkeling van woningen in de afgelopen jaren, de lage rente en de vraag in de huurmarkt zouden een reden kunnen zijn. Maar mogelijk heeft de keuze van de belegger ook te maken met meer irrationele aspecten, denk aan kuddegedrag, een overschatting van het rendement of het hebben van een positief



of negatief 'onderbuikgevoel'. Veel wetenschappers zijn overtuigd van het belang van gedragstheorie om het handelen van beleggers te verklaren, dit wordt onder meer beschreven door Hirshleifer (2001). De gedragstheorie is daarmee ook relevant en onderzoek waardig. Eerder deden Bals (2016) en Schols (2013) onderzoek naar dit fenomeen. Bals concludeerde in zijn onderzoek onder professionele vermogende particuliere Nederlandse beleggers, dat niet-rationele aspecten ten grondslag liggen aan de strategie. Ook Schols concludeerde dat particuliere beleggers niet altijd rationeel handelen, dit bleek uit de omgang met leverage en de risicoperceptie.

De bestaande academische literatuur geeft echter slechts beperkt zicht op het handelen van particuliere beleggers in residentieel vastgoed, zeker in het licht van actuele ontwikkelingen in de sector zoals de opkoopbescherming, het uitbreiden van het gereguleerde huursegment en de recente verhoging van de overdrachtsbelasting. In dit onderzoek wordt gepoogd zicht te krijgen op de rol die irrationaliteit speelt bij beleggers in residentieel vastgoed. Hierbij zal worden gekeken in hoeverre niet-rationele overwegingen de aankoopwaardering beïnvloeden. Onder de aankoopwaardering wordt verstaan het geheel van afwegingen die de belegger maakt om tot een voor de belegger acceptabele bied- of koopprijs te komen. Deze overwegingen zullen worden afgezet tegen een aantal actualiteiten in de markt. De motivatie om de aankoopwaardering te bestuderen volgt uit de mogelijkheid om de betaalde prijs te vergelijken met de taxatie ten tijde van de aankoop. Aankopen van residentieel vastgoed worden veelal gefinancierd, hiervoor dient de marktwaarde vastgesteld te worden door een gecertificeerd taxateur. Bij verkoop is dit in de praktijk niet het geval en zou een dergelijk vergelijk niet mogelijk zijn.

### 1.3 Doelstelling

Door de bestaande theorieën over beleggingskeuzes aan een beschouwing te onderwerpen en deze te toetsen bij de doelgroep, zal worden getracht te ontdekken in hoeverre niet-rationele overwegingen de aankoopwaardering van particuliere beleggers in residentieel vastgoed beïnvloeden.

### 1.4 Hoofdvraag

De hoofdvraag in dit onderzoek luidt:

*Wat is de invloed van niet-rationele overwegingen op de aankoopwaardering van residentieel vastgoed door particuliere beleggers?*

### 1.5 Deelvragen

Om tot beantwoording van de hoofdvraag te komen, zijn de volgende deelvragen geformuleerd:

- Wat zijn de kenmerken van particuliere beleggers in residentieel vastgoed en de markt waarin zij zich begeven en welke actuele ontwikkelingen spelen er in deze markt?
- Wat zegt de theorie over niet-rationele overwegingen voor het maken van beleggingskeuzes en welke invloed zouden deze kunnen hebben bij beleggers in vastgoed?
- Kan het niet-rationeel handelen bij particuliere beleggers in residentieel vastgoed worden aangetoond en welke rol speelt rationaliteit?

## 1.6 Onderzoeksopzet

Om tot een begrip te komen van de doelgroep en de markt waarin de doelgroep actief is, zal een beschrijving worden gegeven van de residentiële vastgoedmarkt en de rol van particuliere beleggers hierin, aan de hand van bestaande literatuur. De markt en doelgroep worden vervolgens in perspectief geplaatst van actuele ontwikkelingen in de sector, die mogelijk beïnvloeden hoe de particuliere belegger acteert in deze markt.

Dit onderzoek richt zich op de particuliere vastgoedbelegger in woningen. Hierbij is gekozen voor beleggers in direct vastgoed. Met elkaar vormen die beleggers de aanbodkant van de particuliere huursector. Deze sector is in een onderzoek van het Centraal Bureau voor de Statistiek (2019) met twee definities geduid:

*CBS: 'huurwoningen waarbij de eigenaar een natuurlijk persoon is'.*

*Kadaster: 'woning in het bezit van een particulier die drie of meer woningen bezit en zelf niet in de woning woont.'*

In dit onderzoek is gekozen voor een iets bredere definitie, waarbij ook particulieren die hun verhuuractiviteiten ten uitvoer leggen middels een rechtspersoon (bijvoorbeeld een B.V.) tot de doelgroep behoren, met als voorwaarde dat de Ultimate Beneficial Owner – de uiteindelijk belanghebbende – van de rechtspersoon een natuurlijk persoon betreft. De reden van deze afbakening is gelegen in het feit dat beide doelgroepen actief kunnen zijn in hetzelfde segment en markt en dat privé en zakelijk bezit van deze doelgroepen door elkaar kunnen lopen.

Naast de markt en doelgroep zal een beschrijving worden gegeven van rationele beleggingstheorieën aan de hand van bestaande literatuur.

Vervolgens zal aandacht worden besteed aan de theorie die de irrationaliteit van beleggers beschrijft, genaamd Behavioral Finance. Uit deze theorie zal een aantal elementen worden uitgelicht, dat vervolgens zal worden getoetst bij een aantal beleggers die passen binnen de doelgroep.

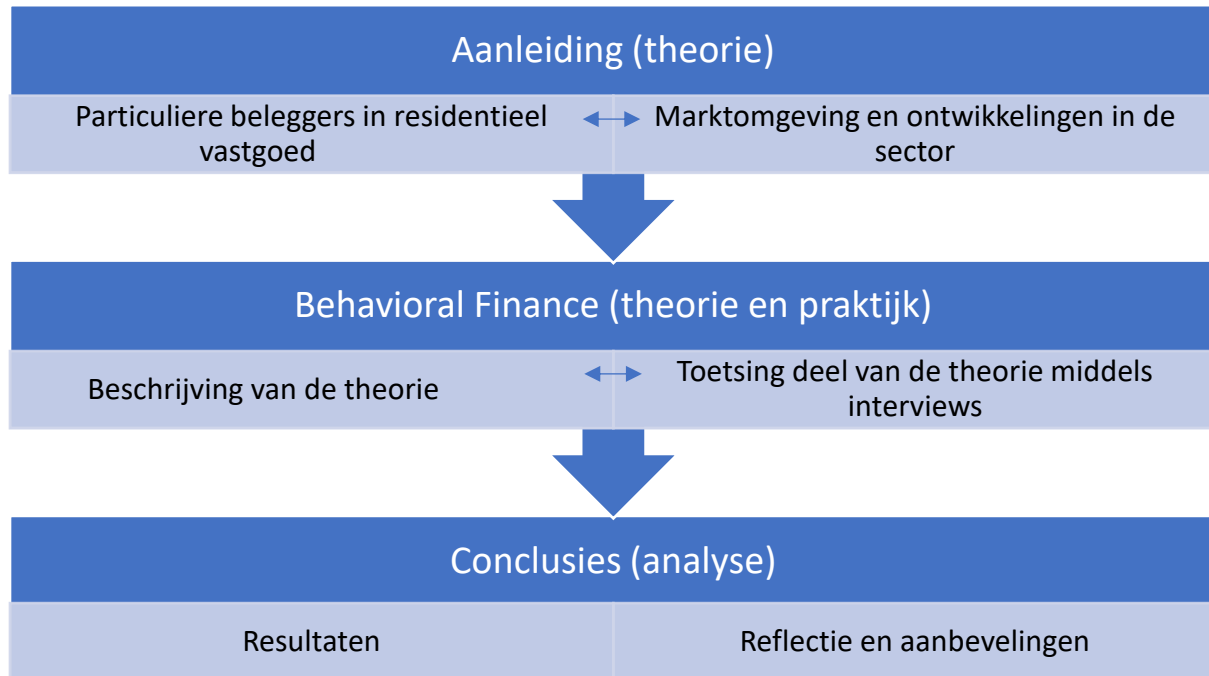
Tot de doelgroep kunnen beleggers behoren met slechts enkele panden in bezit: het gaat immers om de particuliere belegger. Het is echter ook mogelijk om particuliere beleggers te onderzoeken met grotere portefeuilles van enkele tientallen panden, waar wellicht ook commercieel vastgoed deel van uitmaakt. Dit onderzoek richt zich in dat geval op het residentiële deel van de portefeuille.

Het onderzoek is voornamelijk kwalitatief van aard, waarbij gebruik gemaakt zal worden van interviews als onderzoeksmethode. De doelstelling is om uit de interviews te destilleren in hoeverre de particuliere belegger in residentieel vastgoed niet-rationeel handelt en om te komen tot conclusies over het niet-rationeel handelen van deze doelgroep. Interviews geven de mogelijkheid om inzicht te krijgen in het achterliggende gedrag en de motivaties. Gepoogd is om vanuit de bestaande wetenschappelijke theorie tot valide onderzoeksvragen te komen, met als doelstelling om antwoord op de vragen te krijgen en vervolgens tot conclusies te komen.

Naast de doelgroep, het soort vastgoed en de wijze van onderzoek, wordt het onderzoek verder afgebakend. In dit onderzoek worden enkel aankooptransacties uit de periode 2021 en 2022 in beschouwing genomen. Het motief om recente transacties te kiezen, is gelegen in het feit dat het

gedrag ten tijde van de transactie zal worden besproken. Beleggers interviewen over oudere transacties zou de validiteit van de resultaten kunnen aantasten. Het onderzoek spitst zich toe op residentieel vastgoed in Nederland, waarbij de focus ligt op beleggingen in de Randstad.

De opbouw van dit onderzoek is schematisch weergegeven in het onderzoeksmodel:



## 1.7 Relevantie

### *Wetenschappelijke relevantie*

In bestaande onderzoeken is veel informatie te vinden over de vraag hoe beleggers een optimale portefeuille kunnen samenstellen. De door Markowitz (1952) ontwikkelde 'Moderne Portefeuille Theorie' stelt dat diversificatie in verschillende aandelen en obligaties kan leiden tot risicoreductie en optimalisatie van het rendement.

Een uitvloeisel hiervan is de 'Efficiënte Markthypothese', waarin gesteld wordt dat in de koers van een actief verhandeld aandeel alle voor dat aandeel relevante informatie is verwerkt (Pijls, 2021).

Dit is anders in de markt voor particulier beleggingsvastgoed. Diversificeren is door een beperkte omvang van de portefeuille slechts beperkt mogelijk en door het niet-transparante karakter van vastgoed is het de vraag hoeveel marktinformatie er beschikbaar is om tot een goede afweging te komen. Een particuliere belegger laat zich daardoor mogelijk meer leiden door niet-rationele overwegingen bij de aankoop van vastgoed. Omdat particuliere beleggers een steeds grotere rol zijn gaan spelen op de Nederlandse woningmarkt, is het relevant om te onderzoeken hoe het gedrag van deze beleggers leidt tot bepaalde keuzes. De bestaande academische literatuur werpt slechts heel beperkt licht op beleggers en niet-rationele overwegingen bij aankopen in de woningmarkt. In dit onderzoek zal deze doelgroep specifiek worden uitgelicht om hierover meer te weten komen. Mogelijk geeft dit ook aanleiding tot verdere uitdieping en bredere toetsing van de bevindingen uit het onderzoek.

### *Maatschappelijke relevantie*

Voor ieder die actief is in deze sector is het goed om zich bewust te zijn van de invloed van deze elementen. Voor een goed zicht op en begrip van de sector is een totaalbeeld van het gedrag van vastgoedbeleggers belangrijk, niet in de laatste plaats voor vastgoedbeleggers zelf. Ook voor beleidsmakers kan inzicht in beleggersgedrag in de woningmarkt helpen om de werking ervan beter te begrijpen, want het geeft een realistischer profiel van de belegger en de redenen waarom die tot een bepaalde keuze komt.

Doordat op dit moment juist de particuliere beleggers in residentieel vastgoed veel in het nieuws komen, kan onderzoek naar de besluitvorming in acquisitietrajecten bij particuliere beleggers een bijdrage leveren aan de discussie omtrent de activiteiten van de particuliere beleggers.

## 1.8 Leeswijzer

- Hoofdstuk 1: Dit hoofdstuk start met de aanleiding tot het onderzoek en de gedragsaspecten die mogelijk een rol spelen in de aankoopwaardering bij particuliere beleggers in residentieel vastgoed. Dit vormt de aanzet tot de onderzoeksvraag.
- Hoofdstuk 2: In dit hoofdstuk volgt een algemene beschrijving van vastgoed als belegging en de particuliere belegger in woningen. Vervolgens wordt een beschrijving van de markt gegeven waarin deze belegger actief is en worden de actuele ontwikkelingen binnen de markt beschreven.
- Hoofdstuk 3: Dit hoofdstuk start met een beschrijving van de Traditionele Finance Theorie. Verder komt de gedragstheorie aan bod (Behavioral Finance). Aansluitend volgt een beschrijving van diverse in de literatuur beschreven 'heuristics and biases' met haar mogelijke invloeden in vastgoed.
- Hoofdstuk 4: In dit hoofdstuk staat de verantwoording van de gehanteerde onderzoeksmethoden centraal.
- Hoofdstuk 5: Aansluitend vindt in dit hoofdstuk de analyse van de onderzoeksresultaten plaats, aan de hand van citaten uit de diverse interviews die gehouden zijn onder de beleggers.
- Hoofdstuk 6: In dit hoofdstuk wordt antwoord gegeven op de onderzoeksvraag. Vervolgens wordt geëindigd met reflectie en aanbevelingen.

## Hoofdstuk 2. Beleggen in vastgoed

### Deelvraag 1.

*Wat zijn de kenmerken van particuliere beleggers in residentieel vastgoed en de markt waarin zij zich begeven en welke actuele ontwikkelingen spelen er in deze markt?*

In dit hoofdstuk zullen de algemene kenmerken van het investeren in vastgoed worden behandeld. Aansluitend worden de partijen die actief zijn in deze markt nader beschouwd, waaronder de particuliere belegger. Deze beleggers zijn actief in de woningmarkt, meer specifiek in de woningbeleggingsmarkt. In deze markt handelen de beleggers met als oogmerk om rendement te behalen, waarbij ook zal worden gekeken naar de waarderingsmethoden die deze beleggers gebruiken bij nieuw te verwerven vastgoed. Tot slot volgt een gedeelte over de actuele staat van de markt met de invloed die de overheid daarop heeft.

### 2.1 Vastgoed als belegging

Van een belegging is sprake indien huidige zekere bedragen worden opgegeven voor onzekere inkomsten in de toekomst (Van Gool et al., 2013). Een belegging in vastgoed houdt in dat vermogen in vastgoed wordt gealloceerd, met als doel om hieruit extra vermogen te genereren. Dit vermogen kan zowel worden gegenereerd uit huurinkomsten als uit waardegroei. Welk rendement de belegger wenst te realiseren is afhankelijk van de bestemming van het vastgoed, de combinatie van vreemd en eigen vermogen, de doelstellingen van de belegger, het risico en de risicospreiding. Het rendement dat de belegger kan maken op andere investeringsmogelijkheden, zoals aandelen, wordt ook meegewogen om te bepalen of het rendement relatief gezien aantrekkelijk is (Vlek et al., 2020).

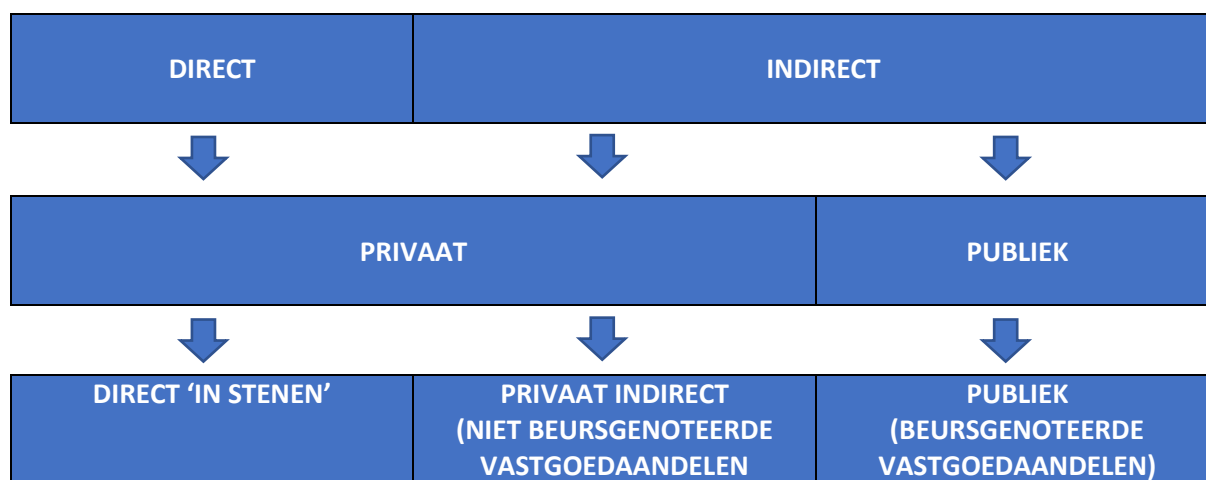
Een kenmerk van vastgoed is dat het een langdurige en stabiele stroom aan inkomsten kan opleveren. Daarbij laat het een aantrekkelijk rendement zien bij een relatief beperkt risico en biedt het een bepaalde mate van bescherming tegen inflatie. Dit maakt vastgoed voor investeerders aantrekkelijk om in te beleggen (Van Gool et al., 2013).

### 2.2 Direct en indirect vastgoed

Er zijn verschillende manieren om te investeren in de vastgoedmarkt, zie figuur 1. Een belangrijk onderscheid valt te maken tussen de directe of indirecte wijze waarop wordt geïnvesteerd. Direct vastgoed staat voor de belegging in 'stenen', waarbij de belegger rechtstreeks eigenaar is van het vastgoed om hieruit huur- of verkoopopbrengsten te ontvangen. De belegger heeft daarbij een meerderheidsbelang en de zeggenschap. Een indirecte belegging betreft een belegging in participaties of aandelen in een onroerend goed. De meest toegankelijke manier is het beleggen in vastgoedfondsen via de aandelenbeurs (Van Gool et al., 2013).

Indirect beleggen in vastgoed kan ook via vastgoedfondsen die niet via de beurs worden verhandeld. Deze zijn er in allerlei variaties en met verschillende risicoprofielen: van kleinere onroerend goed C.V.'s die zich richten op particulieren, tot grotere fondsen die beleggen voor pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen (Van Gool et al., 2013).

Figuur 1: Indeling van verschillende manieren om te investeren op de vastgoedmarkt  
Bron: Van Gool et al., 2013 (eigen bewerking)



Overigens valt op te merken dat particuliere beleggers de laatste jaren steeds meer posities in de vastgoedmarkt innemen via het investeren in vreemd vermogen. Daarbij treedt de belegger op als financier van een beleggingsobject middels bijvoorbeeld een onderhandse (hypothecaire) lening, crowdfunding of obligatie. Het voordeel hiervan is, dat bepaalde risico's die gepaard gaan met het investeren in vastgoed beperkt of gedeeld kunnen worden en de belegger kan selecteren in welk object hij investeert. Tevens zijn enige nadelen van het investeren in direct vastgoed niet aan de orde: er hoeft immers geen actief beheer over het vastgoed gevoerd te worden.

### 2.3 Voor en- nadelen van direct vastgoed

Het beleggen in direct vastgoed kent diverse voor- en nadelen. In onderstaand schema zullen deze worden weergegeven en achtereenvolgens worden behandeld.

Figuur 2: Voor en nadelen van beleggen in direct vastgoed  
Bron: Van Gool et al., 2013

Voordelen	Nadelen
Portefeuillediversificatie	Kennis- en managementintensief
Stabiele inkomsten	Groot vermogensbeslag
Gunstige rendements/risicoverhouding	Intransparantie
Redelijke bescherming tegen inflatie	Illiquiditeit
Meer rendement door actief management	Lastige performancemeting
Specifieke kansen op vastgoedmarkten	
Fiscale voordelen	

#### Voordelen: Portefeuillediversificatie

In een onderzoek van Hudson-Wilson et al. (2005) werd duidelijk dat de correlatie tussen vastgoed en verschillende andere beleggingscategorieën, zoals cash, aandelen en obligaties laag is en in sommige gevallen zelfs negatief is. Vastgoed is daarmee relatief ongevoelig voor bijvoorbeeld schommelingen op de beurs. De onderzoekers lieten in dit onderzoek zien dat vastgoed een belangrijke plaats inneemt in een gespreide beleggingsportefeuille.

### *Stabiele inkomsten*

Vergeleken met andere assetclasses, produceert vastgoed een hoog en stabiel inkomen. Hudson-Wilson et al. (2005) vergeleken vastgoed met aandelen en obligaties: vastgoed bleek over een lange reeks van jaren de meest stabiele inkomsten te laten zien. Daarmee is vastgoed een goede toevoeging in de portefeuille voor beleggers die in een terugkerend inkomen willen voorzien. Het directe rendement uit vastgoed is afkomstig van de huurders, die vastgelegd zijn middels huurcontracten. Dit maakt het rendement tevens voorspelbaar (Van Gool et al., 2013).

### *Gunstige rendements/risicoverhouding*

In het artikel 'Why real estate?' werden de beleggingsresultaten van vastgoed, aandelen en obligaties beschouwd over een periode van circa 23 jaar. Het beste rendement werd in die periode behaald in de beleggingscategorie aandelen. In dit resultaat was nog geen rekening gehouden met het risico. Om dit risico te kunnen uitdrukken wordt gebruik gemaakt van de Sharpe Ratio<sup>1</sup>. Vastgoed bleek daarmee het beste te presteren afgezet tegen het risico (Hudson-Wilson et al., 2005). Vastgoed heeft daarmee een meerwaarde op de totale risico/rendementsverhouding van de beleggingsportefeuille.

### *Bescherming tegen inflatie*

De kasstromen uit vastgoed bieden per definitie een goede bescherming tegen inflatie. Door de mogelijkheid om huren mee te laten groeien met de inflatie door middel van indexeringsclausules in huurcontracten, is dit inflatierisico minimaal en biedt verhuurd vastgoed een goede 'inflatiehedge'.

In bepaalde mate geldt dit ook voor de onderliggende waarde van het vastgoed, waarbij vooral bij beleggingen in residentieel vastgoed een correlatie te zien is tussen de woningwaarde en de inflatie. Voor overige soorten vastgoedbeleggingen geldt dit in mindere mate (Van Gool et al., 2013).

### *Meer rendement door actief management*

Het rendement op vastgoed valt te beïnvloeden door actief management. Met allerlei ingrepen kan invloed uitgeoefend worden op het directe rendement uit de huurinkomsten en het indirecte rendement uit waardegroei van het vastgoed. Daarbij kan gedacht worden aan het doen van renovaties, herontwikkelingen of het voeren van actief energiemangement (Van Gool et al., 2013).

### *Specifieke kansen*

De vastgoedmarkt wordt gekenmerkt door inefficiëntie en onvolledige informatie. Het is hierdoor mogelijk een bepaalde voorsprong in een markt op te bouwen en daarmee een beter rendement te behalen dan op grond van het risico mag worden aangenomen (Van Gool et al., 2013). Als belegger kan dit een motief vormen om als specialisatie een specifieke locatie te kiezen, zodat hier informatievoordelen benut kunnen worden.

### *Fiscale voordelen*

Het beleggen in vastgoed heeft diverse fiscale voordelen. Voor de particuliere belegger in Nederland zijn er mogelijkheden om vastgoed aan te houden in Box III, waarbij er een relatief lage belastingdruk is. De huurinkomsten zijn zelfs vrijgesteld van belastingen. Bij een belegging vanuit een vennootschap

---

<sup>1</sup> De Sharpe ratio stelt ons in staat om rendementen uit te drukken per eenheid risico, de formule hiervoor luidt:

$$S = \frac{E[R - R_f]}{\sigma}$$

*R* is het rendement. *R<sub>f</sub>* is het rendement van een benchmark op een risicoloze belegging  
*E[R - R<sub>f</sub>]* vormt het verwachte overschot van rendement boven de benchmark  
*σ* is de standaarddeviatie van het overschot

zijn er aantrekkelijke mogelijkheden tot afschrijving van het vastgoed, of het herinvesteren van verkoopwinsten via de herbeleggingsreserve (Berkhout & Van der Paardt, 2019).

#### *Nadelen: Kennis en management intensief*

Eén van de belangrijkste nadelen van het exploiteren van vastgoed is dat het erg managementintensief is. Het beleggen in direct vastgoed vraagt zeer veel specifieke kennis, onder meer voor het voeren van het commercieel, technisch en administratief beheer, het hebben van kennis van lokale markten en het kunnen inspelen op steeds veranderende wet- en regelgeving. Een voorbeeld van regelgeving in de residentiële sector is het steeds veranderende woningwaarderingstelsel (WWS) waarmee de huurprijs van bepaalde woningen dient te worden vastgesteld.

#### *Groot vermogensbeslag*

Indien een belegger een redelijke spreiding wenst te bereiken is er al snel sprake van een groot vermogensbeslag. Vastgoed kent hoge eenheidsprijzen, waardoor het niet eenvoudig is om een verantwoorde risicospreiding te realiseren met kleine investeringen (Van Gool et al., 2013).

#### *Intransparantie*

De vastgoedmarkt wordt gekenmerkt door intransparantie en versnippering: informatie over de gehele markt is slechts beperkt te verkrijgen. De informatie die wel beschikbaar is, is vaak niet compleet. Dit kan tot gevolg hebben dat er in een vastgoedtransactie een informatieasymmetrie ontstaat tussen de verschillende partijen. Hierdoor komt de prijsvorming niet efficiënt tot stand (Füss & Ruf, 2015). Daar waar wel informatie beschikbaar is, kan dit leiden tot prijsstijgingen en speculatie.

#### *Illiquiditeit*

Vastgoed is heterogeen van karakter en daarmee illiquide in vergelijking tot aandelen en obligaties. De transactiekosten voor vastgoed zijn relatief hoog en er is vrij veel tijd gemoeid met het doen van transacties. Op korte termijn bieden vastgoedportefeuilles daarmee weinig flexibiliteit (Van Gool et al., 2013).

#### *Lastige performancemeting*

De performancemeting van vastgoed is lastig te realiseren, met name vanwege de indirecte rendementen die worden bepaald door vastgoedtaxaties. 'Smoothing' (afvlakking) en 'lagging' (vertraging) kunnen de uitkomsten beïnvloeden (Van Gool et al., 2013). Dit geldt echter in steeds mindere mate voor de woningmarkt, waar de afgelopen jaren steeds meer data wordt verzameld en vrijgegeven door de NVM, het Kadaster en het CBS. Hierdoor zijn de indirecte rendementen op woningbeleggingen steeds beter te benaderen.

## 2.4 Typen beleggers

De Nederlandse vastgoedmarkt kent verschillende soorten beleggers. Zo valt onderscheid te maken tussen institutionele en particuliere beleggers. Deze beleggers hebben ieder hun eigen doelstelling en een daarbij gekozen rendements-/risicoprofiel.

De beleggingsdoelstellingen leiden tot verschillende beleggingscriteria, waarmee zowel de mix van beleggingsvormen binnen het portfolio als de keuze voor een bepaald type vastgoed kan worden gemaakt. Een aantal van deze criteria is hieronder opgenomen:

- het gewenste beleggingsrendement;
- de beoogde liquiditeit van de belegging;
- eventueel gebruik van vreemd vermogen bij het beleggen;
- matching van de belegging met de verplichtingen.



Het CBS (2019) definieert de institutionele beleggers als volgt:

*“Institutionele beleggers zijn instellingen die door hun activiteiten de beschikking krijgen over gelden die ze moeten beleggen.”*

De institutionele belegger beheert het vermogen van pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en beursgenoteerde beleggingsfondsen. In veel gevallen is doelstelling van de institutionele belegger geld te beleggen van deelnemers, om in de toekomst aan bepaalde verplichtingen te kunnen voldoen, zoals het uitkeren van pensioenen (Van Gool et al., 2013).

Een andere groep die actief is op de beleggingsmarkt zijn de particuliere beleggers. Deze partijen opereren met privévermogen op de vastgoedmarkt, al dan niet aangevuld met een deel vreemd vermogen. Hun doelstellingen zijn om hun vermogen te laten groeien of in een toekomstig inkomen te voorzien (Van Gool et al., 2013). De investeringen zijn overwegend kleiner van omvang, maar niettemin kunnen deze portefeuilles grote omvang bereiken tot wel enkele duizenden verhuur-eenheden.

## 2.5 Particuliere beleggers

Om een breder begrip te krijgen van de particuliere belegger in residentieel vastgoed is het van belang deze groep nader te definiëren en hun motivatie en hun algemene doelstellingen te begrijpen.

Particuliere beleggers zijn natuurlijke personen of rechtspersonen die hun eigen vermogen aan (laten) wenden om vastgoed te kopen voor de verhuur. Deze beleggers investeren voor eigen portefeuille. Dit onderzoek wordt afgebakend bij particuliere beleggers die investeren in residentieel vastgoed. De beleggers met grotere portefeuilles zijn echter vaak ook actief in andere vastgoedsegmenten, zoals winkels, bedrijfspanden of kantoren (Lennartz et al., 2019).

Belangrijke redenen om te investeren in vastgoed is de behoefte aan een extra pensioenvoorziening, de verwachte waardestijging en de inkomsten uit huur. Uit hetzelfde rapport blijkt dat de beleggers echter de grootste waarde hechten aan een hoog en stabiel direct rendement. Beleggers zien hun activiteiten met name als een langetermijninvestering met als doelstelling de portefeuille over te dragen aan de volgende generatie (Lennartz et al., 2019).

Als we kijken naar de definitie van de particuliere beleggers conform het CBS en het Kadaster, dan verwijzen beide naar een natuurlijk persoon (zie ook onderzoeksopzet). Voor dit onderzoek wordt een iets bredere definitie gekozen. Ook beleggers die vanuit hun particulier vermogen (eventueel aangevuld met vreemd vermogen) beleggen in woningen, maar hun vastgoed in een besloten vennootschap aanhouden, behoren tot het onderzoeksterrein. De natuurlijk persoon is in dit geval immers de belanghebbende, ook wel de UBO genoemd (Ultimate Beneficial Owner).

## 2.6 De woningmarkt

In 2020 bestond de totale Nederlandse woningvoorraad uit bijna acht miljoen woningen. Hiervan was 57% procent een koopwoning en 42% een huurwoning (restcategorie eigendom onbekend). Het grootste deel van de huurwoningen was in eigendom van een woningcorporatie; het overige deel van de huurwoningen was in 2020 in bezit van overige verhuurders: bedrijven, institutionele beleggers en particulieren (CBS, 2021).

*Figuur 3: Verdeling woningvoorraad in 2020*  
*Bron: CBS, 2021 (eigen bewerking)*



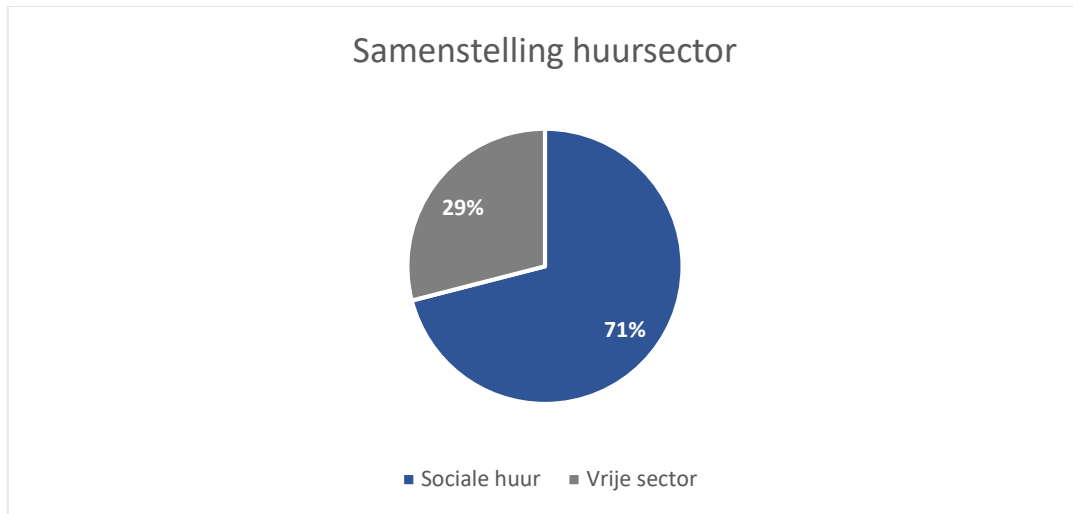
In totaal is ongeveer één miljoen woningen in bezit van bedrijven, institutionele beleggers en particulieren. De helft van deze woningen zijn van particulieren, de andere helft van bedrijven en institutionele beleggers (NVM & Vastgoed Management Nederland, 2020).

Waar in de periode na de Tweede Wereldoorlog een groot deel van de Nederlandse woningvoorraad in bezit was van particuliere verhuurders, nam dit af tot het dieptepunt in 2010. Vanaf 2010 is hier echter een kentering in te zien: de particuliere verhuurders zijn bezig met een opmars, tot aan het huidige niveau van circa 13%. Hoeveel woningen in Nederland in bezit zijn van de particuliere belegger zoals gedefinieerd in dit onderzoek (privébezit en vennootschap met natuurlijk persoon als UBO), is niet precies bekend. Recent onderzoek in opdracht van het Ministerie van BZK geeft nog de beste indicatie: 80 procent is in bezit van bedrijven en particulieren en 20 procent in bezit van institutionele beleggers (Blijie et al., 2019).

De huurwoningenmarkt kan worden verdeeld in de sociale sector en de vrije sector. In de sociale sector zijn voornamelijk woningcorporaties actief, die tot doel hebben om een woningen aan te kunnen bieden aan huishoudens met een laag inkomen. De woningen in de sociale huursector hebben een huur van maximaal € 763,47 (liberalisatiegrens, prijspeil 2022) conform het huurpuntensysteem. De overheid speelt in de sociale sector een zeer belangrijke rol, door het maximeren van de huurprijzen via het Woning Waardering Stelsel, het toekennen van huurtoeslag voor bepaalde doelgroepen en de woonruimteverdeling (Van Gool et al., 2013). De vrije sector is het deel van de huurwoningenmarkt dat verhuurd wordt boven huurliberalisatiegrens. In dit deel van de markt komt de huur tot stand door de markt, zoals die in vrij verkeer tussen de huurder en verhuurder overeengekomen wordt (Lennartz et al., 2019). Hoewel particuliere beleggers voornamelijk bezit hebben in de vrije huursector, hebben zij ook bezit in de sociale huursector.

In 2018 viel circa 71 procent van alle huurwoningen in de sociale sector en 29 procent van de woningen in de vrije sector (Conijn, 2021).

*Figuur 4: Samenstelling huursector  
Bron: Conijn, 2021 (eigen bewerking)*



### 2.7 De woningbeleggingsmarkt

Al deze huurwoningen, zowel in de sociale als de vrije sector, zijn onderdeel van de woningbeleggingsmarkt. De woningbeleggingsmarkt is een onderdeel in de totale vastgoed-beleggingsmarkt, waar ook andere categorieën, zoals bedrijfsruimte, kantoorruimte en winkels onderdeel van uitmaken.

In de jaren van 2010 tot 2020 groeide het transactievolume op de totale vastgoedbeleggingsmarkt van circa 7 miljard naar ruim 20 miljard euro per jaar. De woningbeleggingsmarkt groeide binnen de totale vastgoedbeleggingsmarkt nog sneller in omvang. Waar het beleggingsvolume in 2010 rond de 1,3 miljard euro lag, steeg dit in 2020 tot een piek van 11,4 miljard euro. Woningbeleggingen zijn daarmee fors populairder geworden. In 2020 lag het aandeel woningbeleggingen op 55% van het totaal aantal transacties op de vastgoedbeleggingsmarkt (Capital Value, 2021).

*Tabel 1: Transactievolume Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt (x 1 miljard euro)  
Bron: Capital Value, 2021 (eigen bewerking)*



Woningbeleggingen worden gezien als een veilige beleggingscategorie, die door het lage risico relatief makkelijk gefinancierd worden. De belangstelling onder beleggers laat zich verklaren door een aantal factoren in deze markt. Zo is er in Nederland nog steeds sprake van een (lichte) bevolkingsgroei en een groei van het aantal huishoudens. Het gemiddeld aantal personen per huishouden ligt op 2,14 personen in 2020, in 1977 lag dit cijfer op 3 personen. Ook is er in Nederland sprake van een woningtekort, in 2020 werd dit becijferd op 311.000 woningen. Dit tekort zal in de komende jaren naar verwachting verder oplopen, onder meer door beperkte nieuwbouw van de afgelopen jaren, de eisen van overheden op het gebied van milieu en betaalbaarheid en door het vooraf bepalen van maximale huur- en verkoopprijzen in met name de grote steden (Cushman and Wakefield, 2021).

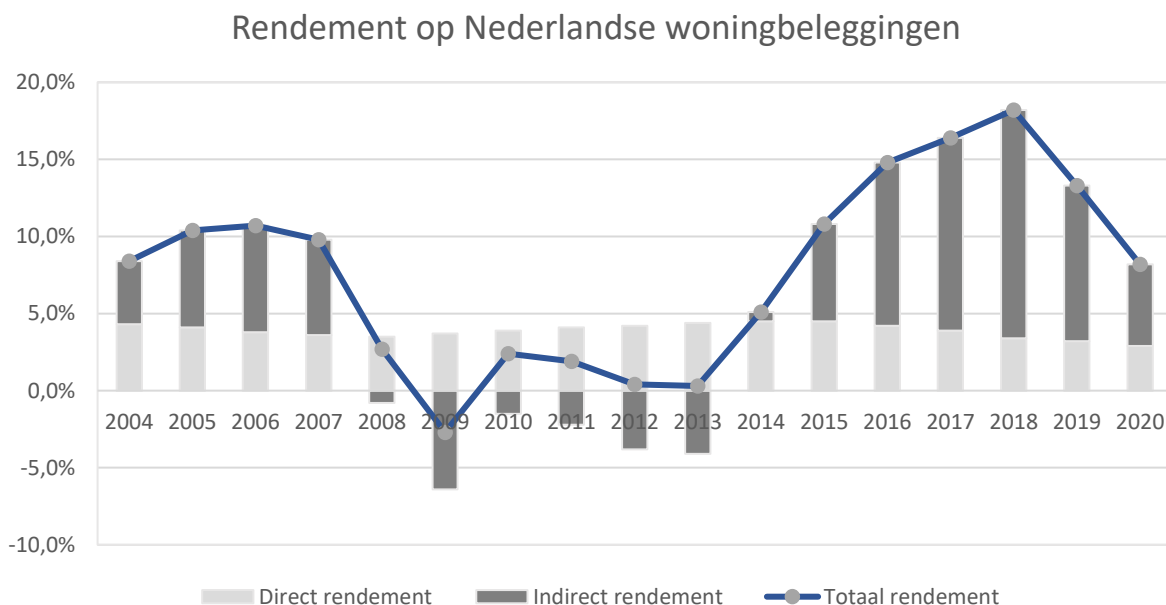
## 2.8 Rendement

Het totaalrendement op woningbeleggingen wordt beïnvloed door twee elementen: het directe en het indirecte rendement. Het directe rendement wordt gerealiseerd uit de huurstream, die wordt afgezet tegen de investering bij aanvang. Het directe rendement wordt uitgedrukt als percentage van de koopsom, overigens zonder te corrigeren voor vreemd vermogen.

Het indirecte rendement wordt gerealiseerd door de onderliggende waardeverhoging van het vastgoed en is gelijk aan aankoopssom + de waardemutatie gedurende de looptijd, afgezet tegen aankoopssom aan het begin van de looptijd.

In onderstaande grafiek is te zien dat het directe rendement op Nederlandse woningbeleggingen een stabiel karakter heeft. Het indirecte rendement is daarentegen meer beweeglijk en in 2009 zelfs even negatief geweest. Desalniettemin maakt het indirecte rendement door forse prijsstijgingen van woningen een inhaalslag na 2015, waardoor het gemiddelde totaalrendement op een Nederlandse woningbeleggingen in de periode 2004-2020 uitkomt op 7,7% op jaarbasis.

Tabel 2: Rendement op Nederlandse woningbeleggingen 2004-2020  
Bron: MSCI, 2021 (eigen bewerking)



Beleggers zullen bij aanvang van nieuwe investeringen willen bepalen of er toekomstige huurgroei valt te realiseren, of dat er een potentieel neerwaarts risico is, wanneer de huur hoog is in verhouding tot de markt. Dit heeft immers invloed op het directe rendement. Dit risico was duidelijk aanwezig tijdens

de corona pandemie: verhuurders in het hogere huursegment werden getroffen door huurdalingen of zelfs leegstand, zeker in de grote steden (Trappenburg, 2021).

## 2.9 Waarderingsmethoden

Wanneer beleggers de waarde van nieuw te verwerven woningbeleggingen inschatten, kan er gebruik gemaakt worden van verschillende waarderingsmethoden. De belangrijkste methoden die door particuliere beleggers worden gebruikt zijn als volgt:

- de BAR/NAR-methode;
- de Beleggingswaarde/DCF-methode;
- Comparatieve methode.

### *BAR/NAR-methode*

Het bruto aanvangsrendement (BAR) en het netto aanvangsrendement (NAR) zijn de meest gebruikte methoden. In principe betreffen deze methoden geen rendementscriteria, maar is het een methode om de marktwaarde van een beleggingsobject in te schatten (Beijer et al., 2020). Vlek et al. (2020) definiëren de BAR en NAR als een verhoudingsgetal.

De BAR wordt berekend door de bruto huurinkomsten of markthuurlaan te delen door de mogelijke verkrijgingsprijs (v.o.n.) van een vastgoedobject. De uitkomst wordt als percentage uitgedrukt.

De methode kan ook zo worden gebruikt dat er een subjectieve waarde aan een mogelijk te verwerven object kan worden toegekend. De marktwaarde van een beleggingsobject wordt dan bepaald door de bruto huurinkomsten of markthuurlaan te delen door de gewenste BAR. Bij deze methode wordt de te realiseren BAR op basis van mogelijke verwervingsprijs vergeleken met de intern vereiste BAR (Beijer et al., 2020).

De NAR-methode is qua methodiek gelijk aan de BAR-methode, zij het dat de bruto huurinkomsten of bruto markthuurlaan bij de NAR-methode wordt verminderd met de geldende exploitatielasten.

Hoe lager de BAR, hoe hoger de investering verhoudingsgewijs is. Bij een beleggingsobject met een lage BAR, past een laag risicoprofiel en een lange terugverdientijd. De hoogte van de te hanteren BAR hangt af van objectspecifieke kenmerken, zoals locatie en de kwaliteit van het gebouw.

### *Beleggingswaarde/DCF-methode*

Bij de DCF-methode worden alle toekomstige positieve en negatieve kasstromen contant gemaakt met een disconteringsvoet per heden. De discontovoet staat gelijk aan de rendementseis. Alle toekomstige huurinkomsten, perioden van leegstand, exploitatielasten en de verkoop van het gebouw worden in deze berekening meegenomen. Het nadeel hiervan is dat verschillende inkomstenstromen geschat dienen te worden, waarbij bepaalde veronderstellingen gedaan moeten worden.

De DCF-methode heeft als voordeel dat er rekening wordt gehouden met toekomstige cashflows en de tijdswaarde van geld. Daarbij is het mogelijk om met de DCF-methode over een lange beschouwingsperiode het rendement van de belegging te analyseren (Van Gool et al., 2013).

Deze methode wordt wat minder gebruikt door de particuliere belegger, maar kan een goede aanvulling zijn om de marktwaarde die berekend is met de BAR/NAR-methode te toetsen. Op die wijze valt namelijk te toetsen of de marktwaarde die berekend wordt met de BAR/NAR-methode afwijkt van de marktwaarde door het geïmpliceerde BAR van de DCF-waardering te berekenen (Vlek et al., 2020)

### Comparatieve methode

Deze methode wordt vaak gebruikt in combinatie met de BAR/NAR-methode om het te waardenen object aan de hand van soortgelijke objecten en gerealiseerde verkoop- en/of verhuurtransacties te vergelijken. Hierbij wordt gebruik gemaakt van verschillende aspecten op privaat- en publiekrechtelijk gebied, de kwaliteit van het gebouw, de locatie en de marktsituatie.

## 2.10 Ontwikkelingen en overheidsbeleid

Er zijn verschillende institutionele factoren die hun invloed hebben op de werking van de woningmarkt. Zo hebben zowel demografische, economische als politieke factoren ieder hun eigen impact. Aan de hand van deze drie factoren zal de staat van de woningmarkt worden beschreven. Ook zal een vooruitblik worden gegeven op mogelijke ontwikkelingen die de komende jaren een rol kunnen gaan spelen.

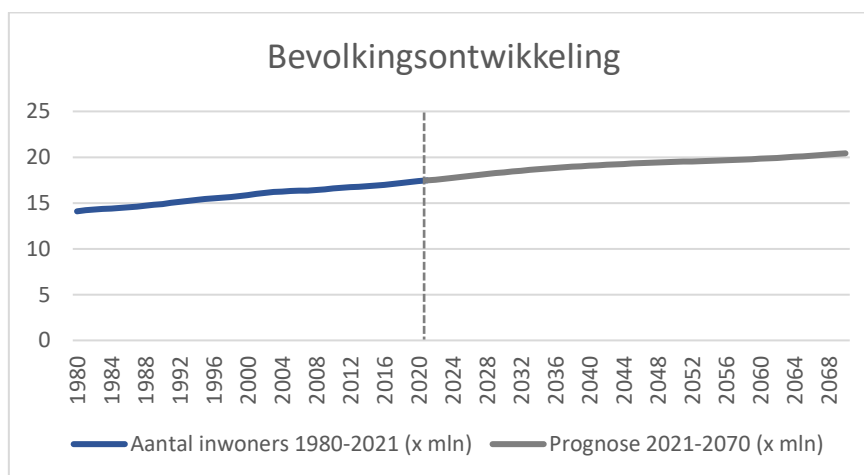
### 2.10.1 Demografische ontwikkelingen

Bij de demografische ontwikkeling komt een aantal aspecten samen met directe impact op de vraag naar woningen. Allereerst speelt daarbij de bevolkingsontwikkeling. Ook belangrijk is de ontwikkeling van het aantal huishoudens; die bepaalt immers de vraag naar het aantal woningen.

De Nederlandse bevolking telt in 2021 circa 17,4 miljoen inwoners. De Nederlandse bevolking blijft naar verwachting de komende vijftig jaar groeien, waarmee het inwonertal in 2070 naar verwachting uitkomt op circa 20,4 miljoen mensen (CBS, 2020).

Tabel 3: Bevolkingsontwikkeling in Nederland 2020-2070

Bron: CBS, 2020 (eigen bewerking)



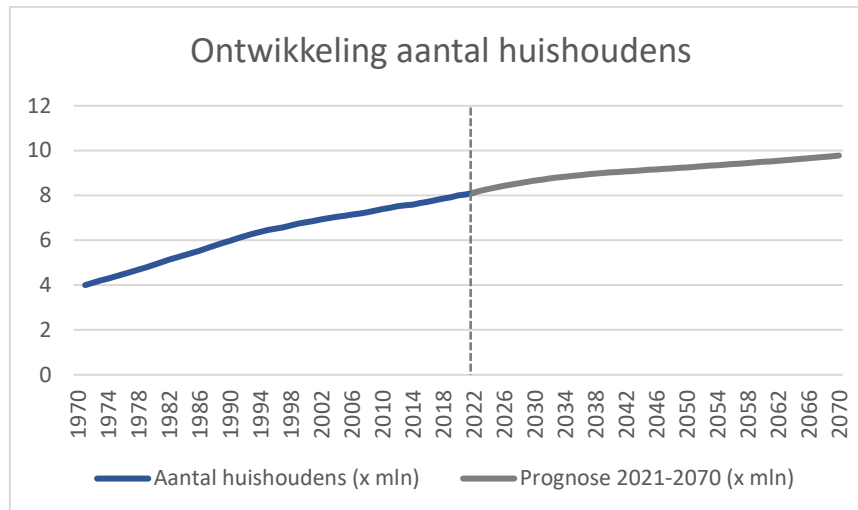
Een groot deel van de stijging van het bevolkingsaantal wordt beïnvloed door immigratie en door een stijgende levensverwachting. Met name het aantal ouderen laat een stijging zien: waar momenteel 19,4% van de bevolking 65 jaar en ouder is, stijgt dit naar verwachting tot ruim 26% in 2070 (CBS, 2020).

Niet alleen het aantal inwoners heeft zijn effect op de woningmarkt, maar ook het aantal huishoudens speelt een grote rol. Het aantal Nederlandse huishoudens groeit reeds langere tijd naar verhouding sterker dan het inwonertal. In de driejaarlijkse Huishoudensprognose van het CBS (2021b) wordt beschreven dat het inwonertal van Nederland sinds 1971 groeide met circa een derde, terwijl in dezelfde periode het aantal huishoudens min of meer verdubbelde.

Begin 2021 telde Nederland iets meer dan 8 miljoen huishoudens. Voor 2070 wordt verwacht dat dit aantal 9,8 miljoen bedraagt. De belangrijkste oorzaak van de huishoudensgroei is de sterke toename van eenpersoonshuishoudens. Ook voor de komende jaren wordt verwacht dat deze trend zich zal doorzetten. Momenteel zijn er circa 3,1 miljoen eenpersoonshuishoudens, naar verwachting bedraagt dit aantal 4,2 miljoen in 2070 (CBS, 2021b).

Tabel 4: Huishoudensontwikkeling in Nederland 1970-2070

Bron: CBS, 2021b (eigen bewerking)



### 2.10.2 Economische ontwikkelingen

Gezien de toename van de bevolking en de nog sneller stijgende ontwikkeling van het aantal huishoudens, dient er gebouwd te worden om al deze huishoudens een woning te verschaffen. Er is reeds een woningtekort aanwezig en dit zal verder oplopen naar circa 355.000 woningen in 2023 (Capital Value, 2021). Om in al deze woningen te voorzien is nieuwbouw nodig. In de jaren na de financiële crisis bleef de bouwproductie achter. Ten gevolge van de coronacrisis en de stikstofproblematiek zijn er verschillende woningbouwprojecten die verdere vertraging hebben opgelopen. Er werden er in 2020 niet meer woningen gebouwd dan het jaar ervoor (ABF Research, 2021).

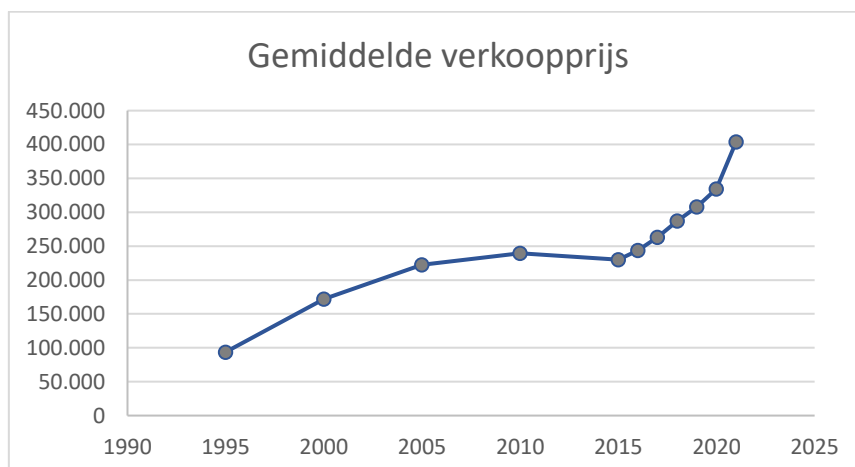
Het huidige woningtekort zal naar verwachting gaan kenteren in de komende jaren. Conform de verwachting uit de Primos-prognose 2021 zal in de tweede helft van de jaren twintig de woningvoorraad met ruim 80 duizend woningen per jaar toenemen. Per saldo neemt in de periode 2021 t/m 2034 de voorraad toe met bijna 990 duizend woningen, dit is een uitbreiding van 12,4%. Het woningtekort zal naar verwachting dalen van de piek van 3,9% van de totale woningvoorraad in 2024 naar 2,7% in 2030 en 2,0% (zijnde circa 179 duizend woningen) in 2035 (ABF Research, 2021).

Tabel 5: Verwacht woningtekort 2021-2035  
 Bron: ABF Research, z.d. (eigen bewerking)



Door het huidige woningtekort, de aanhoudend lage rente en belastingvoordelen voor woningbezitters in combinatie met ruime leennormen is er momenteel sprake van oververhitting op de woningmarkt (De Nederlandsche Bank, 2021). De prijsstijging over de afgelopen 5 jaar bedroeg gemiddeld 8% per jaar, voor 2022 verwacht De Nederlandsche Bank een stijging van 11,3%. Indien deze prijsstijging doorzet tot op dit niveau, betekent dit een verdubbeling van de gemiddelde woningprijs in de afgelopen 5 jaar.

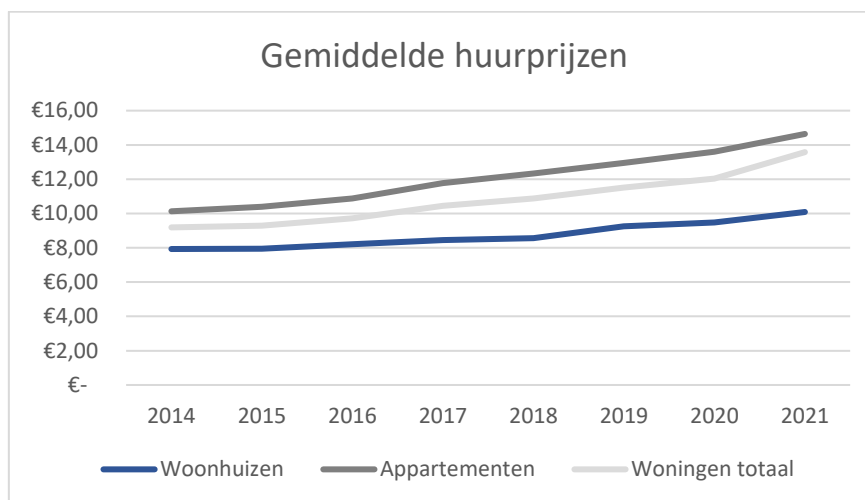
Tabel 6: Ontwikkeling gemiddelde verkoopprijzen woningen in euro's 1995-2021  
 Bron: CBS & Kadaster, 2021 (eigen bewerking)



Door de huidige prijsstijgingen in de koopwoningenmarkt, is er een groeiende groep die is aangewezen op de vrije huursector (NVM & Vastgoed Management Nederland, 2020). Deze groep verdient ook te veel voor de sociale huursector. De vraag in de vrije huursector neemt hierdoor extra toe, terwijl het aanbod van huurwoningen in de vrije sector slechts beperkt is gegroeid. De huren zijn hierdoor fors meer gestegen dan de inflatie.



Tabel 7: Ontwikkeling huurprijzen per vierkante meter per maand in de vrije sector 2014-2021  
Bron: NVM & VGM, 2021 (eigen bewerking)



Door de lage rente, sterke prijsstijgingen van huur- en koopprijzen, is de belangstelling van bij particuliere beleggers voor het verhuren van woningen gestegen.

### 2.10.3 Politieke ontwikkelingen

De huidige woningnood en de betaalbaarheid van wonen hebben ervoor gezorgd dat woningbeleid een belangrijk aandachtspunt is van de huidige regering. Zo gaat de woningbouwambitie omhoog van 75 duizend naar 100 duizend woningen per jaar. Ook moeten er meer betaalbare huur- en koopwoningen worden gebouwd. Verder worden er maatregelen genomen om verregaande activiteit van (particuliere) beleggers tegen te gaan. In deze paragraaf worden de actuele ontwikkelingen beschreven die invloed hebben op de huurwoningen en beleggers.

#### *Verhuurderheffing*

Sinds 2013 dragen alle verhuurders die meer dan vijftig sociale huurwoningen in bezit hebben een belasting af over hun woningbezit (Belastingdienst, 2021). In het regeerakkoord van het kabinet-Rutte IV is echter bepaald dat deze heffing vanaf 2023 wordt afgeschaft.

#### *WWS*

Het Woning Waardering Stelsel wordt gebruikt om de maximale huur van huurwoningen te bepalen. Sinds 2015 speelt ook de WOZ-waarde een rol in deze waardering. Hiermee is er een koppeling gekomen tussen de prijzen van koopwoningen en huurwoningen, waarmee stijging van koopprijzen automatisch zal leiden tot hogere toegestane huurprijzen. Wanneer de huurprijs conform dit puntensysteem uitkomt boven de liberalisatiegrens van € 763,47 (prijspeil 2022), kan een sociale huurwoning in de vrije sector belanden, waar de marktprijs gerealiseerd mag worden (ABF Research, 2019).

Een aantal politieke partijen heeft zijn zorgen geuit over de huurstijgingen en het aantal sociale huurwoningen dat hiermee verdwijnt. Om dit tegen te gaan ligt er momenteel een aantal maatregelen op tafel, waaronder de 'noodknop middenhuur'. Deze maatregel houdt in dat er een mogelijkheid komt voor (lokale) overheden om huurstijgingen van een bepaald deel van de voorraad in te perken (ABF Research, 2019). Ook wordt erover gesproken om het WWS te laten gelden voor woningen met huren tot € 1.000,- en het maximeren van het puntenaandeel van de WOZ-waarde op 33%. Alhoewel deze maatregelen op het moment van schrijven nog niet zijn doorgevoerd, lijkt een vorm van verdere huurprijzbescherming op komst.

### *Opkoopbescherming*

Per 1 januari 2022 hebben gemeenten de mogelijkheid om een opkoopbescherming op te nemen in de Algemene Plaatselijk Verordening. Dit houdt in dat bepaalde woningen de eerste vier jaar na aankoop niet verhuurd mogen worden. De gemeenten hebben hiermee de mogelijkheid om aankopen van beleggers aan banden te leggen (Rijksoverheid, 2021).

### *Overdrachtsbelasting*

Per 1 januari 2021 is de overdrachtsbelasting op woningen die gekocht worden door beleggers verhoogd van 2% naar 8%. Conform het regeerakkoord van het kabinet-Rutte IV, zal dit in 2023 verder stijgen naar 9%. Deze maatregel is onderdeel van een breder pakket rondom de differentiatie van de overdrachtsbelasting, waarbij de starters op de woningmarkt zelfs helemaal geen overdrachtsbelasting meer betalen (Ministerie van Financiën, 2020).

### *Huurverhoging*

In de vrije en sociale huursector golden de afgelopen jaren regels voor de mate van de huurverhoging. In de sociale huursector werden de huren in 2021 zelfs een jaar bevroren. In 2022 wordt de huurverhoging in de vrije huursector beperkt tot een maximum percentage van 3,3% (Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties, 2021).

### *Aanpassingen Box III*

Sinds enige jaren zijn er diverse wijzigingen doorgevoerd in Box III. Grotere vermogens worden in afwijking van een aantal jaren al geleden inmiddels zwaarder belast. Veel particuliere beleggers hebben hun bezit in Box III, waar een relatief gunstig belastingregime van toepassing is.

Beleggers die woningen verhuren in de sociale sector, mochten in 2021 een lagere waarde opvoeren op hun belastingaanslag, middels toepassing van de leegwaardratio. Vanaf 2023 is dit niet meer het geval en betalen deze beleggers per saldo een hogere belasting. Hiermee wordt vooruitgelopen op een nieuw in te voeren belastingregime in Box III vanaf 2025, waarbij inkomsten uit vermogen worden belast op basis van werkelijk rendement (Taxlive, 2021).

## 2.11 Deelconclusie

In deze paragraaf wordt het antwoord op de volgende deelvraag beschreven:

*Wat zijn de kenmerken van particuliere beleggers in residentieel vastgoed en de markt waarin zij zich begeven en welke actuele ontwikkelingen spelen er in deze markt?*

De particuliere belegger kan op diverse manieren investeren in vastgoed, al dan niet onder aanwending van vreemd vermogen. Onderwerp van deze scriptie is de particuliere belegger in residentieel vastgoed, in een iets bredere definitie dan wordt gehanteerd door het Kadaster en het CBS. Niet alleen natuurlijke personen die vanuit hun particulier vermogen beleggen in woningen, maar ook beleggers die hun vastgoed in een besloten vennootschap aanhouden behoren tot het onderzoeksterrein, mits de UBO (Ultimate Beneficial Owner) een natuurlijk persoon betreft.

Deze particuliere beleggers zijn voornamelijk actief in de vrije huursector, het gedeelte van de huurwoningenmarkt waarvoor minder strikte regels gelden voor de huurprijsbepaling. De doelstelling van deze beleggers is om vermogen te genereren, zowel direct uit de huurstream, als indirect door waardegroei. Door particuliere beleggers worden onder meer de stabiele inkomstenstream, gunstige rendements/risicoverhouding en de bescherming tegen inflatie gezien als positieve punten.

De woningbeleggingsmarkt is de afgelopen jaren sterk in omvang toegenomen, ook particuliere beleggers hebben hierin hun aandeel. Een analyse van het gemiddelde totaalrendement op Nederlandse woningbeleggingen laat zien dat deze in de afgelopen jaren op 7,7% uitkomt.

In Nederland is een aantal trends waar te nemen die de belangstelling voor huurwoningen verklaren. Het woningtekort is hoog, de vrije huursector niet uitgezonderd. Daarnaast groeit de bevolking de komende jaren en neemt het aantal huishoudens nog sneller toe. Door deze ontwikkelingen stegen de huur- en koopprijzen de afgelopen jaren fors en behaalden beleggers goede resultaten.

Toch valt er wel één en ander af te dingen op de hoge belangstelling voor de woningbeleggingsmarkt. De markt ligt onder een vergrootglas bij de politiek en veel zaken worden de komende jaren verder gereguleerd. Dit kan tot gevolg hebben dat de hoogte van de huren de komende jaren beperkt zal worden en de belastingdruk zal toenemen. Ook wordt het kopen en verkopen van vastgoed lastiger gemaakt door maatregelen zoals de opkoopbescherming en de verhoging van de overdrachtsbelasting.

De verwachting is dat beleggers zich laten beïnvloeden door al deze zaken in het nemen van hun investeringsbeslissing. Ongetwijfeld hebben deze beleggers een bepaalde mate van scepsis hebben tegenover verdere regulering, het rendement op de beleggingen wordt er mogelijk door beïnvloedt. Mogelijk zullen deze beleggers zich hierdoor de komende jaren minder actief gaan opstellen in de markt, minder gaan aankopen of tot verkoop overgaan.

## Hoofdstuk 3. Behavioral Finance

### Deelvraag 2.

*Wat zegt de theorie over niet-rationele overwegingen voor het maken van beleggingskeuzes en welke invloed zouden deze kunnen hebben bij beleggers in vastgoed?*

In dit hoofdstuk wordt een beschrijving gegeven van de Traditionele Finance Theorie, die uitgaat van rationaliteit en efficiëntie in de markt. Dat dit vaak niet het geval is, blijkt uit vele studies die gedaan zijn naar het niet-rationeel handelen; dit is het vakgebied van Behavioral Finance. De grondlegger van veel van deze theorieën waren Kahneman en Tversky met het 'heuristics and biases'-programma. Diverse 'heuristics and biases' die in de literatuur worden behandeld, zullen worden beschreven, met de mogelijke invloed op vastgoed.

### 3.1 Traditionele Finance Theorie

De 'homo economicus' vormt de basis van de Traditionele Finance Theorie. Dit is het principe van een rationeel en efficiënt denkende mens met winstmaximalisatie tot doel (Braun, 2021). De grondlegger van deze Traditionele Finance Theorie is de Amerikaanse econoom Harry Markowitz die in 1952 een artikel publiceerde met de naam 'Portfolio Selection'. Dit artikel vormt de grondslag voor de later opgestelde Moderne Portefeuille Theorie, die voor veel investeerders geldt als de theoretische basis voor het samenstellen van een beleggingsportefeuille. In de Moderne Portefeuille Theorie gaat het om het bepalen van het optimale portfolio: een maximaal rendement per eenheid gegeven een risicograad. De optimale portefeuille voor een belegger wordt bepaald door zijn persoonlijke afweging tussen risico en de verwachte kasstromen. Door spreiding in diverse categorieën beleggingen kan diversificatievoordeel behaald worden. Beleggingscategorieën die een lage onderlinge correlatie hebben met andere categorieën in het portfolio, zorgen voor een stabiel portefeuillerendement, omdat het specifieke risico wordt geminimaliseerd. Aan de hand van deze theorie wordt gezocht naar de beste allocatie van vermogen over verschillende soorten beleggingen.

Als verdieping op de Moderne Portefeuille Theorie werd in 1965 het Capital Asset Pricing Model opgesteld door Sharpe en Lintner. Zij onderzochten de relatie van het verwachte rendement op een belegging versus het systematische risico, waardoor de rendementseis van een belegger kan worden bepaald. In dit model staat het rendement op een beleggingsobject gelijk aan de risicovrije rendement plus een risico-opslag, die bestaat uit het verschil tussen marktrendement en risicovrij rendement. De risico-opslag is een vergoeding voor het risico dat gepaard gaat met de specifieke beleggingscategorie. Door een optimaal gespreide portefeuille samen te stellen, valt het specifieke, niet-systematische risico weg te diversificeren.

Als vervolg hierop werd door de Amerikaanse econoom Eugene Fama in 1970 de Efficiënte Markthypothese ontwikkeld (1970). Fama stelde dat alle informatie is verwerkt in de beurskoers en dat ieder aandeel een eerlijke prijs heeft. Hierdoor is het niet mogelijk is om de beurs te verslaan.

Het uitgangspunt van bovenstaande theorieën is dat de marktprijzen zich onverwijd aanpassen aan nieuwe informatie en dat er als gevolg daarvan geen arbitragemogelijkheden zijn die beleggers in staat zouden stellen om bovengemiddelde rendementen te behalen zonder een bovengemiddeld risico te accepteren (Sharpe, 1964). Deze hypothese hangt samen met de opvatting dat de prijsbewegingen

een 'random walk' volgen. Als nieuwe informatie willekeuring ontstaat, dan zullen ook de marktprijzen zich aanpassen. Dit maakt de markt onvoorspelbaar, los van de langetermijntrends (Majumder, 2014).

### 3.2 Behavioral finance

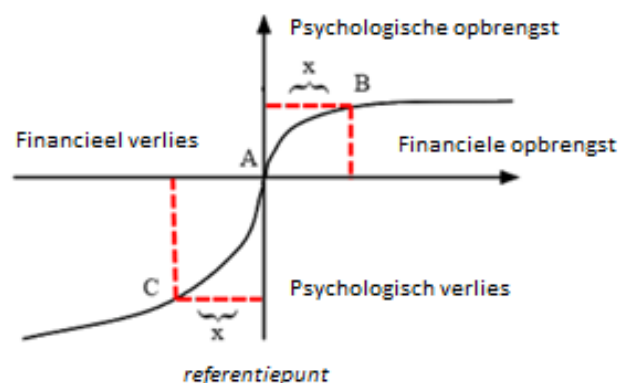
Waar gebruikelijke en algemeen geaccepteerde academische theorieën zoals de Moderne Portefeuille Theorie en de Efficiënte Markthypothese uitgaan van de rationele economie en efficiënte markten, onderzoekt het onderzoeksgebied Behavioral Finance de cognitieve en emotionele factoren die van invloed zijn op het besluitvormingsproces van individuen, groepen en organisaties (Ricciardi & Simon, 2001). Volgens de traditionele theorie kunnen verschillen in verwachte rendementen alleen worden bepaald door verschillen in risico. Behavioral Finance biedt een alternatief voor deze standaardbenadering. Volgens de theorie van Behavioral Finance zijn beleggers namelijk niet rationeel. Markten zijn niet efficiënt, ook al zijn ze moeilijk te verslaan. Beleggers richten portefeuilles in volgens regels van de gedragsportfoliotheorie, niet conform de 'standard finance' theorie. Een centraal kenmerk in de gedragsportfoliotheorie is de observatie dat beleggers hun portefeuilles niet als een geheel zien, zoals voorgeschreven door 'standard finance', maar als afzonderlijke mentale accountlagen in een piramide van activa, waar mentale accountlagen worden geassocieerd met bepaalde doelen en waar houding ten opzichte van risico varieert tussen lagen (Statman, 2008). Bij het bestuderen van concepten van Behavioral Finance is de traditionele finance theorie nog steeds het middelpunt; echter, de gedragsmatige aspecten van psychologie en sociologie zijn integrale katalysatoren binnen dit vakgebied geworden (Ricciardi & Simon, 2001).

#### 3.2.1 Prospect Theory

Dat beslissingen worden beïnvloed door omstandigheden, werd bevestigd door Kahneman en Tversky, toen zij de Prospect Theory publiceerden (1979). Deze theorie wordt over het algemeen geduid als één van de belangrijkste theorieën die gelden als grondlegging van het vakgebied Behavioral Finance. In deze theorie werd beargumenteerd dat beslissingen afhankelijk zijn van de omstandigheden. De inschatting van risico's en kansen is dus niet absoluut, maar zijn relatief in verhouding tot een situatie.

In deze theorie werd tevens aangetoond dat een meerderheid kiest voor een zekere uitkomst met een lager resultaat boven een onzekere uitkomst met een mogelijk hoger resultaat. Zekerheden wegen voor een belegger zwaarder dan de kansen (Kahneman, 2016).

*Figuur 5: Hypothetische waardefunctie van Kahneman en Tversky  
Bron: (Kahneman, 2016) eigen bewerking.*



Bovenstaande grafiek vertoont de psychologische waarde van winsten en verliezen. Stel, de waarde van 'x' is honderd euro. Objectief gezien is de waarde bij winst en verlies van dit bedrag gelijk, want het gemiddelde is '0'. Dit is het referentiepunt. In de figuur is echter te zien dat de subjectieve uitkomst aan verlieszijde AC is groter dan aan winstzijde AB. De grafiek heeft een S-vorm, die afnemende gevoeligheid voor winsten en verliezen in beeld brengt. Voor iemand die duizend euro bezit en er honderd euro verkrijgt, heeft dit minder waarde dan voor iemand die niets bezit en dezelfde honderd euro krijgt. Andersom geldt dit ook voor verliezen, maar dan in sterkere mate. Positieve en negatieve uitkomsten worden asymmetrisch geëvalueerd (Prast, 2003). Naarmate de verliezen echter groter worden, neemt de gevoeligheid weer af en worden mensen meer risicobereid. Onderzoek van Novemsky en Kahneman (2005) toonde aan dat het gevoel van verliezen circa twee keer zwaarder weegt dan winst. Dit is te zien in hypothetische waardefunctie, waar het vlak AC circa twee keer groter is dan vlak AB. Dit concept wordt geduid als loss-aversion (Kahneman, 2016).

### 3.2.2 Heuristics and biases

In het onderzoeksgebied van de cognitieve psychologie is door dezelfde Kahneman en Tversky (1974) onderzoek gedaan naar het 'heuristics & biases'-programma. Inzichten uit de stroming verklaren het gedrag van beleggers. Deze theorie onderschrijft dat bij het maken van vele beslissingen er geen sprake is van rationaliteit, in tegenstelling tot wat gesteld wordt in de Traditionele Finance Theorie (Debels, 2006).

Bij heuristics is er sprake van een vuistregel die gehanteerd wordt in een beslissing. Dit kan als volgt worden omschreven *"people rely on a limited number of heuristic principles which reduce the complex tasks of assessing probabilities and predicting values to simpler judgmental operations"* (Tversky & Kahneman, 1974). Heuristics zijn de snelle aannames die mensen gebruiken om te beslissen wat hun houding zal zijn, zonder dat er veel tijd hoeft te worden besteed aan het beoordelen van de zaak (Aronson & Wilson, 2007). Vaak zijn deze heuristics nuttig, maar in sommige gevallen leiden ze tot systematische fouten. Systematische fouten worden geduid als 'biases', want hetgeen wat je ziet, is niet hetzelfde als wat er is (Taleb, 2010). Dit wordt ook wel een vooroordeel genoemd.

Het 'heuristics & biases' programma heeft kennis opgeleverd over hoe mensen beslissingen in onzekerheid nemen. Enerzijds is het resultaat een lijst met systematische fouten die mensen maken, de 'biases'. Anderzijds zijn het de verklaringen voor hoe deze fouten gemaakt worden, de 'heuristics' (Robberechts, 2010).

De verschillende soorten 'heuristics' en 'biases', spelen ook een rol bij beleggingsbeslissingen. In dit deel zal een aantal in de literatuur beschreven 'heuristics & biases' behandeld worden. Kahneman en Tversky (1974) beschreven in hun theorie drie heuristics, te weten 'representativeness', 'availability' en 'adjustment and anchoring'. De overige beschreven 'biases' zijn afkomstig uit diverse literatuur en zijn geselecteerd vanwege de link met beleggers op aandelenbeurzen of in vastgoedmarkten.

### 3.2.3 Representativeness

'Representativeness' wil zeggen dat we oordelen vormen op basis van intuïtieve indrukken. In onze gedachten hangen bepaalde gebeurtenissen nauwer met elkaar samen dan dat dit in werkelijkheid het geval is. Tversky en Kahneman (1974) leggen dit uit aan de hand van het volgende voorbeeld:

*"Steve is very shy and withdrawn, invariably helpful, but with little interest in people, or in the world of reality. A meek and tidy soul, he has a need for order and structure, and a passion for detail."*

Hoe beoordelen mensen de kans dat Steve een beroep uitoefent uit een lijst van mogelijkheden: boer, verkoper, bibliothecaris of arts? Voor velen vertoont Steve's persoonlijkheid de meeste gelijkenis met die van een bibliothecaris. Een hele relevante statistiek, namelijk dat er in de VS meer dan twintig keer zoveel mannelijke boeren als bibliothecarissen zijn, wordt daarbij over het hoofd gezien (Kahneman, 2016).

Tempelaar (2006) beschreef dat beleggers door 'representativeness' de neiging hebben om patronen te herkennen in de ontwikkeling van beurskoersen en winsten per aandeel uit het recente verleden. Dit patroon wordt maatgevend voor de verwachting in de toekomst. Tversky en Kahneman (1974) beschreven 'representativeness' aan de hand van het volgende voorbeeld over numerieke voorspellingen van aandelenkoersen. Stel, iemand krijgt een gunstige beschrijving van een bedrijf en wordt gevraagd de winst van deze onderneming te voorspellen. Deze beschrijving leidt ertoe dat een hoge winst representatief lijkt voor dat bedrijf. Dergelijke voorspellingen zijn echter niet gerelateerd aan statistische accuraatheid van de voorspelling.

### 3.2.4 Availability

'Availability' wil zeggen dat we besluitvorming laten plaatsvinden op basis van snel beschikbare informatie in ons brein. De informatie die als eerste in ons opkomt en het gemak waarmee deze gedachten opkomen, vormen voor ons de meest waarschijnlijke optie (Tversky & Kahneman, 1974). In een onderzoek van Schwarz et al. (1991) wordt dit geïllustreerd. Deelnemers aan een onderzoek werd gevraagd om de volgende opdracht uit te voeren:

*Noem zes situaties waarin u zich assertief heeft opgesteld.  
Beoordeel hoe assertief u bent.*

Schwarz en zijn collega's herhaalden dit experiment met een groep die gevraagd werd om twaalf voorbeelden te noemen. De mensen die twaalf voorbeelden moesten benoemen van persoonlijke assertiviteit gaven zichzelf een lagere score dan de mensen die zes voorbeelden moesten benoemen. Doordat het voor de doelgroep lastiger werd om de voorbeelden naar boven te halen, beoordeelden ze hun eigen assertiviteit lager.

Door 'availability' zijn we in staat om zeer snelle keuzes te maken, maar kunnen risico's verkeerd worden ingeschat. Zo kunnen beleggers zich laten leiden in hun keuze voor een bepaalde belegging door het feit dat ze er vaak over hebben gehoord, ongeacht of de investering past bij hun doelstellingen.

### 3.2.5 Adjustment and Anchoring

Bij 'adjustment and anchoring' wordt een beslissing van een persoon beïnvloed door een bepaald referentie- of startpunt, het anker. Dit dient vervolgens naar beneden of boven te worden aangepast, totdat het een voor hen acceptabele waarde bereikt. Door het leggen van een anker passen mensen zich onvoldoende aan, dus de schatting wordt beïnvloed door het anker (Tversky & Kahneman, 1974).

Tversky en Kahneman hebben het 'adjustment and anchoring'-effect gedemonstreerd aan de hand van een experiment, waarbij de deelnemers werd gevraagd om het percentage Afrikaanse landen in de VN te schatten. Ze ontdekten dat als deelnemers een initiële schatting kregen als onderdeel van de vraag (is het werkelijke percentage bijvoorbeeld hoger of lager dan 10%?), hun antwoorden vrij dicht bij de initiële waarde lagen, en dus 'verankerd' leken te zijn naar de eerste waarde die ze gehoord hadden.

Dat het 'adjustment and anchoring'-effect ook speelt in het vastgoed, werd eerder aangetoond. In een experiment kregen makelaars het verzoek de waarde in te schatten van een woning die daadwerkelijk

in de verkoop stond. De makelaars bezochten de woning en ontvingen een brochure waarin een vraagprijs stond vermeld. De helft kreeg een brochure met een prijs die hoger was en de andere helft een brochure met een prijs die lager was dan de marktwaarde van de woning. De makelaars kregen de opdracht om aan te geven wat een redelijke vraagprijs was en wat de laagste prijs zou zijn waarvoor ze het zouden verkopen als ze zelf eigenaar zouden zijn. Op de vraag wat hen hierbij had beïnvloed, werd niet genoemd: de vraagprijs. Toch werd in het experiment aangetoond dat dit wel het geval was (Northcraft & Neale, 1987).

Bij particuliere beleggers zijn ankers ook belangrijk, daar worden ze namelijk gebruikt bij aan- en verkoopbeslissingen van aandelen. De aankoopprijs wordt gebruikt als referentiepunt, ofwel het anker om een aandeel al dan niet te verkopen (Debels et al., 2002).

Vanuit de wetenschappelijke literatuur is er veel geschreven over de verschillende 'biases', ook in relatie tot vastgoedmarkten. Hierna volgt een overzicht van de belangrijkste soorten die worden beschreven.

### 3.2.6 Over-underreaction

Doordat beleggers niet altijd rationeel handelen, kan er sprake zijn van 'over-underreaction' op nieuwe informatie in de markt. Een overreactie op de financiële markten vindt plaats wanneer er buitensporig wordt aangekocht of verkocht vanwege psychologische redenen in plaats van fundamentele factoren, hetgeen voor het eerst werd aangetoond door De Bondt en Thaler (1985). Overreactie kan zowel plaatsvinden in stijgende als dalende markten. In de 'dotcom bubble' van de begin jaren 2000 waren er veel beleggers die geloofden dat de koersen zouden blijven stijgen, totdat de eerste beleggers begonnen uit te stappen. De reactie die daarop volgde, een massale dumping van aandelen kon worden getypeerd als een overreactie.

In tegenstelling tot overreactie, is onderreactie op nieuwe informatie waarschijnlijk permanent. Een onderreactie wordt vaak veroorzaakt door 'anchoring', een term die de gehechtheid van mensen aan oude informatie beschrijft; de informatie die nieuw is wordt langzaam verwerkt. Dit werd als eerste aangetoond door Jegadeesh en Titman (1993), toen zij onderzoek deden naar dit fenomeen op aandelenmarkten.

Overreactie bij beleggers kan ertoe leiden dat beleggers massaal reageren op nieuws en vervolgens instappen in een bepaalde markt. Als voorbeeld kan worden gedacht aan de verhoging van de overdrachtsbelasting in 2021, die mede leidde tot een record aan woningbeleggingstransacties in 2020.

### 3.2.7 Overconfidence

'Overconfidence' is de neiging van een persoon om zijn eigen capaciteiten te overschatten (Pallier et al., 2002). Het kan ertoe leiden dat een individuele belegger denkt dat hij beter presteert dan de gemiddelde belegger. Echter, wanneer een 'overconfident' belegger handelt, zijn de investeringsbeslissingen niet rationeel onderbouwd, stellen Qasim et al. (2019). De 'overconfident' belegger wordt daarnaast vaak geassocieerd met investeren in risicovolle beleggingen (Hirshleifer & Luo, 2001). Ook blijkt uit onderzoek van dat deze beleggers vaak overmatig handelen (Trinugroho & Sembel, 2011).

Cassar en Craig (2009) hebben 'overconfidence' nader onderzocht: ondernemers die eerder faalden, behouden hun zelfvertrouwen op grond van de waarschijnlijk onterechte overtuiging dat ze veel van deze ervaring geleerd hebben. 'Overconfidence' lijkt daarmee niet te verdwijnen, ondanks eerdere ervaringen.



'Overconfidence' is tevens gelieerd aan 'self-attribution' hetgeen is onderzocht door Hoffmann en Post (2014). Zij toonden aan dat investeerders hun successen met name toeschrijven aan eigen capaciteiten, waardoor investeerders meer 'overconfident' worden. Hierdoor lijkt er sprake van een zichzelf versterkend effect.

Op basis van de beschreven literatuur kan worden verwacht dat 'overconfidence' ook bij particuliere beleggers in vastgoed zou kunnen spelen. Dit zou ertoe kunnen leiden dat beleggers in vastgoed investeren in vastgoed met een hoog risicoprofiel in opgaande markten, in de overtuiging dat de prestatie aan hen zelf kan worden toegeschreven.

### 3.2.8 Hindsight bias

De 'hindsight bias' ziet op het fenomeen dat mensen denken iets allang geweten te hebben. Dit fenomeen werd als eerste onderzocht door Fischhoff en Beyth (1975), aan de hand van de door hen verwachte uitkomsten van het aanstaande bezoek van president Nixon aan Peking en Moskou. Zij toonden in hun onderzoek aan, dat de perceptie van de waarschijnlijkheid van elke uitkomst groter of overschat was voor de gebeurtenissen die daadwerkelijk hadden plaatsgevonden. Bij 'hindsight bias' is er sprake van een gebeurtenis die voorspelbaarder is geworden nadat deze bekend is geworden dan voordat deze bekend werd. Men herinnert zich selectief informatie die overeenkomt met wat men nu weet (Roese & Vohs, 2012). Zo kijken veel beleggers heden ten dage naar een bedrijf als Google, in de perceptie dat investeren in dit bedrijf twee decennia geleden een logische keuze was. Statistisch gezien is dit echter niet logisch, aangezien het ook mogelijk was geweest dat Google niet zou zijn uitgegroeid tot het bedrijf dat het nu is, maar zelfs failliet zou zijn gegaan.

Monti en Legrenzi (2014) toonden aan dat er sprake is van 'hindsight bias' bij investeringsbeslissingen. Vanuit economisch perspectief kan 'hindsight bias' aanzienlijke gevolgen hebben voor het investeringsgedrag van de gemiddelde belegger omdat het de perceptie van de asset allocatie kan wijzigen en risicoblootstelling kan verhogen.

### 3.2.9 Home bias

'Home bias', ook wel bekend als 'familiarity bias' is de neiging om vast te houden aan wat comfortabel aanvoelt en op onze hoede te zijn voor wat vreemd of nieuw is. Het kan ertoe leiden dat persoonlijke ervaringen en loyaliteiten een buitensporige rol spelen bij de beslissingen die we nemen. 'Home bias' en 'availability' helpen te verklaren waarom beleggers een voorkeur hebben voor binnenlandse investeringen (Richardson et al., 2017).

'Home bias' kan mogelijk ook verklaard worden door het feit dat beleggers extra risico toekennen aan buitenlandse investeringen, omdat ze minder weten over buitenlandse markten, instituten en bedrijven (French & Poterba, 1993). Er kan ook sprake zijn van 'home bias' in eigen land. Mensen kiezen eerder voor lokale aandelen waarmee ze vertrouwd zijn, in tegenstelling tot andere aandelen in hetzelfde land (Debels, 2006, p. 107).

Onderzoek van Wright & Yanotti (2019) in Australië wijst uit beleggers dat in residentieel vastgoed de neiging hebben om onroerend goed te kopen in hetzelfde gebied als waar men woont. De bekendheid met de locatie verhoogt de neiging van de belegger om lokaal te kopen.

### 3.2.10 Herd Behaviour

'Herd behaviour' komt voor wanneer investeerders anderen volgen in plaats van eigen informatie te gebruiken voor het maken van onafhankelijke beslissingen. Scharfstein en Stein (2000) stellen dat individuen eigen informatie zelfs opzettelijk negeren. Prast (2003) kenmerkt deze beleggers als volgt: ze imiteren elkaar; hebben een te sterke positieve reactie op goed nieuws, die wordt gevolgd door een plotselinge negatieve overreactie op slecht nieuws.

'Herd behaviour' wordt in de literatuur meermaals gelinkt aan de vastgoedmarkt. In de beginjaren '2000 jaren waren de huizenprijsstijgingen extreem, mede gefinancierd door hoge leningen. Veel particulieren zagen het investeren in een huis als een goede beslissing en stapten ook in de markt. In dit voorbeeld van 'herd behaviour' kochten sommigen zelfs een tweede huis, waarbij jongeren extra druk voelden om ook maar in te stappen, voordat de prijzen te hoog zouden worden (Hott, 2012).

### 3.2.11 Confirmation bias

De 'confirmation bias' is de neiging van mensen om actief op zoek te gaan naar informatie die overeenkomt met bestaande overtuigingen of vooroordelen. Daarbij hebben mensen de neiging om buitensporig veel aandacht te besteden aan informatie die hun ideeën bevestigen en minder aandacht te besteden aan informatie die de eigen overtuigingen tegenspreken.

Volgens onderzoek van Farlow (2004), is de 'confirmation bias' terug te zien in de vastgoedbeleggingsmarkt. Het succes dat mensen hebben in hoogtijdagen van de markt, wordt toegeschreven aan verstandige investeringen. Mislukte investeringen worden toegeschreven aan slechte marktomstandigheden, of aan andere mensen. Deze bias beïnvloedt de toekomstverwachtingen. Over het algemeen hebben investeerders namelijk niet snel de neiging om hun verwachtingen bij te stellen, omdat ze slechts om zich heen zoeken naar logica die hun overtuigingen verklaren en versterken.

De gevolgen van de 'confirmation bias' in het vastgoed zijn dat beleggers bepaalde investeringsmogelijkheden missen, omdat ze die niet identificeren als een kans, maar er met een vooringenomen blik naar kijken. De overtuiging van een bepaalde strategie kan een 'kokervisie' opleveren. Een ander mogelijk gevolg is dat investeerders een te zeer geconcentreerd portfolio opbouwen, waarbij de risico's nauwelijks geminimaliseerd worden door het aanbrengen van spreiding (Juneja, z.d.).

### 3.2.12 Loss aversion

Er is veel onderzoek verricht naar de vraag hoe beleggers omgaan met verliezen. Veel beleggers hebben een aangeboren afkeer van verliezen. Verliezen wegen immers zwaarder dan een winst van het gelijke bedrag (Kahneman & Tversky, 1979).

Deze overgevoeligheid voor verlies kan leiden tot verkeerde beslissingen, zoals het verkopen wanneer de markt zich op een dieptepunt bevindt, danwel het verkopen van de winnende aandelen, om het verlies van de slechte te compenseren. Ook het te vroeg verkopen van aandelen waarop slechts een kleine winst is behaald kan spelen bij een behavioral belegger (Debels, 2006).

Dat 'loss aversion' ook een rol speelt onder vastgoedbeleggers, werd beschreven in een onderzoek van Bokhari en Geltner (2011) naar het gedrag van beleggers in commercieel vastgoed in de Verenigde Staten. Zij stelden vast dat 'loss aversion' een belangrijke rol speelde bij het beprijzen van commercieel vastgoed door verkopers gedurende de jaren 2001 tot en met 2009. 'Loss aversion' zorgde weliswaar voor hogere realisatieprijzen, maar zorgde er ook voor dat objecten langere tijd op de markt de markt waren. Eerder hadden ook Genesove en Mayer (2001) onderzoek gedaan naar dit fenomeen. Zij stelden vast dat ook eigenaren van woningen in Boston verlies-avers bleken. De eigenaren hanteerden hogere vraagprijzen voor hun vastgoed en baseerden hun prijs onder meer op hun aankoopprijs. Dit gold zowel voor beleggers als bewoners.

Een variant van 'loss aversion' is 'myopic loss aversion', welk is beschreven door Thaler et al. (1997). Beleggers die vaker hun portfolio monitoren, ontdekken eerder verliezen en worden risicoavers. Dit heeft als resultaat dat zij ook minder rendement maken.

### 3.2.13 Mental accounting

Mental accounting verwijst naar het inconsistent bekijken van de waarde van geld, afhankelijk van waar het geld vandaan komt (Seiler et al., 2012). Een voorbeeld hiervan is dat mensen over het algemeen veel gemakkelijker geld uitgeven dat verkregen is als een gift, dan geld dat verdiend is uit arbeid. Dit gebeurt omdat mentaal gezien verdiende inkomsten en geschenken op twee verschillende rekeningen worden gestort.

In een vastgoedcontext laten Seiler en Seiler (2010) zien hoe mensen die een verlies hebben ervaren binnen een assetclass, dit mentaal verminderen door in plaats daarvan te denken in termen van rendement op hun totale portefeuille. Door de aandacht af te wenden van de verliezen die in een investering worden geleden, voelt de belegger zich beter over zichzelf.

### 3.2.14 Money Illusion

De term 'money illusion' verwijst naar de neiging om te denken in termen van nominale in plaats van reële monetaire waarden (Shafir et al., 1997). Hierdoor ontstaat het beeld van een toename in welvaart, aangezien er niet gecorrigeerd wordt voor inflatie. Om deze reden en ervan uitgaande dat de inflatie aanhoudend positief is, zal het vermogen van een individu vaak worden overschat. Volgens economen bestaat 'money illusion' vanwege een aantal redenen:

- Gebrek aan financiële educatie: mensen houden geen rekening met inflatie op hun koopkracht. Een voorbeeld: een salarisverhoging van 2% wordt vaak positief ontvangen, onafhankelijk of de inflatie 1% is (koopkrachtwinst) of 3% (koopkrachtverlies);
- Prijsvastheid van bepaalde goederen of diensten: bepaalde goederen en diensten wijzigen niet snel in prijs, terwijl dit reëel gezien wel zou moeten.

In een onderzoek van Ackert et al. (2011) werd aangetoond dat huiseigenaren in de VS lijden aan 'money illusion'. De respondenten hadden weliswaar reële verwachtingen van huizenprijzenontwikkelingen, maar leden wel aan deze bias. Volgens hen is 'money illusion' echter niet aan te wijzen als de verklarende factor omtrent het hebben van niet-realistische verwachtingen rondom huizenprijzen.

Mensen die lijden aan geldillusie baseren beslissingen op nominale in plaats van reële waarden. Wanneer de inflatie hoog is, kan een persoon een reëel verlies lijden, ondanks een nominale winst. Iemand met geldillusie zou misschien de voorkeur geven aan dit resultaat, ten opzichte van iemand met een echte winst (Ackert et al., 2011).

## 3.3 Deelconclusie

In dit hoofdstuk is de volgende deelvraag beschreven:

*Wat zegt de theorie over niet-rationele overwegingen voor het maken van beleggingskeuzes en welke invloed zouden deze kunnen hebben bij beleggers in vastgoed?*

Onderstaand volgt een weergave van de aan de hand van de theorie onderzochte 'heuristics and biases' met de daarbij behorende uitleg. Bij de onderzochte theorie volgt een aantal hypothesen, die de mogelijke invloeden van 'heuristics and biases' weergeven bij de belegger in vastgoed.

HEURISTICS & BIASES	MOGELIJKE INVLOED IN VASTGOED
<b>Representativeness</b> <i>Oordelen vormen op basis van intuïtieve indrukken</i>	Intuïtieve oordeelsvorming bij selectie vastgoed Patronen uit het verleden worden maatgevend voor toekomst
<b>Availability</b> <i>Besluitvorming laten plaatsvinden op basis van snel beschikbare informatie in ons brein</i>	Maken van snelle keuze, maar risico's kunnen hierdoor verkeerd worden ingeschat Keuze wordt beïnvloed doordat men er vaak over heeft gehoord
<b>Adjustment and Anchoring</b> <i>De beslissing wordt bepaald vanuit referentie- of startpunt, het 'anchor'</i>	Vraagprijs is een anker. Het anker zorgt voor aanpassing in de prijs Aankoopprijs is een referentie voor de dispositiebeslissing
<b>Over-underreaction</b> <i>Aan- of verkopen vanwege psychologische redenen in plaats van fundamentele factoren</i>	Te zware reactie op nieuwe informatie (te snel kopen of verkopen) Te langzaam reageren op nieuwe informatie
<b>Overconfidence</b> <i>Overschatting eigen capaciteiten</i>	Te risicovolle investeringen Successen toeschrijven aan eigen capaciteiten Jezelf een bovengemiddeld goede belegger vinden
<b>Hindsight bias</b> <i>"We wisten het allang" fenomeen, selectieve herinnering</i>	Extrapolatie van successen uit het verleden met als gevolg extra risicoblootstelling
<b>Home bias</b> <i>Vasthouden aan hetgeen comfortabel voelt</i>	Bekendheid met een locatie zorgt voor regionale aankopen Kansen daarbuiten onbenut laten
<b>Herd behaviour</b> <i>Anderen volgen i.p.v. het gebruiken van eigen informatie</i>	Elkaar volgen in plaats van eigen informatie vergaren Bubbelvorming
<b>Confirmation bias</b> <i>Actief op zoek gaan naar informatie die overeenkomt met overtuigingen of vooroordelen</i>	Neiging om bevestiging te zoeken van overtuigingen Beleggen met 'kokervisie', geconcentreerd portfolio opbouwen
<b>Loss aversion</b> <i>Aangeboren afkeer van verliezen</i>	Niet verkopen als je verlies lijdt, zelfs als dit wel verstandig is Risico's verregaand mijden
<b>Mental accounting</b> <i>Inconsistent bekijken van de waarde van geld, afhankelijk van waar het geld vandaan komt</i>	Aandacht afwenden van verliezen in de portefeuille, door focus te leggen op totale portefeuille Verkeerde assetallocatie
<b>Money illusion</b> <i>Denken aan nominale i.p.v. reële waarden</i>	Rendementseis niet corrigeren voor inflatie.

## Hoofdstuk 4. Methodologie

Dit hoofdstuk vormt de brug tussen de twee theoretische hoofdstukken en de analyse van het praktijkonderzoek in het volgende hoofdstuk. Ook zal worden ingegaan op het type onderzoek en een verantwoording worden gegeven van de gehanteerde methoden, om te komen tot de beantwoording van de onderzoeksvraag.

Er is sprake van een beschrijvend onderzoek met een verkennend karakter. Er is namelijk nog weinig bekend over welke invloed niet-rationele overwegingen hebben op de aankoopwaardering van vastgoed door particuliere beleggers. Het voeren van een kwalitatief onderzoek is hiervoor geschikt, omdat met voorbeelden de situatie kan worden beschreven (Baarda et al., 2021). Deze vorm van onderzoek geeft de mogelijkheid om diepgaande informatie te verkrijgen over het gedrag, de motivatie en meningen van de doelgroep. De verwachting is dat aan de hand van de resultaten getoond kan worden welk gedrag, welke meningen en motivaties een rol spelen bij de doelgroep.

### 4.1 Doelstelling

Het doel van het onderzoek is om duidelijk te krijgen welke niet-rationele overwegingen invloed hebben op de aankoopwaardering van de doelgroep. Onder de aankoopwaardering wordt verstaan de totale set aan feiten en omstandigheden die door de belegger bewust of onbewust zijn gebruikt om tot een voor die belegger acceptabele koopprijs te komen. Hierbij is relevant of de theorie uit hoofdstuk 3 toe te passen valt op deze doelgroep. Aansluitend wordt de hoofdvraag van het onderzoek beantwoord:

*Wat is de invloed van niet-rationele overwegingen op de aankoopwaardering van residentieel vastgoed door particuliere beleggers?*

### 4.2 Selectie geïnterviewden

Om een duidelijk beeld te krijgen van het gedrag van deze doelgroep, is ervoor gekozen om interviews te houden. Dit geeft de mogelijkheid om rechtstreeks informatie te verkrijgen over recente aankooptransacties van beleggers die actief zijn in de markt. Het gedrag ten tijde van de aankoop van een bepaald beleggingsobject is onderwerp van het onderzoek. Om dit te achterhalen is het face-to-face-interview een goede manier. Ook biedt dit de mogelijkheid om door te vragen, indien bepaalde zaken niet duidelijk worden.

Voor de keuze van de geïnterviewden is gebruik gemaakt van een gerichte steekproef. Hierbij worden de respondenten heel bewust gekozen (Baarda et al., 2021). Er zijn beleggers benaderd vanuit het klantenbestand van Spring Real Estate. Spring Real Estate is landelijk actief als vastgoedadviesorganisatie, waarbij de particuliere belegger voornamelijk wordt bediend vanuit de afdeling MidCap Investments. Het klantenbestand is zeer divers: er zijn partijen die al jaren actief zijn in het vastgoed en een professioneel gemanagede portefeuille bezitten. Ook zijn er klanten die zich sinds recent op de vastgoedbeleggingsmarkt begeven en een kleine portefeuille bezitten, die door hen zelf wordt beheerd. Alhoewel de afdeling landelijk werkt, vindt de meeste activiteit plaats in de Randstad. Als aanvulling is er een oproep geplaatst op LinkedIn. Hier is één respondent uit voortgekomen.

Er is gepoogd om een selectie van beleggers te maken die representatief zijn voor de doelgroep: van beleggers met een kleine portefeuille van enkele verhuureenheden, tot een grotere portefeuille van vele tientallen verhuureenheden. De beleggers vallen in verschillende leeftijdscategorieën en zijn op

verschillende locaties actief. De selectie voor de geïnterviewde belegger is gemaakt om een doorsnede te geven met zoveel mogelijk typerende gevallen binnen de doelgroep (Baarda et al., 2021). De portefeuillegrootte verschilt tussen vijf objecten van één belegger tot twee beleggers met circa 200 objecten. De jongste belegger is 33, de oudste 55 jaar oud. De gemiddelde leeftijd van geïnterviewden is 40 jaar. De verhuureenheden van deze beleggers zijn hoofdzakelijk geconcentreerd rondom de Randstad, met een enkele uitschieter daarbuiten.

Omdat het onderzoek zich richt op het gedrag ten tijde van een aankooptransactie van residentieel vastgoed, is ervoor gekozen om beleggers te selecteren die in 2021 en 2020 dergelijke aankopen hebben gedaan. Het is makkelijker te praten over het gedrag van een transactie die recent heeft plaatsgevonden, dan over het gedrag ten tijde van een transactie uit een ver verleden. Zes van de acht beleggers kochten in 2021 residentieel vastgoed aan en zijn hierover geïnterviewd. De overige twee beleggers zijn geïnterviewd over een aankooptransactie uit 2020.

Doordat de selectiecriteria vrij streng waren, vielen twaalf van de benaderde beleggers af: in sommige gevallen waren er geen recente aankooptransacties, in andere gevallen waren er wel aankopen gedaan, maar niet van residentieel vastgoed. In één van de gevallen werd een interview afgezegd, omdat de desbetreffende belegger bij nader inzien geen gegevens van een aankooptransactie wilde delen. Alle beleggers zijn telefonisch benaderd; indien de belegger initieel aangaf mee te willen werken aan een interview, is aansluitend een mail gestuurd met een toelichting. Eén belegger moest na toezegging het interview afzeggen, vanwege een coronabesmetting.

Onderstaand volgt een lijst met kenmerken van de geïnterviewde beleggers, zoals het aantal steden waar vastgoed in eigendom is, de spreiding van de portefeuille en de ligging van het object waarover gesproken is in het interview. Er is voor gekozen om geen namen van beleggers te vermelden, omdat de meesten op voorwaarde van vertrouwelijkheid wilden meewerken aan dit onderzoek. Deze vertrouwelijkheid is toegezegd. In verband met de privacy van de geïnterviewden is de keuze gemaakt om de beleggers te duiden als B1 tot en met B8.

Belegger	Bezit aantal steden	Geografische spreiding portefeuille	Object
B1	3+	Randstad, Drenthe, Zeeland, Utrecht	Den Haag
B2	2	Den Haag, Rotterdam	Den Haag
B3	1	Utrecht	Utrecht
B4	3+	Randstad, Noord-Brabant	Schiedam
B5	2	Utrecht, Amsterdam	Amsterdam
B6	3+	Randstad, Noord-Brabant, Friesland, Overijssel	Oudenbosch
B7	3	Schiedam, Rotterdam, Den Haag	Den Haag
B8	3+	Randstad	Delft

Conform eigen opgave, bedraagt de marktwaarde van de portefeuilles van bovenstaande beleggers opgeteld circa 350 miljoen euro. Het aantal beleggers in combinatie met de marktwaarde van hun portefeuilles draagt bij aan de betrouwbaarheid van het onderzoek.

#### 4.3 Selectie van biases

Om na te gaan welke niet-rationele overwegingen een rol spelen bij de aankoopwaardering door particuliere beleggers, zijn drie voorgesprekken gevoerd met professionals die dagelijks actief bezig zijn in de residentiële vastgoedmarkt. Omdat deze drie personen vaak transacties in residentieel vastgoed hebben begeleid, hebben ze waardevolle informatie kunnen delen over het handelen van beleggers. In deze gesprekken zijn alle beschreven 'heuristics and biases' besproken, met als doel om na te gaan welke van deze volgens de drie vastgoedexperts het meest aanwezig zijn in de

besluitvorming door particuliere beleggers. Hierbij zijn de begrippen uitgelegd, vervolgens is aan de hand van voorbeelden toegelicht waar mogelijk sprake is van ‘heuristics and biases’. Er is voor gekozen om de drie gesprekken fysiek plaats te laten vinden.

Met de volgende drie personen heeft het voorgesprek plaatsgevonden:

- J. Stavleu MSc (tevens Bachelor Psychologie) – 2 jaar actief in vastgoed;  
*Vastgoedadviseur MidCap Investments bij Spring Real Estate;*  
*Voornamelijk actief als makelaar in residentieel beleggingsvastgoed in de Randstad;*
- A. Doornewaard MRE -10+ jaar actief in vastgoed;  
*Portefeuillemanager bij een particuliere belegger in (voornamelijk) residentieel vastgoed.*  
*Eigenaar Vivet B.V.*  
*Voormalig Director Capital Markets – Residential bij Colliers;*
- ing. B. Mittendorff – 10+ jaar actief in vastgoed;  
*Partner MidCap Investments bij Spring Real Estate;*  
*Voornamelijk actief als makelaar in residentieel en commercieel beleggingsvastgoed in de Randstad.*

Er is gepoogd om van alle ‘heuristics and biases’ tot een bepaalde score te komen, waarbij er drie mogelijkheden zijn: niet aanwezig, licht aanwezig of sterk aanwezig. Niet aanwezig staat voor een score van 0, licht aanwezig tot een score van 1 en sterk aanwezig tot een score van 2. Indien alle professionals aangeven dat het beschreven gedrag sterk aanwezig is, volgt een maximale score van 6 (3x2). Indien alle professionals aangeven dat het beschreven gedrag niet aanwezig is, volgt een score van 0 (3x0). De score is toegekend door de interviewer aan de hand van het gegeven antwoord.

HEURISTICS & BIASES	BESCHRIJVING	SCORE
<b>Representativeness</b>	Oordelen vormen op basis van intuïtieve indrukken	6
<b>Availability</b>	Besluitvorming laten plaatsvinden op basis van snel beschikbare informatie in ons brein	6
<b>Adjustment and Anchoring</b>	De beslissing wordt bepaald door een referentie- of startpunt, het ‘anchor’	4
<b>Over-underreaction</b>	Aan- of verkopen vanwege psychologische redenen in plaats van fundamentele factoren	4
<b>Overconfidence</b>	Overschatting eigen capaciteiten	3
<b>Hindsight bias</b>	"We wisten het allang" fenomeen, selectieve herinnering	2
<b>Home bias</b>	Vasthouden aan hetgeen comfortabel voelt	5
<b>Herd behaviour</b>	Anderen volgen i.p.v. het gebruiken van eigen informatie	5
<b>Confirmation bias</b>	Actief op zoek gaan naar informatie die overeenkomt met overtuigingen of vooroordelen	5
<b>Loss aversion</b>	Aangeboren afkeer van verliezen	3
<b>Mental accounting</b>	Inconsistent bekijken van de waarde van geld, afhankelijk van waar het geld vandaan komt	2
<b>Money illusion</b>	Denken aan nominale i.p.v. reële waarden	0

*Noot: het toekennen van de scores is zorgvuldig gedaan maar is slechts bedoeld om een selectie te maken tussen de beschreven ‘heuristics and biases’. Vanwege de omvang van het onderzoek reikt het te ver om alle beschreven ‘heuristics and biases’ te onderzoeken.*

De volgende conclusies tekenen zich af aan de hand van de gesprekken met deze experts:

- 'Representativeness' en 'availability' krijgen de maximale score van 6,
- 'Confirmation bias', 'home bias' en 'herd behaviour' scoren hoog met 5;
- 'Adjustment and anchoring', 'Over-underreaction' is vrij sterk aanwezig met een score van 4;
- 'Overconfidence' en 'loss aversion' hebben een relatief lage score van 3;
- 'Money illusion' wordt niet aanwezig geacht. Dit werd onder meer verklaard doordat de huren over het algemeen aangepast kunnen worden aan de inflatie en dat vastgoed op zichzelf een redelijke inflatiehedge is.
- 'Hindsight bias' en 'mental accounting' spelen slechts een beperkte rol.

De 'heuristics and biases' met een score van 4 of hoger worden in de verdiepende interviews met beleggers besproken. Daarbij is 'over-underreaction' - met een gelijke score als 'adjustment and anchoring' - komen te vervallen. De motivatie hiervoor zit in het onderwerp van dit onderzoek. Het maken van de aankoopwaardering in relatie tot de vraagprijs van een object wordt het meest onderzoekwaardig geacht.

#### 4.4 De interviews

Op basis van de voorgesprekken met de drie experts, is ervoor gekozen om het onderzoek te richten naar de volgende 'heuristics and biases'.

- Representativeness
- Availability
- Adjustment and anchoring
- Over-underreaction
- Home bias
- Herd behaviour
- Confirmation bias

Er is gekozen om de uitvraag te doen aan de hand van een aantal zaken, namelijk de 'rationele' waardering zoals opgesteld door de taxateur versus de prijs die de belegger betaald heeft. De marktwaarde uit het taxatierapport vormt de onafhankelijke waardering, waarbij wordt uitgegaan van een rationele taxateur. Interessant is daarbij om de definitie van marktwaarde in ogenschouw te nemen, die als volgt is gedefinieerd (NRVT, 2020):

*"Marktwaarde is het geschatte bedrag waartegen een actief of passief zou worden overgedragen op de waardepeildatum tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper in een zakelijke transactie na behoorlijke marketing, waarbij partijen met kennis van zaken, prudent en niet onder dwang zouden hebben gehandeld."*

Naar aanleiding hiervan is ook navraag gedaan bij een taxateur over wat een rationele waardering volgens hem zou moeten inhouden. Hierbij werden vier zaken genoemd:

*Plaatselijke regelgeving (wat mag je met een object), de oppervlakte en het aantal kamers, rendements- verhouding BAR/NAR, referentietransacties. (D. Aukema, registertaxateur Spring Real Estate).*

Het taxatierapport met daarin opgenomen de marktwaarde ten tijde van de aankoop, is opgevraagd bij de desbetreffende beleggers. De door de belegger betaalde prijs is geverifieerd bij het Kadaster. Onderstaand volgt een overzicht van betaalde prijs van het object, de getaxeerde marktwaarde ten tijde van de aankoop en de bijbehorende procentuele afwijking:



Belegger	Ligging object	Taxatiewaarde	Betaalde prijs	% afwijking
B1	Den Haag	€ 260.000,-	€ 245.000,-	- 5,8 %
B2	Den Haag	€ 795.000,-	€ 827.500,-	+ 4,1 %
B3	Utrecht	€ 425.000,-	€ 460.000,-	+ 8,2 %
B4	Schiedam	€ 1.700.000,-	€ 1.400.000,-	- 17,6 %
B5	Amsterdam	€ 1.280.000,-	€ 1.275.000,-	- 0,4 %
B6	Oudenbosch	€ 4.220.000,-	€ 3.920.000,-	- 7,1 %
B7	Den Haag	€ 290.000,-	€ 322.500,-	+ 11,2 %
B8	Delft	€ 190.000,-	€ 200.000,-	+ 5,3 %

Er zijn vier beleggers met gemiddeld 7,7% inkoopvoordeel ten opzichte van de taxatiewaarde. Vier beleggers betalen gemiddeld 7,2% meer dan de taxatiewaarde. De verschillen tussen de betaalde prijs en de marktwaarde die is vastgesteld door een taxateur vormen interessante informatie die per belegger apart bevraagd is. Daarnaast is er een aantal vragen gesteld over het gedrag ten tijde van de aankoop van residentieel vastgoed in het algemeen.

Er is gekozen voor een half-gestructureerd interview. Bij deze vorm liggen de onderwerpen vast, maar de vragen en antwoorden niet (Baarda & Van der Hulst, 2017). Het interview is in retrospectief gehouden, er wordt immers gesproken over gedrag in het verleden. Er is getracht de vragen op zo'n manier te stellen dat de geïnterviewden worden aangespoord om in volzinnen te vertellen over hun ervaringen (Baarda et al., 2021).

Zoals beschreven door Baarda en Van der Hulst (2017) is er gebruikt gemaakt van een topiclijst voor het interviewschema. Hierin staan alle onderdelen en onderwerpen die aan de orde zijn gekomen. Het interviewschema is opgenomen in bijlage 1. Aangezien de vragen per geïnterviewde verschillend gesteld zijn, is een overzicht van de verschillende gehanteerde vragen en formuleringen per topic opgenomen in bijlage 2.

De interviews hebben daar waar mogelijk fysiek plaatsgevonden, om zoveel mogelijk interactie met de belegger te bewerkstelligen en de belegger te kunnen stimuleren om veel informatie te geven. Vanwege de coronapandemie moest één van de interviews verplaatst worden van fysiek naar Teams. Uiteindelijk zijn vijf interviews fysiek afgenomen en drie via Teams. Alle interviews zijn opgenomen en vervolgens woordelijk getranscribeerd. Aansluitend zijn de interviews gecodeerd met behulp van ATLAS.ti. Een overzicht van de gehanteerde codegroepen, codes en het aantal toegekende codes is opgenomen in het schema in bijlage 3.

#### 4.5 Validiteit en betrouwbaarheid

Een beperking van het gedane onderzoek is dat er sprake is van een relatief kleine steekproef. Het interviewen van meer beleggers zou echter te ver voeren vanwege de omvang van dit onderzoek. Toch is er sprake van een gedegen afweging door de onderzoeker om tot valide steekproef te komen, die een representatief beeld geeft van de hele doelgroep.

Van één belegger is geen taxatierapport verkregen. Deze is namelijk niet opgesteld tijdens de aankoop. Hiervoor is een marktwaardewaardering met als peildatum de datum van aankoop opgesteld door een gecertificeerd Register Taxateur van Spring Real Estate.

Het feit dat de onderzoeker zelf geen ervaren interviewer is, kan een beperkte invloed hebben op de resultaten. Om dit zoveel mogelijk te voorkomen, zijn de interviewvragen doorgesproken met de

scriptiebegeleider en is er in de interviews zoveel mogelijk gewerkt volgens een vaste volgorde. De betrouwbaarheid van de resultaten wordt verhoogd door het feit dat alle interviews zijn opgenomen en woordelijk zijn getranscribeerd.

## Hoofdstuk 5. Analyse

### Deelvraag 3.

*Kan het niet-rationeel handelen bij particuliere beleggers in residentieel vastgoed worden aangetoond en welke rol speelt rationaliteit?*

In dit hoofdstuk wordt het gedrag van de geïnterviewde beleggers geanalyseerd aan de hand van vragen over het handelen tijdens aankooptransacties. Er is getracht te toetsen of de zes uit de literatuur gekozen ‘heuristics and biases’ van toepassing zijn binnen deze doelgroep. Deze toetsing vindt plaats aan de hand van citaten uit acht gehouden interviews. De volledige vraag die bij het citaat hoort is weergegeven in bijlage 2.

Tot slot volgen er twee paragrafen over ander gedrag: rationeel handelen en het aanpassen op veranderende regelgeving. Om per begrip te duiden of de aanwezigheid blijkt uit de gehouden interviews, wordt een samenvattende score opgemaakt, waarbij aan iedere individuele belegger één van de volgende scores wordt gegeven:

Aanwezig	Neutraal	Niet aanwezig
----------	----------	---------------

### 5.1 Representativens

Dat beleggers handelen op basis van intuïtieve indrukken, komt met name tot uiting op vragen naar de redenen, waarom deze beleggers investeren in woningen en op welke manier deze beleggers hun vastgoed selecteren en waarderen. Onderstaand een aantal uitspraken die de sterke aanwezigheid van intuïtief handelen aantonen.

<b>B1</b>	<i>Het is wat toegankelijker, er is een tekort, en de waardeontwikkeling ook.</i>
<b>B2</b>	<i>...maakt niet uit wat er gebeurt en ik ben er mee opgegroeid, we doen niet anders.</i>
<b>B3</b>	<i>.. het gevoel... het onderbuikgevoel, binnen een minuut heb ik dat wel redelijk helder... Je hoeft geen raketwetenschappen gestudeerd te hebben om een woning te kunnen verhuren.</i>
<b>B4</b>	<i>Op een gegeven moment heb je zoiets van, ik geloof hier wel in en dan ga je het staven met financials.</i>
<b>B5</b>	<i>Vraag: Eigenlijk heb je dan al met x aantal minuten heb jij bepaald of je wilt kopen ja of nee? Ja, binnen een half uur dan is het zo'n makelaar bellen en even aanvoelen hoe het gaat.</i>
<b>B6</b>	<i>Vraag: En hoe waardeer je dan het vastgoed? Goeie vraag. Ja dat is gevoel.</i>
<b>B7</b>	<i>...of buurt zich ontwikkelt. En op basis daarvan, kan ik gewoon best wel snel zeggen of iets goedkoop of duur is. Ik weet het ook niet, misschien een stukje handelsgeest.</i>
<b>B8</b>	<i>Dus dan liever twee deals gewoon laten lopen omdat het net niet goed is, of omdat het gevoel niet goed is, want uiteindelijk is gevoel ook heel belangrijk daarin.</i>

Opvallend is dat ‘representativens’ bij alle beleggers een rol speelt. Bij belegger B1, B2 en B3 is te zien dat het investeren in residentieel vastgoed überhaupt een kwestie van intuïtief handelen is. De logica om hierin te investeren lijkt een niet te betwisten keuze.

Uit de gesprekken blijkt dat ‘representativeness’ de belegger helpt met scheiden van de interessante van minder interessante objecten. Bij vrijwel alle beleggers was te zien dat zij zeer snel weten of zij in bepaald vastgoed willen investeren. Daarbij is het eerste ‘goede gevoel’ onontbeerlijk en richtinggevend, zoals blijkt uit de citaten van B5, B6, B7 en B8. Sommige beleggers konden ook een tijdsaanduiding aangeven aan hun oordeelsnelheid. Variërend van een half uur (B5) tot één minuut voor een eerste beoordeling van een woning in Utrecht (B3). Het meest extreme voorbeeld was belegger (B1), die niet alleen snel beoordeelt, maar ook koopt: “woningen in Den Haag koop ik in vijf minuten”.

Als één van de mogelijke invloeden van ‘representativeness’ werd eerder de volgende verwachting beschreven: patronen uit het verleden zijn maatgevend voor de toekomst. Dit blijkt ook uit diverse citaten, waaronder de genoemde waardeontwikkeling van woningen (B1) en goede locaties die harder groeien (B2). Niet alle beleggers zijn het hierover eens, want belegger B2 en B5 maakten duidelijk dat de markt zich nu op een hoog niveau bevindt, maar mogelijk snel zou kunnen gaan omslaan.

Alle beleggers handelen snel en intuïtief. Het gebruik van intuïtie lijkt enerzijds te kunnen leiden tot het aankopen tegen een lagere prijs dan de marktprijs. Bij sommige beleggers leidt ‘representativeness’ ertoe dat er meer betaald wordt dan conform een taxatie gerechtvaardigd zou zijn. Beleggers voorzien bij aankoop als het ware al een ‘route’ die de waarde zal verbeteren. De beleggers die meer betaalden, hadden namelijk redelijke argumenten: belegger B2 voorziet een stijging van huren in de toekomst en belegger B3 behaalt aantoonbaar een beter huurrendement dan door de taxateur werd ingeschat. Belegger B7 is gaan verbouwen. De verkoopprijs bleek hoger dan de waarde na verbouwing die additioneel in de taxatie (in vooruitzicht) was opgenomen.

‘Representativeness’ is waargenomen bij alle geïnterviewde beleggers.



## 5.2 Availability

‘Availability’ geeft de mogelijkheid om besluitvorming te laten plaatsvinden op basis van snel beschikbare informatie in ons brein. Dit komt met name tot uiting in vragen over hoe de selectie van vastgoed wordt gemaakt.

<b>B1</b>	<i>Vraag: Hoe snel weet jij of het voor jou geschikt is? Ja, je maakt een afweging. Als het een woning is, dan weet ik het binnen een dag...</i>
<b>B2</b>	<i>... en ik kan binnen minuten een beslissing nemen over vastgoed in ‘Broek’ ik ken de huurmarkt. De huurmarkt is bepalend voor ons.</i>
<b>B3</b>	<i>Ja woningen blijven maar stijgen lijkt het, we zijn alweer bijna de woningprijsdalingen vergeten van bijna, pak hem beet tien jaar geleden.</i>
<b>B4</b>	<i>...ik ken bijna elke straat in Den Haag, ik ben dat gewend. Ik heb daar heel veel opgebouwd.</i>
<b>B5</b>	<i>Als er hele panden langs komen met een ‘x’ metrage tegen een bepaalde prijs, dan sla ik erop aan of niet.</i>
<b>B6</b>	<i>Bijkomend voordeel bij wonen is dat het financierbaar is, waardoor je iets makkelijker die stap kan zetten dan met commercieel vastgoed.</i>
<b>B7</b>	<i>Ik heb morgen een dame uit Finland, dat is een tophuurder.</i>
<b>B8</b>	<i>...ik ben natuurlijk in Amsterdam opgegroeid, ik ken het hier goed.</i>

Bij belegger B1, B2, B3, B4, B5 en B8 is goed te zien is dat beschikbare informatie over de locatie direct gecombineerd wordt met het aanbod dat op de markt is gekomen. De eerste indrukken en het gemak waarmee deze opkomen, blijken daarmee de meest waarschijnlijke optie, zoals ook beschreven wordt door Tversky & Kahneman (1974). Eén van de aannames was dat beleggers hierdoor mogelijk risico’s

verkeerd zouden inschatten. Hiervoor is geen bewijs gevonden. Mogelijk heeft dit te maken gehad dat de transacties in 2020 en 2021 zijn gedaan. Een opgaande markt maakt per definitie veel goed. Toch is terug te zien dat beleggers de risico's wel onderkennen, maar door kennis en ervaring goede manieren vinden om daarmee om te gaan. Belegger B7 lichtte in het interview toe dat hij op basis van een intensieve verbouwing een hogere huur kon ophalen dan was opgenomen in het taxatierapport.

Zes van de acht beleggers gaven in het interview aan dat de vierkante meterprijs een beslissende factor is in de aankoopwaardering. Met name de beleggers die zich op een aantal kernsteden richten, hebben deze meterprijzen over het algemeen paraat, waardoor er sprake is van 'availability'. Deze kennis wordt vaak ingezet om het vastgoed scherper in te kunnen kopen dan de marktprijs. Bij belegger B6 en B7 is te zien dat 'availability' ook een bijdrage levert aan de keuze voor residentieel vastgoed en de beoordeling van huurders.

'Availability' stelt de belegger in staat om snelle beslissingen te nemen, waardoor een voorsprong wordt verkregen op de markt. Bij sommige beleggers helpt dit mee om snel te beslissen en een inkoopvoordeel te behalen. Mogelijk leidt 'availability' bij een aantal beleggers tot een wat hogere aankoopwaardering, want juist de beschikbare kennis helpt bij het identificeren van toekomstige object specifieke kansen, die een hogere prijs zouden kunnen rechtvaardigen. De biedprijs lijkt vrij weloverwogen te zijn vastgesteld, zodoende wordt hier geen aanwijzing gevonden voor sterk irrationeel gedrag.

'Availability' is bij alle geïnterviewde beleggers waargenomen.



### 5.3 Adjustment and anchoring

De aanwezigheid van 'adjustment and anchoring' op de aankoopbeslissing is getoetst door beleggers te vragen naar de invloed van de vraagprijs van een object op het handelen van de belegger.

<b>B1</b>	<i>Zijn er dan nog andere zaken die in dit traject dan invloed op jou hebben? Die beïnvloeden wat jij gaat bieden? Ja, uiteindelijk was dit de vraagprijs en die vond ik goed.</i>
<b>B2</b>	<i>De vraagprijs is belangrijk, maar is niet voor mij iets waar ik naar toe moet gaan rekenen...daar kijk ik niet naar.</i>
<b>B3</b>	<i>...omdat ik bekend ben in de markt kan ik zien van dit is een redelijke prijs of die is hoog of heel laag. Dus ik let daar wel op, maar ik hang er niet te veel aan op zagezegd.</i>
<b>B4</b>	<i>Dus die vraagprijs heeft ook wel invloed op hoe jij beweegt? Ja natuurlijk, soms wil je iets echt hebben, dat is wel zo...</i>
<b>B5</b>	<i>Soms zeggen mensen "dit is de prijs, nu afnemen". En als de prijs goed is, doen we dat.</i>
<b>B6</b>	<i>Nee, de korting bepaalt niet of dat we het kopen.</i>
<b>B7</b>	<i>X</i>
<b>B8</b>	<i>Ja zeker, want als hij begon met drie ton en ik heb twee ton in mijn hoofd dan kan ik hoog en laag springen.</i>

Belegger B1, B4, B5 geven aan dat de vraagprijs hun handelen beïnvloedt. Als de vraagprijs goed is, leidt dit mogelijk snel tot een transactie. Er is in dit geval sprake van aanpassing op basis van de 'ankerprijs', zoals ook beschreven wordt in de literatuur (Tversky & Kahneman, 1974). Bij belegger B1 bleek ook duidelijk aanpassing op de vraagprijs bij het object dat onderwerp was van het interview.

Belegger B2, B3 en B6 zien de vraagprijs niet als een invloedrijke factor op hun handelen. Deze beleggers maken hun eigen afweging en bieden op basis daarvan een prijs.

Van belegger B7 wordt geen uitspraken in het interview gevonden die duiden op aanpassing of geen aanpassing. B8 doet hier wel uitspraken over, maar het wordt niet duidelijk in het interview of de prijs nu invloed heeft. In het genoemde voorbeeld is het verschil dermate groot, dat men zich kan afvragen of deze vraagprijs reëel was.

Belegger B1, B4 en B5 laten hun aankoopwaardering beïnvloeden door een vraagprijs. Zij geven aan hun aankoopwaardering aan te passen als de gevraagde prijs binnen een bepaalde bandbreedte ligt. Opvallend is dat deze drie beleggers gemiddeld bijna 8% minder betaalden dan de vraagprijs.

Derhalve volgt bij 'adjustment and anchoring' een vrij evenwichtige verdeling, bij drie beleggers wordt aanpassing waargenomen en bij drie beleggers niet. Er zijn twee beleggers met een neutrale score.



## 5.4 Home bias

De belegger bij wie sprake is van 'home bias', zou conform de theorie vasthouden aan hetgeen comfortabel voelt, vooral in een vaste regio aankopen en kansen daarbuiten onbenut laten.

<b>B1</b>	<i>Voornamelijk in de Randstad met een deel in Zeeland, Utrecht, Bilthoven en Drenthe. Dat zijn een beetje de uitschieters.</i>
<b>B2</b>	<i>... de switch kwam dat iedere belegger in Rotterdam wat wou hebben en toen er een beetje ruimte voor mij was in Den Haag en sindsdien kopen we alleen maar in Den Haag.</i>
<b>B3</b>	<i>Ja, dat was in 2010 in Amsterdam, appartementen. Die waren aan de straatstenen niet te slijten toentertijd... wat nu bijna niet te geloven is maar dat gebeurde toen echt. Toen heb ik het wel overwogen .. moeten we niet gewoon lekker in Utrecht kijken.</i>
<b>B4</b>	<i>Grote gemeentes G40 of de randgemeentes er omheen. Dan zit je gewoon goed. Spijkenisse is daar een mooi voorbeeld van. Het is niet de gemeente waar ik vroeger niet heel snel in zou investeren maar nu zijn we daar wel mee bezig...</i>
<b>B5</b>	<i>De keuze is gemaakt om ons te concentreren op Amsterdam, omdat we die stad gewoon goed kennen en we snel kunnen acteren.</i>
<b>B6</b>	<i>Bij voorkeur in de Randstad. Maar we hebben objecten in Friesland. Dus we kijken wel gewoon naar omgevingen waar actief gewoond wordt.</i>
<b>B7</b>	<i>Dus jouw toekomststrategie ziet er sowieso zo uit dat je in die drie steden blijft beleggen. ...ik heb geen reden om daar nu ineens vanaf te wijken... Er is gewoon genoeg te doen.</i>
<b>B8</b>	<i>Amsterdam, Rotterdam, Delft, Amersfoort, Diemen en zojuist een appartement in Amstelveen gekocht...</i>

Belegger B2 was in het verleden actief in Rotterdam en Den Haag, maar koopt momenteel alleen nog in Den Haag. Ook bij B5 zien we dit, die koopt momenteel alleen nog in Amsterdam. Bij beiden heeft dit te maken met het feit dat ze goed bekend zijn met de markt en nog voldoende investeringskansen krijgen aangeboden. B7 is actief in drie steden, maar ziet ook daar nog voldoende kansen. Specialisatie en kennis van de markt speelt hierbij een rol.

Bij B3 is overduidelijk te zien dat hij investeringskansen heeft aangeboden gekregen buiten Utrecht. Toch heeft deze belegger ervoor gekozen om niet in te stappen. Deze belegger geeft in het interview toe, dat de aangeboden objecten buiten Utrecht goede investeringen hadden kunnen zijn, maar vond met name de beheeropgave erg ingewikkeld. Conform de theorie van Richardson et al. (2017), zou dit kunnen duiden op 'home bias'. Opvallend is belegger B2 op dit moment vrijwel uitsluitend vastgoed aankoopt in Den Haag. Het specifieke object dat onderwerp was van het interview, wilde hij bijzonder

graag kopen. Hij betaalde ook meer dan de taxatiewaarde. De specifieke locatie lijkt daarmee invloed te hebben gehad op de transactieprijs.

B1, B4, B6 en B8 hebben overduidelijk een andere strategie: zij gaan buiten de regio actief op zoek naar investeringskansen en zijn hier naar eigen zeggen ook succesvol. Van hen kan worden gezegd dat er overduidelijk geen sprake is van 'home bias'.

De aanwezigheid van 'home bias' kan bij B3 goed worden beargumenteerd. Ook bij belegger B2 zijn argumenten aan te voeren voor een 'home bias' en invloed op de aankoopwaardering, al lijkt deze belegger bij aankoop van andere objecten meer rationeel gedrag te vertonen. Deze beleggers betaalden ruim 6% hoger dan de taxatiewaarde. Bij B5 en B7 zijn er lichte argumenten aan te voeren voor een 'home bias', echter zonder invloed op de aankoopwaardering. Bij de overige vier beleggers wordt er geen invloed op de aankoopwaardering waargenomen.



## 5.5 Herd behaviour

Het belangrijkste kenmerk dat in de literatuur wordt gegeven van 'herd behaviour', is het volgen van elkaar, in plaats van vergaren van eigen informatie om een investeringsbeslissing te nemen. Dit deel is getoetst bij de beleggers door hen te vragen naar het handelen tijdens de transactie en na te gaan welke (externe) factoren invloed hebben gehad op het gedrag.

<b>B1</b>	<i>Ik kijk niet zo naar andere beleggers wat zij doen...In vastgoed is er geen geluk als je gaat vergelijken met andere mensen, want er is altijd iemand die meer heeft.</i>
<b>B2</b>	<i>Dus als iets op de markt komt, ja dan ben ik net wat gehaaster. Dan reken ik het wel wat sneller uit. Maar ik hoef niet te winnen koste wat het kost... ik hou mijn berekening aan.</i>
<b>B3</b>	<i>...nee als ik het maximaal 100 waard vind zal ik er nooit een cent boven gaan zitten... dan laat ik het gewoon zitten. Dan bied ik 100, op hoop van zegen.</i>
<b>B4</b>	<i>Dat kan in Den Helder maar misschien moeten we even geduld hebben en even wachten en dan gaan we iets anders doen daarmee.</i>
<b>B5</b>	<i>Ik bepaal of ik ga bieden ja of nee. Waar ik geen invloed op heb is of zo'n makelaar ons gaat uitspelen ja of nee. Als we het idee krijgen dat we worden uitgespeeld dan haken we af.</i>
<b>B6</b>	<i>Het gedrag dat wij meestal hebben is dat als wij het idee hebben dat er heel veel heisa omheen is of er zelfs een spelletje gespeeld wordt, dan haken wij af.</i>
<b>B7</b>	<i>We zaten natuurlijk in een biedingsstrijd...Ik kijk heel erg naar de bezichtigingen wat daar gebeurt. Ik ga ook gerust een uur in de auto zitten om te kijken wat daar gebeurt. Ik turf ook hoeveel mensen komen</i>
<b>B8</b>	<i>Ik heb 'FOMO' minder, als het een goede deal doe ik het doe ik het maar het moet niet....</i>

Bij belegger B1 t/m B6 en B8 is duidelijk te zien dat zij hun eigen koers varen en zich zo min mogelijk door externe factoren laten beïnvloeden om de transactie te doen. Veelal lieten deze partijen weten af te haken op het moment dat er direct geconcurrereerd dient te worden met andere beleggers, bijvoorbeeld doormiddel van een inschrijvingsproces. Overduidelijk was te zien dat deze beleggers bij voorkeur hun transacties doen middels één op één processen tussen hen en de verkoper, of een verkoopproces waarbij een beperkt aantal deelnemers wordt uitgenodigd.

Belegger B7 vertoont interessant gedrag. Deze belegger geeft aan deel te nemen aan openbare verkoopprocessen en daar ook op een bijzondere manier mee om te gaan. Toch blijkt uit het interview dat deze belegger zich heel goed inleest op de markt. Hij is weliswaar bereid om ver te gaan in een biedingsproces, maar vergaart wel veel eigen informatie om tot een concurrerende, goede bieding te

komen. Het 'opzettelijk' negeren van informatie conform Scharfstein en Stein (2000) wordt ondanks een zeer competitieve vastgoedmarkt, niet waargenomen.

Alleen bij B7 zijn er lichte argumenten voor aan te voeren dat deze belegger zich laat beïnvloeden door het gedrag van anderen. Bij de andere beleggers wordt 'herd behaviour' niet waargenomen.



## 5.6 Confirmation bias

De 'confirmation bias' is de neiging om bevestiging te zoeken van eigen overtuigingen. Dit zou kunnen leiden tot het beleggen met 'kokervisie', waarbij een geconcentreerd portfolio wordt opgebouwd. Getracht is om deze uit te vragen aan de hand van de beste en slechtste investeringen van beleggers en wat de mogelijke invloeden hierop waren.

<b>B1</b>	<i>Dan is het van, wat was beter geweest? Maar aan de andere kant, ik ben ook wel blij met het BOG wat ik heb, dan heb je toch een soort van spreiding.</i>
<b>B2</b>	<i>...op straat hebt in New York, 'Billionairsroad', je hebt het afgelopen weekend gezien je betaalt nou tien keer de prijs.</i>
<b>B3</b>	<i>Het verschil is simpel te verklaren, ik heb een andere bruto huur gehanteerd...die twintig procent hoger ligt. Dat is EUR 24 duizend om precies te zijn. Dan kom je er redelijk op uit.</i>
<b>B4</b>	<i>Dus ik kan ze gewoon 'as is' verhuren als bedrijfsruimtes en dan heb je ook nog een prima rendement.</i>
<b>B5</b>	<i>... de taxateur vond dat toen rendementtechnisch onverantwoord. Alleen wij dachten die leegwaarde gaat naar de drie ton maar de leegwaarde is binnen twee jaar op vier ton. Dus.</i>
<b>B6</b>	<i>En dat heeft heel veel geld gekost... van "let je wel een beetje op, ik zie hier enorme bedragen aan renovatiekosten continu voorbij komen". Ik zeg ja, dat betaalt zich nu uit.</i>
<b>B7</b>	<i>Dus als politiek Den Haag de grootste werkgever is van de Haagse gemeenschap, dan hebben die mensen altijd werk. Politiek gaat niet failliet, een land gaat niet failliet...</i>
<b>B8</b>	<i>...ook door die waardestijging. Wat ik dus net wilde vertellen in ... anderhalf jaar tijd was die woning meer dan een ton gestegen in waarde.</i>

Dat beleggers actief zoeken naar bevestiging van eigen overtuigingen, blijkt uit de stellingen van B1, B2, B3, B4, B6 en B7. Het gaat hier over reeds gedane investeringen. Er is echter geen bewijs gevonden voor de theorie van Farlow (2004), waarin wordt beschreven dat slechte investeringen worden toegeschreven aan de marktomstandigheden en de goede aan verstandig handelen. Alle beleggers lijken zich zeer bewust van het feit dat ze de markt de afgelopen jaren mee hebben gehad, zoals ook blijkt uit het citaat van B8. Slechte investeringen worden vrijwel niet geïdentificeerd, op twee beleggers na die te maken hadden gehad met een ontwikkelingsproject waar de kosten uit de hand liepen. De vraag is echter of dit tot de kernactiviteiten behoort van de belegger in residentieel vastgoed.

Ook voor het opbouwen van een geconcentreerd portfolio conform Juneja (z.d.) wordt geen overtuigend bewijs gevonden. Slechts één geïnterviewde belegger heeft een portfolio met uitsluitend panden in de stad Utrecht. Ook daarin is echter spreiding aangebracht door in verschillende buurten en verschillende typen residentieel vastgoed (appartementen en kamerverhuur) te investeren.

Beleggers zoeken naar bevestiging van overtuigingen ná aankoop, maar er wordt vooral een rationeel handelen vóór aankoop aangetoond. Beleggers kijken allen kritisch naar nieuwe aankopen, hanteren over het algemeen een rationele set aan feiten om tot een aankoopwaardering te komen. In de paragraaf 'Rationeel handelen', wordt dit nader onderbouwd. Aanwezigheid van een echte 'bias', een negatieve invloed, wordt niet gevonden. Bij B5 en B8 wordt zelfs aangetoond dat er achteraf niet-verwachte positieve effecten zijn opgetreden.

De negatieve effecten van ‘confirmation bias’ zoals beschreven in de literatuur, kunnen niet worden aangetoond. Wel is waargenomen dat alle beleggers bevestiging van eigen overtuigingen zoeken.



## 5.7 Rationeel handelen

De interviews zijn naast de beschreven ‘heuristics and biases’ ook gecodeerd op gedragingen die zouden kunnen wijzen op rationeel gedrag. Hieronder volgt een aantal citaten, die volgen op vragen over welke zaken doorslaggevend zijn in het aankoopproces en de aankoopwaardering.

<b>B1</b>	<i>...toen ik mijn lasten kon dekken uit mijn vaste huurstream, stabiele huurstream, toen ben ik pas eigenlijk andere dingen gaan kopen.</i>
<b>B2</b>	<i>Ik ben iemand die graag veel eigen geld inlegt, om altijd rond de 70 procent LTV te komen. Je ziet dat banken heel graag geld willen lenen, 80, 85 procent of zelfs hoger.</i>
<b>B3</b>	<i>Nou bij Utrecht beredeneer ik altijd standaard vanuit vijf procent en dan gewoon een redelijke markthuur en dat wil ik ook gewoon heel graag redelijk hebben.</i>
<b>B4</b>	<i>Wij willen objecten niet voor de marktwaarde in de boeken hebben staan, nooit niet. Dus dan is het voor ons niet interessant. Dus er moet altijd wel een stukje marge inzitten.</i>
<b>B5</b>	<i>De meterprijs moet goed zijn, de staat van het pand, het liefst, dat is eigenlijk minder belangrijk.</i>
<b>B6</b>	<i>De cijfers. Koop je een object gewoon goed in. Koop je het voor minder in dan dat het eigenlijk waard is.</i>
<b>B7</b>	<i>Ja weet je, daar ben je dan een week zoet mee... En uiteindelijk ... dat dat gewoon niet interessant is. Ja er zat wel veel marge in, maar de risico's waren gewoon te groot.</i>
<b>B8</b>	<i>...ik neem wel de exit-strategie daarin ook altijd mee, op het moment dat ik een woning koop maar goed, onder de waarde en de bruto aanvansrendement van minimaal zes procent.</i>

Wat als eerste opviel, is dat rationeel gedrag maar liefst 49 keer werd gecodeerd. Dat is zelfs meer dan de veelvoorkomende ‘heuristics’ zoals ‘representativeness’ en ‘availability’.

Belegger B1 toont met zijn uitspraak dat hij pas risicovoller vastgoed is gaan verwerven, nadat hij een vaste huurstream had opgebouwd. Belegger B2 minimaliseert zijn risico door behoudender te lenen dan andere marktpartijen doen. B3 toont aan zich niet rijk te willen rekenen met een te hoge huur. Belegger B7 wikt en weegt, maar gegeven de grote risico's laat hij een potentieel goed rendement toch liggen.

Belegger B4, B5 B6 en B8 hebben één ding gemeen: voor hen is het allerbelangrijkste om scherper in te kopen dan de markt. Voldoet de prijs van het object niet, dan volgt er geen transactie. De vierkante-meterprijs van het vastgoed zal voor hen altijd lager moeten zijn dan van referentieobjecten in de omgeving. Een andere beslisfactor die vaak wordt genoemd is de locatie van het vastgoed. Ook blijkt dat beleggers graag vastgoed kopen waaraan in de toekomst waarde toegevoegd kan worden, door of de huren of het gebouw te optimaliseren.

Wat opvalt bij vrijwel alle beleggers is dat de koopmansgeest de boventoon viert. Deze beleggers laten zich beperkt beïnvloeden door de markt om hen heen en trekken feitelijk hun eigen plan. Er wordt op voorhand scherp gekeken naar risico's en exit-strategieën worden overwogen. Liever een keer niet gekocht om wat langer te wachten op een betere transactie.

Om die reden krijgt rationeel handelen de hoogste aanwezigheidsscore.





## 5.8 Aanpassen beleggingsstrategie

Aangezien de vastgoedmarkt onderhevig is aan veel wijzigingen in wet- regelgeving, is hier ook bij stilgestaan in het interview. Thema's zijn de verhoogde overdrachtsbelasting van twee naar acht procent, de aankomende aanpassing van Box III in 2025 en de verwachte beperking van de WOZ-waarde in het Woning Waardering Stelsel. Gevraagd is of beleggers een voorbeeld kunnen noemen van zo'n aanpassing en wat dit deed met hun strategie.

<b>B1</b>	<i>En dan kijk je naar winkels die je wel kan doorsplitsen en dan koop je die.</i>
<b>B2</b>	<i>Wij hebben ons hier niet op aangepast. Maar we blijven kopen wat we kopen...</i>
<b>B3</b>	<i>Maar we zijn nu 13 jaar verder, maar er gebeurt nog steeds niet zo veel. Ja mondjesmaat, er worden wel wat populistische maatregelen genomen om de verschrikkelijke huisjesmelkers aan te pakken.</i>
<b>B4</b>	<i>De woningwaardes veranderen ze continue tot het puntensysteem, WOZ waardes en dergelijke. Ik accepteer feiten gewoon heel veel, dat is eigenlijk..</i>
<b>B5</b>	<i>De regels in de markt, daar zien we voorlopig nog niets, er zijn allerlei bezwaren, dus dat beïnvloedt niet ons inkoopbeleid.</i>
<b>B6</b>	<i>Dus we gaan nu niet ineens anders nadenken over woningen als het volgend jaar van 8 naar 9% gaat.</i>
<b>B7</b>	<i>En eigenlijk is dat wat ik eigenlijk gedaan heb ten aanzien van je vraag over gemeentebeloid, ik omarm dat gewoon.</i>
<b>B8</b>	<i>...met alle respect, Box III is gewoon een 'pretbox'. Ik wist, uiteindelijk gaat er gewoon aan gescheurd worden.</i>

B1 laat bepaalde vastgoedsegmenten inmiddels links liggen en past zich zeer snel aan. Dit geldt ook voor B7 en B8. Belegger B2 past het inkoopbeleid niet aan, maar uit het interview blijkt dat aangekochte panden zo snel mogelijk worden verbouwd en verduurzaamd om eventuele toekomstige aanpassingen in het WWS op te kunnen vangen. B3 t/m B6 blijven doorkopen: zolang de verandering formeel niet is doorgevoerd, is er geen verandering in inkoopbeleid.

Uit vrijwel alle gesprekken bleek dat beleggers verwachten dat er een zwaardere belasting aankomt in Box III. Opvallend is dat sommige beleggers nu al voorsorteren op een komende wijziging en al minder aankopen in Box III, ondanks het feit dat de inhoud en impact van nieuwe regelgeving nog niet bekend is.

De verhoging van de overdrachtsbelasting wordt over het algemeen beschouwd als een gegeven waar iedereen mee te maken heeft. Het heeft geen waarneembaar effect gehad op de investeringen van deze beleggers. Een aantal beleggers houdt bij de renovatie van woningen nu al rekening met een verandering van het WWS. Een mogelijke terugval in het aantal punten voor de WOZ-waarde tracht men op te vangen met verbeteringen in de woningkwaliteit en het energielabel.

Op basis van de interviews volgt de volgende aanwezigheidsscore:



## 5.9 Deelconclusie

In deze paragraaf wordt het antwoord op de volgende deelvraag beschreven.

*Kan het niet-rationeel handelen bij particuliere beleggers in residentieel vastgoed worden aangetoond en welke rol speelt rationaliteit?*

Bij de geïnterviewde beleggers is heel duidelijk sprake van het gebruik van 'representativeness' en 'availability'. Deze 'heuristics', die in de literatuur ook wel worden geduid als vuistregels, vormen het richtinggevend gevoel en de altijd parate kennis waarmee getoetst kan worden of een belegging interessant is. Beleggers zijn hierdoor in staat snelle inschattingen te maken die richtinggevend zijn. Vaak zijn ze zelfs doorslaggevend bij het maken van investeringskeuzes. Ook leiden deze 'heuristics' er in sommige gevallen toe dat er een inkoopvoordeel wordt behaald. Mogelijk leidt 'availability' er in sommige gevallen toe dat er een iets hogere prijs wordt betaald dan conform taxatie gerechtvaardigd zou zijn. De beleggers die een hogere prijs betaalden, hanteerden de verwachting voor een hoger toekomstig rendement. De biedprijs lijkt hiermee weloverwogen te zijn vastgesteld, waardoor er geen aanwijzingen zijn dat dit de oorzaak zou zijn van niet-rationeel gedrag.

De vraagprijs werkt voor een deel van de geïnterviewde beleggers als een 'anchor'. Hier is een interessante tweedeling waarneembaar. Een deel van de beleggers laat zich duidelijk beïnvloeden door de gevraagde prijs, mits deze binnen een bepaalde bandbreedte ligt. Wat opvalt is dat de beleggers waar een aanpassing op basis van een vraagprijs werd geobserveerd, zij gemiddeld 8% minder betaalden dan de taxatiewaarde. Deze beleggers bleken erg snel te handelen. Mogelijk leidt de combinatie van 'availability' en 'adjustment and anchoring' tot een snelle reactie op verkopers die een relatief lage prijs vragen voor hun vastgoed.

'Home bias' is bij twee van de beleggers aangetroffen. Rationeel gezien was de belegging op een andere locatie niet onverstandig geweest, er viel immers een goed rendement te behalen. Deze beleggers betaalden gemiddeld 6% hoger dan de taxatiewaarde. Bij de overige beleggers kon 'home bias' niet worden aangetoond. Er zijn geen observaties gevonden die 'herd behaviour' aantonen. De beleggers vergaren voornamelijk hun eigen informatie, laten zich zeer beperkt beïnvloeden door andere spelers in de markt en maken een overwegend rationele afweging.

'Confirmation bias' werd niet aangetoond. Beleggers zoeken bevestiging van eigen overtuigingen, maar dit leidt niet tot de in de literatuur beschreven negatieve effecten, zoals het opbouwen van een geconcentreerd portfolio. 'Confirmation' komt niet tot uiting in niet-rationeel handelen.

Interessant om te zien is dat beleggers op een vrij rationele manier tot een aankoopwaardering komen. Er zijn allerlei vooraf gestelde toetsen die bepalen of de belegger aankoopt. De prijs per vierkante meter van het vastgoed, het vooraf vastgestelde rendement, een 'upside' in de toekomst of het goedkoper kunnen inkopen dan de markt zijn veel gehoorde argumenten. Voldoet het niet aan de toets, dan valt de belegging vaak af als investeringsmogelijkheid.

De beleggers passen zich gedeeltelijk wel en gedeeltelijk niet aan op veranderingen in wet- en regelgeving. Alle beleggers lijken overtuigd van aankomende wijzigingen in Box III en in het WWS. Beleggers gaan hier zeer verschillend mee om: van doorgaan zoals men bezig was, tot nu al aanpassen op regelgeving die feitelijk nog niet van kracht is. De beleggers die zich aanpassen, blijken niet zozeer anders te gaan bieden, maar eerder actief te worden in andere vastgoedtypen of -segmenten.

## Hoofdstuk 6. Conclusie, aanbevelingen en reflectie

### 6.1 Conclusie

#### Hoofdvraag

*Wat is de invloed van niet-rationele overwegingen op de aankoopwaardering van residentieel vastgoed door particuliere beleggers?*

Eerder werd beschreven dat de woningbeleggingsmarkt de afgelopen jaren sterk in omvang is toegenomen. Ook particuliere beleggers hebben hierin hun aandeel. In Nederland is een aantal trends waar te nemen dat de belangstelling voor huurwoningen verklaart. Het woningtekort is hoog en er is een aanhoudende groei in bevolking en huishoudens. Door deze ontwikkelingen stegen de huur- en koopprijzen de afgelopen jaren fors en behaalden beleggers goede resultaten.

Toch valt er wel één en ander af te dingen op de grote belangstelling voor de woningbeleggingsmarkt. De markt ligt onder een vergrootglas bij de politiek en veel zaken worden de komende jaren verder gereguleerd. Door verdere regulering kunnen de rendementen onder druk komen te staan en zou de trend van grote belangstelling kunnen keren.

Mogelijk spelen verschillende in de literatuur beschreven 'heuristics and biases' een rol bij investeringsbeslissingen. In een oververhitte markt die groeit in omvang, is de vooraf gestelde verwachting dat niet-rationele overwegingen een rol van betekenis zouden kunnen spelen in de aankoopwaardering plausibel.

In de beschreven 'heuristics and biases' die zijn getoetst bij de beleggers, is sterke aanwezigheid waargenomen op de begrippen 'representativeness' en 'availability'. Dit sluit ook aan bij de theorie van Tversky en Kahneman (1974), die de sterke werking van deze 'heuristics' wisten aan te tonen. Dat de intuïtie en snel beschikbare informatie in het brein een sterke rol spelen in de aankoopwaardering en dat deze ook helpen met het identificeren van interessante investeringen is echter niet onlogisch. De geïnterviewde beleggers hebben gemiddeld genomen een portefeuille opgebouwd met een marktwaarde van meer dan 40 miljoen euro en zijn meer dan 10 jaar actief met het beleggen voor eigen rekening. Deze beleggers hebben dermate veel ervaring met het aankopen van vastgoed, dat dit waarschijnlijk onontbeerlijk is om succesvol te zijn. Bij sommige beleggers helpen 'representativeness' en om in te kopen tegen een relatief lage prijs. Andere beleggers, die een hogere prijs betaalden dan de taxatiewaarde, hanteerden een visie voor een verbetering van het toekomstig rendement. De biedprijs lijkt hiermee weloverwogen te zijn vastgesteld, waardoor er geen aanwijzingen zijn dat dit de oorzaak zou zijn van niet-rationeel gedrag.

Het aanpassen van de aankoopwaardering en biedprijs op de gevraagde koopsom, genaamd 'adjustment and anchoring' kan bij enkele beleggers worden aangetoond. Psychologisch gezien vormt de vraagprijs dan een anker in het brein van de belegger, mits deze vraagprijs zich in een enigszins reële bandbreedte bevindt. In het beschreven experiment van Northcraft & Neale (1987), viel op dat makelaars de invloed van een vraagprijs ontkenden. Uit de interviews blijkt dat bepaalde beleggers de invloed niet ontkennen. Wat verder opvalt bij deze beleggers, is dat zij inkochten tegen een lagere prijs dan de taxatiewaarde. Mogelijk leidt de combinatie van 'availability' en 'adjustment and anchoring' bij deze beleggers tot een snelle reactie op verkopers die een relatief lage prijs vragen voor hun vastgoed.

Er kan dus niet worden aangetoond dat ‘adjustment and anchoring’ bij deze beleggers leidt tot niet-rationeel gedrag, die zich vertaald in een te hoge aankoopwaardering.

‘Home bias’ werd bij twee beleggers waargenomen. Deze beleggers betaalden ook meer dan de taxatiewaarde. Enkele van de geïnterviewde beleggers concentreren zich ook heel bewust op een bepaalde markt, maar deze beleggers waren in veel gevallen eerder wel in andere steden actief geweest. Van de meeste beleggers kan echter worden gezegd dat zij niet zozeer gebonden zijn aan één bepaalde locatie, maar dat de bereidheid er is om aan te passen als de markt daarom vraagt of als andere steden goed passen binnen de beleggingsfilosofie. De in de literatuur beschreven neiging om lokaal onroerend goed aan te kopen (Wright & Yanotti 2019), wordt slechts beperkt waargenomen. In combinatie met ‘representativeness’ en ‘availability’ zit er in de keuze voor een beperkt aantal steden ook logica. Eerder in dit onderzoek werd namelijk ook beschreven dat het beleggen in een specifieke locatie een informatievoordeel kan opleveren. In een niet-transparante vastgoedmarkt, kan dit van essentieel belang zijn om tot de juiste aankopen te komen.

‘Herd behaviour’ wordt in dit onderzoek feitelijk niet waargenomen. Dit wijkt af van Scharfstein en Stein (2000), die beschreven dat beleggers opzettelijk eigen informatie negeren. Ondanks een competitieve markt, wordt er voldoende informatie verzameld van een beleggingsobject; dit lijdt dus niet aantoonbaar onder marktdruk. De beleggers worden beperkt beïnvloed door het gedrag van concurrenten die in de markt actief zijn. Dit onderzoek toont aan dat beslissingen zeer snel worden genomen, maar van het volgen van anderen in plaats van eigen informatieverzameling wordt bij slechts bij één belegger beperkt bewijs gevonden. Veel van de geïnterviewde beleggers zien bewust af van een aankoop, als er een breed verkoopproces gevoerd gaat worden, de uitkomst van het biedingsproces wordt daarmee namelijk onzeker. ‘Herd behaviour’ is geen oorzaak van niet-rationeel gedrag.

Van een ‘confirmation bias’ lijkt geen sprake te zijn. Beleggers zoeken weliswaar bevestiging van eigen overtuigingen, maar dit leidt niet tot niet-rationeel gedrag zoals beschreven wordt in de literatuur. Hierbij kan gedacht worden aan het beleggen met ‘kokervisie’ of het opbouwen van een te geconcentreerd portfolio (Juneja, z.d.).

Opvallend is dat er in dit onderzoek veel aanwijzingen zijn gevonden voor rationeel gedrag. De geïnterviewde beleggers hanteren bij de aankoopwaardering een aantal vooraf vastgestelde indicatoren, zoals het inkopen tegen een lagere vierkantemeterprijs dan reëel is voor vergelijkbare objecten of een vooraf bepaald rendement op basis van een reële huur. Ook het selecteren van objecten met een ‘upside’, zoals kansen voor een renovatie of hogere huren in de toekomst is meermaals teruggekomen. Gecombineerd met ‘representativeness’ en ‘availability’ zijn deze beleggers blijkaar in staat om snelle en gefundeerde beslissingen te nemen. De geïnterviewde beleggers vertonen feitelijk allen gedrag dat getuigt van slim koopmanschap. De ervaring in de branche, het opgebouwde netwerk stellen de beleggers in staat om in een oververhitte markt alsnog beleggingen te verwerven, vaak onder de marktprijs.

De beleggers reageren heel verschillend op mogelijk aankomende wijzigingen in regulering in de sector. Opvallend is het dat sommige beleggers zich nu al aanpassen op aankomende regelgeving die feitelijk nog niet van kracht is. Zo is de mogelijk zwaardere belasting in Box III per 2025 aanleiding om nu al meer aan te kopen in de B.V. Ook is te zien bij enkele beleggers dat er wordt voorgesorteerd op een vermindering van de WOZ-punten in het WWS. Een voorbeeld hiervan is het extra renoveren en verduurzamen van het vastgoed. Dit is echter niet bij alle beleggers het geval. Circa de helft wacht de uitkomst van nieuwe regelgeving af en past zich nog niet aan. De beleggers die zich wel aanpassen, blijken niet zozeer anders te gaan bieden, maar eerder actief te worden in andere vastgoedtypen of -segmenten.

Dit onderzoek is interessant, omdat blijkt dat niet-rationele overwegingen bij aankopen in de woningmarkt slechts beperkt invloed hebben op het geheel van afwegingen die de belegger maakt om tot een voor de belegger acceptabele bied- of koopprijs te komen. Particuliere beleggers zijn veel in het nieuws, bijvoorbeeld daar waar het gaat over verdringing van koopstarters op de woningmarkt. Hierbij kan het beeld ontstaan van nietsontziende beleggers, met louter winstbejag. Wat blijkt uit dit onderzoek is dat deze beleggers juist veel waarde toevoegen in de stad, stap voor stap bouwen aan een stabiele en duurzame portefeuille. Met doordachte investeringsstrategieën wordt getracht een toekomstbestendige portefeuille te bouwen en tevens de huurders een prettige woonplek te bieden.

## 6.2 Aanbevelingen en reflectie

Op basis van het onderzoek blijkt dat 'representativeness' en 'availability' sterke invloed hebben op het handelen van de belegger. Omdat uit dit onderzoek met name de positieve effecten blijken, kan beleggers worden aanbevolen om zich bewust te zijn van deze zaken als onderscheidende factor. Beleggers zouden zich kunnen specialiseren in een aantal deelaspecten zoals het kennen van vierkantemeterprijzen voor vastgoed in een gebied of het kennen van markthuren.

Omdat deze beleggers al langer actief zijn en de portefeuilles reeds enig volume hebben, verdient het de aanbeveling om dit onderzoek nog eens te herhalen bij beleggers die beginnen met het opbouwen van een vastgoedportefeuille. Mogelijk is hier meer sprake van 'herd behaviour' of sterkere aanwezigheid van 'adjustment and anchoring'. De ervaring om een onafhankelijke beslissing te nemen zou kunnen ontbreken. Verwacht wordt dat deze beleggers ook vaker woningen kopen die na aankoop worden onttrokken aan de koopwoningenmarkt. De aankoopbereidheid van deze doelgroep na het invoeren van de opkoopbescherming zou gemeten kunnen worden.

Ook kan het interessant zijn om onderzoek uit voeren met betrekking tot 'anchoring' bij verkoopbeslissingen van particuliere beleggers. Het onderzoeken van andere 'biases' zoals 'loss-aversion' zou interessante resultaten kunnen opleveren.

Dit onderzoek is kwalitatief van aard. Deze methode heeft ervoor gezorgd dat de aankoopbeslissing diep uitgevraagd kon worden. Het zou echter ook interessant kunnen zijn om zaken kwantitatief te toetsen. Gedacht wordt aan het voorleggen van verschillende casussen en kwantitatief te meten op welke wijze beleggers hun keuze bepalen. Op die wijze zou bijvoorbeeld onderzocht kunnen worden in welke mate de 'home bias' een rol speelt in de nauwkeurigheid van de aankoopwaardering.

Er dient aangemerkt te worden dat de beoordeling van de aanwezigheid van 'heuristics' en 'biases' leunt op het subjectieve oordeel van de onderzoeker. Dit heeft invloed op de conclusies uit dit onderzoek. Indien het onderzoek door een andere onderzoeker herhaald zou worden met dezelfde interviewtranscripten zou de keuze voor andere citaten kunnen leiden enigszins afwijkende conclusies.

## Bibliografie

- ABF Research. (z.d.). *ABF Research - woningtekort 2021–2035*. Geraadpleegd op 3 januari 2022, van <https://primos.abfresearch.nl/dashboard/dashboard/woningtekort>
- ABF Research. (2019, juli). *Rapport huurprijzen vrije sector; naar de invoering van een noodknop middenhuur*. <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/rapporten/2019/07/04/rapport-huurprijzen-vrije-sector>
- ABF Research. (2021). *Vooruitzichten bevolking, huishoudens en woningmarkt - prognose en scenario's 2021–2035*. <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/rapporten/2021/06/29/rapport-vooruitzichten-bevolking-huishoudens-en-woningmarkt-prognose-en-scenarios-2021-2035>
- Ackert, L. F., Church, B. K., & Jayaraman, N. (2011). Is there a link between money illusion and homeowners' expectations of housing prices? *Real Estate Economics*, *39*(2), 251–275. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6229.2010.00295.x>
- Aronson, E., & Wilson, T. D. (2007). *Sociale Psychologie 5/E* (5de editie). Pearson Benelux B.V.
- Baarda, D. B., Bakker, E., Fischer, T., Julsing, M., Kostelijk, E. J., & Van der Velden, T. M. H. (2021). *Basisboek kwalitatief onderzoek* (5de editie). Noordhoff.
- Baarda, D. B., & Van der Hulst, M. (2017). *Basisboek Interviewen* (4de editie). Noordhoff.
- Bals, K. J. (2016, september). *Masterscriptie: Ratio én emotie?* (scriptie). Amsterdam: ASRE. [https://files.vastgoedbibliotheek.nl/Server/getfile.aspx?file=docs/MSRE/15/Bals\\_KJ.pdf](https://files.vastgoedbibliotheek.nl/Server/getfile.aspx?file=docs/MSRE/15/Bals_KJ.pdf)
- Beijer, M. P. T., Traudes, J. P., & Langendoen, M. (2020). *Basissyllabus module 1* [Presentatieslides]. ASRE. [https://asrestudenten.nl/pluginfile.php/39789/mod\\_label/intro/Basissyllabus\\_Module\\_1\\_Baijer.pdf](https://asrestudenten.nl/pluginfile.php/39789/mod_label/intro/Basissyllabus_Module_1_Baijer.pdf)
- Belastingdienst. (2021, 31 december). *Verhuurderheffing*. Geraadpleegd op 4 januari 2022, van [https://www.belastingdienst.nl/wps/wcm/connect/bldcontentnl/belastingdienst/zakelijk/overige\\_belastingen/verhuurderheffing/](https://www.belastingdienst.nl/wps/wcm/connect/bldcontentnl/belastingdienst/zakelijk/overige_belastingen/verhuurderheffing/)
- Berkhout, T. M., & Van der Paardt, R. N. G. (2019). *Basisboek vastgoed fiscaal* (achtste, herziene druk). Infotax.
- Blijie, B., Gopal, K., & Ligthart, D. (2019, juni). *Huurprijzen in de vrije sector*. ABF Research. <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/rapporten/2019/07/04/rapport-huurprijzen-vrije-sector>

- Bokhari, S., & Geltner, D. (2011). Loss aversion and anchoring in commercial real estate pricing: Empirical evidence and price index implications. *Real Estate Economics*, 39(4), 635–670. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6229.2011.00308.x>
- Braun, E. (2021). The institutional preconditions of homo economicus. *Journal of Economic Methodology*, 28(2), 231–246. <https://doi.org/10.1080/1350178x.2021.1898659>
- Capital Value. (2021). *De woning(beleggings)markt in beeld 2021*. Capital Value.
- Cassar, G., & Craig, J. (2009). An investigation of hindsight bias in nascent venture activity. *Journal of Business Venturing*, 24(2), 149–164. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2008.02.003>
- CBS. (2019a, februari). *Verbeterde afleiding eigenaren van huurwoningen*. <https://www.cbs.nl/nl-nl/maatwerk/2019/06/verbeterde-afleiding-eigenaren-van-huurwoningen>
- CBS. (2019b, juli). *Eigendomsmutaties tussen koopwoningen en overige huurwoningen, 2014–2017*. Centraal Bureau voor de Statistiek. <https://www.cbs.nl/nl-nl/maatwerk/2019/28/eigendomsmutaties-koop-en-huurwoningen-2014-2017>
- CBS. (2020, 16 december). *Prognose: Bevolking blijft komende 50 jaar groeien*. Centraal Bureau voor de Statistiek. Geraadpleegd op 3 januari 2022, van <https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2020/51/prognose-bevolking-blijft-komende-50-jaar-groeien>
- CBS. (2021a, november 5). *Vorraad woningen; eigendom, type verhuurder, bewoning, regio [dataset]*. CBS.nl. Geraadpleegd op 6 december 2021, van <https://opendata.cbs.nl/#/CBS/nl/dataset/82900NED/table?dl=56FB1>
- CBS. (2021b, december 16). *Huishoudensprognose 2021–2070: Groei aantal huishoudens houdt aan*. Centraal Bureau voor de Statistiek. Geraadpleegd op 3 januari 2022, van <https://www.cbs.nl/nl-nl/longread/statistische-trends/2021/huishoudensprognose-2021-2070-groei-aantal-huishoudens-houdt-aan>
- CBS & Kadaster. (2021, 22 december). *Bestaande koopwoningen; verkoopprijzen prijsindex 2015=100*. CBS. Geraadpleegd op 4 januari 2022, van <https://www.cbs.nl/nl-nl/cijfers/detail/83906NED>
- Conijn, J. (2021, 22 april). *De corporatiesector* [Presentatieslides]. ASRE. [https://asrestudenten.nl/pluginfile.php/67306/mod\\_label/intro/Corporaties%2022%20april%202021.pdf](https://asrestudenten.nl/pluginfile.php/67306/mod_label/intro/Corporaties%2022%20april%202021.pdf)
- Conijn, J., Rouwendaal, J., & Schilder, F. (2016). *Veranderde verhoudingen op de Nederlandse woningmarkt*. TPEdigitaal. Geraadpleegd op 9 oktober 2021, van <https://www.tpedigitaal.nl/artikel/veranderde-verhoudingen-op-de-nederlandse-woningmarkt>
- Cushman and Wakefield. (2021, februari). *Outlook 2021 residential*. <https://www.cushmanwakefield.com/nl-nl/netherlands/insights/outlook-2021-residential>
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793–805. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x>

- De Nederlandsche Bank. (2021). *De woningmarkt - De Nederlandsche Bank*. DNB. Geraadpleegd op 4 januari 2022, van <https://www.dnb.nl/actuele-economische-vraagstukken/woningmarkt/>
- Debels, T. (2006). *Behavioral Finance: Motivatiepsychologie van de belegger* (1ste editie). Garant.
- Debels, T., De Moor, P., & De Moor, P. (2002). *Emotionele intelligentie op de beurs*. Adfo Books.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Farlow, A. (2004). *The UK housing market: Bubbles and buyers*. Adrewfarlow.com. Geraadpleegd op 13 november 2021, van <http://www.andrewfarlow.com/part2ukhousing.pdf>
- Fischhoff, B., & Beyth, R. (1975). I knew it would happen. *Organizational Behavior and Human Performance*, 13(1), 1–16. [https://doi.org/10.1016/0030-5073\(75\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0030-5073(75)90002-1)
- Frans, P. (2021, 22 september). *Prinsjesdag 2021: Elangrijkste punten voor de woningmarkt*.
- Vastgoed Actueel. Geraadpleegd op 16 oktober 2021, van <https://vastgoedactueel.nl/prinsjesdag-2021-belangrijkste-punten-voor-de-woningmarkt/>
- French, K., & Poterba, J. (1993). Investor diversification and international equity markets. *The American Economic Review*, 81(2), 222–226.
- Füss, R., & Ruf, D. (2015). Learning externalities in opaque asset markets: Evidence from international commercial real estate. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2673403>
- Genesove, D., & Mayer, C. (2001). Loss aversion and seller behavior: Evidence from the housing market. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(4), 1233–1260. <https://doi.org/10.1162/003355301753265561>
- Hirshleifer, D. A. (2001). Investor psychology and asset pricing. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.265132>
- Hirshleifer, D., & Luo, G. Y. (2001). On the survival of overconfident traders in a competitive securities market. *Journal of Financial Markets*, 4(1), 73–84. [https://doi.org/10.1016/s1386-4181\(00\)00014-8](https://doi.org/10.1016/s1386-4181(00)00014-8)
- Hoffmann, A. O., & Post, T. (2014). Self-attribution bias in consumer financial decision-making: How investment returns affect individuals' belief in skill. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 52, 23–28. <https://doi.org/10.1016/j.socec.2014.05.005>
- Hott, C. (2012). The influence of herding behaviour on house prices. *Journal of European Real Estate Research*, 5(3), 177–198. <https://doi.org/10.1108/17539261211282046>
- Hudson-Wilson, S., Gordon, J. N., Fabozzi, F. J., Anson, M. J., & Giliberto, S. M. (2005). Why real estate? *The Journal of Portfolio Management*, 31(5), 12–21. <https://doi.org/10.3905/jpm.2005.593883>
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *The Journal of Finance*, 48(1), 65–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540->



6261.1993.tb04702.x

- Juneja, P. (z.d.). *Confirmation bias in behavioral finance*. Management Study Guide. Geraadpleegd op 13 november 2021, van <https://www.managementstudyguide.com/confirmation-bias-in-behavioral-finance.htm>
- Kahneman, D. (2016). *Ons feilbare denken* (36ste editie). Reed Business Education.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263–292. <https://doi.org/10.2307/1914185>
- Lennartz, C., Schilder, F., & Van der Staak, M. (2019). *Particuliere verhuurders op de Nederlandse woningmarkt, Den Haag: PBL*. Uitgeverij PBL.
- Majumder, D. (2014). Asset pricing for inefficient markets: Evidence from China and India. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 54(2), 282–291. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2013.12.007>
- Manduzai, A. (2021, 23 april). *Financiering buy-to-let-beleggers geen probleem: 'Een pand per maand in plaats van één per jaar'*. Vastgoedmarkt. Geraadpleegd op 9 oktober 2021, van [https://www.vastgoedmarkt.nl/woningen/nieuws/2021/04/financiering-buy-to-let-beleggers-geen-probleem-een-pand-per-maand-in-plaats-van-een-per-jaar-101163117?\\_login=1](https://www.vastgoedmarkt.nl/woningen/nieuws/2021/04/financiering-buy-to-let-beleggers-geen-probleem-een-pand-per-maand-in-plaats-van-een-per-jaar-101163117?_login=1)
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.2307/2975974>
- Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties. (2021, 8 december). *Huurverhoging vrije sector in 2022 maximaal 3,3%*. Rijksoverheid.nl. Geraadpleegd op 4 januari 2022, van <https://www.rijksoverheid.nl/actueel/nieuws/2021/12/07/huurverhoging-vrije-sector-in-2022-maximaal-33>
- Ministerie van Financiën. (2020, 24 december). *Belangrijkste belastingwijzigingen per 1 januari 2021*. Rijksoverheid.nl. Geraadpleegd op 4 januari 2022, van <https://www.rijksoverheid.nl/actueel/nieuws/2020/12/15/belangrijkste-belastingwijzigingen-per-1-januari-2021>
- Monti, M., & Legrenzi, P. (2014, 5 januari). *Investment decision making and hindsight bias*. Citeseerx. Geraadpleegd op 13 november 2021, van <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.412.7897&rep=rep1&type=pdf>
- MSCI. (2021). *MSCI* [Direct en indirect rendement op Nederlandse woningbeleggingen]. Northcraft, G. B., & Neale, M. A. (1987). Experts, amateurs, and real estate: An anchoring-and-adjustment perspective on property pricing decisions. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 39(1), 84–97. [https://doi.org/10.1016/0749-5978\(87\)90046-x](https://doi.org/10.1016/0749-5978(87)90046-x)
- Novemsky, N., & Kahneman, D. (2005). The boundaries of loss aversion. *Journal of Marketing Research*, 42(2), 119–128. <https://doi.org/10.1509/jmkr.42.2.119.62292>
- NRVT. (2020). *International valuation standards 2020*. <https://www.nrvt.nl/wp-content/uploads/2020/09/IVS-2020-NL.pdf>

- NVM & Vastgoed Management Nederland. (2020). *Analyse van de dynamiek in de Nederlandse huurmarkt in 2020*. <https://www.nvm.nl/media/bqshjx4w/nvm-huurcijfers-2020-wt8-lowres-210401.pdf>
- Paling, R. (2021, 1 juni). *Woningbeleggers: 'Einde vrije huursector is in zicht'*. Vastgoedmarkt. Geraadpleegd op 16 oktober 2021, van <https://www.vastgoedmarkt.nl/woningen/nieuws/2021/06/woningbeleggers-einde-vrije-huursector-is-in-zicht-101164180>
- Pallier, G., Wilkinson, R., Danthiir, V., Kleitman, S., Knezevic, G., Stankov, L., & Roberts, R. D. (2002). The role of individual differences in the accuracy of confidence judgments. *The Journal of General Psychology*, 129(3), 257–299. <https://doi.org/10.1080/00221300209602099>
- Pijls, A. C. W. (2021). De invloed van informatie op de koers; de efficiënte versus de inefficiënte markt. *Tijdschrift voor ondernemingsbestuur*. [https://pure.eur.nl/ws/files/36762700/TvOB\\_2021\\_afl.\\_3\\_A.C.W.\\_Pijls\\_RePub\\_190721.pdf](https://pure.eur.nl/ws/files/36762700/TvOB_2021_afl._3_A.C.W._Pijls_RePub_190721.pdf)
- Prast, H. (2003). *Gedragseconomie: De rol van psychologie op financiële markten*. De Nederlandsche Bank.
- Qasim, M., Hussain, R. Y., Mehboob, I., & Arshad, M. (2019). Impact of herding behavior and overconfidence bias on investors' decision-making in Pakistan. *Accounting*, 81–90. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2018.7.001>
- Ricciardi, V., & Simon, H. K. (2001). What is Behavioral Finance. *Business, Education & Technology Journal*, Vol. 2(No. 2), 1–9. [https://papers.ssrn.com/Sol3/papers.cfm?abstract\\_id=256754](https://papers.ssrn.com/Sol3/papers.cfm?abstract_id=256754)
- Richardson, M., Armet, N., Arnold, C., & Ho, C. (2017). *Addressing built-in biases in real estate investment*. <https://page.ws.fidelityinternational.com/rs/829-LMV-001/images/0818%20Real%20estate%20biases%20UPDATE%20-%20FINAL.pdf>
- Rijksoverheid. (2021). *Opkoopbescherming* [Presentatieslides]. Rijksoverheid. <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/rapporten/2021/12/03/presentatie-opkoopbescherming-14-oktober-2021>
- Robberechts, D. (2010). *Behavioural Finance - De motivatiepsychologie van de belegger* (scriptie). <https://www.scriptiebank.be/sites/default/files/3a653a5bd17c3945e65906f8defbcc74.pdf>
- Roese, N. J., & Vohs, K. D. (2012). Hindsight bias. *Perspectives on Psychological Science*, 7(5), 411–426. <https://doi.org/10.1177/1745691612454303>
- Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (2000). Herd behavior and investment. *American Economic Review*, 80(3), 465–479. <https://doi.org/10.1257/aer.90.3.705>
- Schols, I. G. M. (2013, augustus). *Masterthesis: Particuliere vastgoedbeleggers in Nederland* (scriptie). Groningen: RUG.
- Schwarz, N., Bless, H., Strack, F., Klumpp, G., & Et Al. (1991). Ease of retrieval as information: Another look at the availability heuristic. *Journal of Personality and Social Psychology*, 61(2), 195–202. <https://doi.org/10.1037/0022-3514.61.2.195>
- Seiler, M. J., & Seiler, V. L. (2010). Mitigating Investor Risk-Seeking Behavior in a Down Real Estate

- Market. *Journal of Behavioral Finance*, 11(3), 161–167.  
<https://doi.org/10.1080/15427560.2010.507166>
- Seiler, M. J., Seiler, V. L., & Lane, M. A. (2012). Mental accounting and false reference points in real estate investment decision making. *Journal of Behavioral Finance*, 13(1), 17–26.  
<https://doi.org/10.1080/15427560.2012.653293>
- Shafir, E., Diamond, P., & Tversky, A. (1997). Money illusion. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(2), 341–374. <https://doi.org/10.1162/003355397555208>
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. <https://doi.org/10.2307/2977928>
- Statman, M. (2008). What is behavioral finance? *Handbook of Finance*.  
<https://doi.org/10.1002/9780470404324.hof002009>
- Taleb, N. N. (2010). *The Black Swan*. Penguin Random House.
- Taxlive. (2021, 15 december). *Fiscale maatregelen regeerakkoord Rutte IV* | TaxLive. Geraadpleegd op 4 januari 2022, van <https://www.taxlive.nl/nl/documenten/vn-vandaag/fiscale-maatregelen-regeerakkoord-rutte-iv/>
- Tempelaar, F. (2006). Bellen blazen. *Maandblad Voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 80(4), 180–189. <https://doi.org/10.5117/mab.80.16318>
- Thaler, R. H., Tversky, A., Kahneman, D., & Schwartz, A. (1997). The effect of myopic and loss aversion on risk taking: An experimental test. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(2), 647–661.  
<https://doi.org/10.1162/003355397555226>
- Trappenburg, N. (2021, 14 juli). *Huurprijzen in vrije sector verder gedaald*. FD.nl. Geraadpleegd op 11 december 2021, van <https://fd.nl/-/1398505/huurprijzen-in-vrije-sector-verder-gedaald-1kl1cahEY7s0>
- Trappenburg, N., & Van Poll, M. (2020, 1 december). *Particuliere woningverhuur groeit ondanks alles gestaag door*. FD.nl. Geraadpleegd op 12 oktober 2021, van <https://fd.nl/economie-politiek/1365439/particuliere-woningverhuur-groeit-ondanks-alles-gestaag-door-ulj1caBs4nPy>
- Trinugroho, I., & Sembel, R. (2011). Overconfidence and excessive trading behavior: An experimental study. *International Journal of Business and Management*, 6(7).  
<https://doi.org/10.5539/ijbm.v6n7p147>
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131. <https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124>
- Van Gool, P., De Jager, P., Theebe, M. A. J., & Weisz, R. (2013). *Onroerend goed als belegging*. Noordhoff.
- Vlek, P. J., Rust, W. N. J., & Schrama, P. (2020). *Investeren in vastgoed, grond en gebieden*. SPRYG Real Estate Academy.

Wright, D., & Yanotti, M. B. (2019). Home advantage: The preference for local residential real estate investment. *Pacific-Basin Finance Journal*, 57. <https://doi.org/10.1016/j.pbf.2019.04.001>

## Bijlage 1 – Interviewschema

*Doel: inzicht krijgen in het gedrag, welke biases zijn aanwezig. Toetsen of de theorie over biases aansluit bij gedrag particuliere beleggers in residentieel vastgoed.*

### Introductie

- Doel (inzicht krijgen in gedrag) & onderwerp . Wat speelt er om tot een aankoopwaardering te komen;
- Vertrouwelijkheid van naam + adres van object dat onderwerp is van interview;
- Verwerking resultaten in scriptie;
- Maken geluidsopname;
- Duur van het interview;

### Checks

- Naam / leeftijd / hoe lang actief in vastgoed;
- Introductie van belegger + omvang portefeuille / aantal verhuureenheden;
- Geografische spreiding;

### Persoonlijk

- Wat zijn voor jou belangrijke redenen om te investeren in woningen?
- Hoe werkt dit bij jou over het algemeen: een object zoeken en vinden?
- Hoe neem je een beslissing, welke checks?
- Hoe waardeer je het vastgoed?
- Welke zaken geven feitelijk de doorslag?
- Rationeel gezien is de keuze gebaseerd op (conform taxateurs): oppervlakte/locatie/rendement/regelgeving. Hoe werkt dat bij jou?
- Doe je het als belegger slechter / beter dan de gemiddelde belegger in jouw segment?
- Neem een van je beste investeringen in gedachten en benoem deze kort + oorzaak;
- Neem een van je slechtste investeringen in gedachten en benoem deze kort + oorzaak;

### Object

- Hoe kreeg je dit object onder ogen?
- Wat waren de spontane afwegingen die je hebt gemaakt toen je dit aangeboden kreeg?
- Waarom op deze locatie gekocht?
- Welke feiten heb je gebruikt om tot een prijsbepaling te komen?
- Welke andere zaken hebben invloed gehad op deze aankoop/andere partijen
- Vraagprijs invloed?
- Taxatiewaarde versus betaalde prijs;
- Bijzonderheden uit taxatierapport. Denk aan gesignaleerde risico's, over/onderhuur.

### Reactie op marktinformatie

- Voorbeeld noemen van nieuwe informatie in de markt en reactie hierop;
- Stel, je hebt geen feiten over een markt, hoe bepaal je waarin te investeren?
- Coalitie: overdrachtsbelasting naar 9% (2023), afschaffing leegwaardratio, aanpassing rendementsheffing op basis van werkelijk rendement in 2025.

#### Afsluiting

- Bedanken en afsluiten / respondent nog vragen of toevoegingen?

## Bijlage 2 – Gehanteerde formulering per topic

#### Representativeness

- B1 Wat zijn voor jou de belangrijkste redenen om te investeren in woningen?
- B2 en wat zijn voor jou belangrijke redenen om te investeren in woningen?
- B3 Wat zijn voor jou belangrijke redenen om specifiek te investeren in woningen?
- B4 Wat is het eerste wat je doet als je overweegt om naar Tilburg te gaan?
- B5 Eigenlijk heb je dan al met x aantal minuten heb jij bepaald of je wilt kopen ja of nee.
- B6 En hoe waardeer je dan het vastgoed?
- B7 Betekent dit dat je met je aankoop al meteen indirect rendement gecreëerd wil hebben?
- B8 Dus eigenlijk doe je wel heel goed.

#### Availability

- B1 Hoe snel weet jij of het voor jou geschikt is?
- B2 En voor jullie is dat, zou dat eigenlijk een brug te ver zijn als ik jou zo hoor?
- B3 Nou ik hoor dat wel vaker, dat beleggers altijd wel tevreden zijn geweest met de aankoop van beleggingen, ook bij andere interviews die ik tot nu toe gehad heb en dat ze eigenlijk mede omdat ze altijd de tijd mee hebben gehad, dat er eigenlijk geen slechte investeringen in hun eigen portefeuille zitten.
- B4 Dan ga je naar een nieuwe regio. Je hebt dan eigenlijk geen feiten over die nieuwe markt, kan ik mij voorstellen. Hoe bepaal je dan waar je gaat investeren?
- B5 We gaan naar het object. [adres] je hebt deze van Funda gehaald. Welke snelle checks voer je dan uit?
- B6 Wat zijn voor jou nu echt de belangrijke redenen om specifiek te investeren in woningen?
- B7 Hoe kijk je daarnaar als belegger en wat doet dat met je portefeuille strategie?
- B8 Toch wel een behoorlijke spreiding.

#### Adjustment and anchoring

- B1 Zijn er dan nog andere zaken die in dit traject dan invloed op jou hebben? Die beïnvloeden wat jij gaat bieden?
- B2 Als je een object koopt op de openbare markt, heeft de vraagprijs dan nog invloed?
- B3 Maakt het dan nog uit wat ervoor gevraagd wordt of wat een vraagprijs is?
- B4 Dus die vraagprijs heeft ook wel invloed op hoe jij beweegt?
- B5 Welke zaken geven dan feitelijk de doorslag of jij met een object doorgaat of niet?
- B6 Jullie betaalden EUR 3.920.000,-. Dus je hebt ruim 10% onderhandelingsresultaat. Maakt het dan nog uit wat ze vragen?
- B7 X
- B8 Maakt het dan nog uit wat zo iemand voor een vraagprijs heeft, op hoe jij acteert in het proces?

#### Home bias

- B1 En hoe ziet het er geografisch gezien eruit, waar liggen jouw panden?
- B2 En hoe komt dat, dat je in die twee steden zit?
- B3 Ja en ben je ooit wel eens in de verleiding gekomen om iets buiten de stad te kopen?
- B4 Feitelijk heb je een hele harde toets, een driehoek die moet kloppen.
- B5 hoe ziet je portefeuille er inmiddels uit? Hoeveel verhuureenheden, wat is de omvang van de portefeuille?
- B6 De locatie, speelt die nog een rol? Ik hoorde over jouw portefeuille dat die over het hele land verdeeld ligt? Wellicht is er toch iets van een visie?
- B7 Ben je wel eens in de verleiding gebracht om iets te kopen buiten je eigen gebied?
- B8 Maar wel ieder jaar gemiddeld een miljoen waarde opgebouwd. Dat is natuurlijk wel knap. En waar liggen die panden, wat is de geografische spreiding?

#### Herd behaviour

- B1 Precies, je bent in 2008 begonnen. Je hebt een hele grote portefeuille opgebouwd, tientallen miljoen aan vastgoed. Feitelijk in nog geen 15 jaar. Vind jij eigenlijk dat je het beter doet dan een gemiddelde belegger?
- B2 En zijn er dan nog andere zaken die invloed hebben gehad op hoe jij je gedraagt? Misschien dat hij het ook in de markt kan zetten? Kan verkopen via een makelaar. Heeft er iets invloed op hoe jij handelt tijdens zo'n proces?
- B3 Ja, zou het zo kunnen zijn dat een object juist dermate courant is, dat je zegt ik vind het rationeel beredeneerd, op basis van mijn rendementsprijs, vind ik het die honderd waard maar omdat die markt nu zo goed is ga ik toch die 102 betalen?
- B4 En wat is dan het verschil tussen Den Helder en Tilburg?
- B5 Voor dit object specifiek. Het wordt aangeboden op de openbare markt. Je hebt een rationele rekensom, maar dan het proces, daar heb je geen invloed op.
- B6 Zijn er dan nog andere zaken die invloed hebben op hoe jij je gedraagt in zo'n biedingsproces? ...Als je het fijn vind kan ik een voorbeeld noemen. Bijvoorbeeld iemand staat in de markt en het kan zijn dat er ook andere beleggers geïnteresseerd zijn. Heeft dat nog invloed op jouw gedrag?
- B7 Over die taxatiewaarde. Het is getaxeerd op 290 duizend euro. Wat meer betaald, namelijk 322,5 duizend euro. Hoe kijk je daar dan zelf naar?
- B8 Precies en dan het liefste off market zodat je één op één kunt schakelen?

#### Confirmation bias

- B1 Betekent dat dat je überhaupt geen slechte investeringen hebt in je portefeuille?
- B2 Precies, en vind je dat dan zelf een rationele keuze omdat geld te betalen? Je geeft aan "ik betaal eigenlijk al meer dan..."
- B3 Dit is de waardering ons inziens, zoals die enigszins rationeel tot stand zou moeten komen. Toch heb jij wel meer betaald dan opgeschreven wordt. Die waarde zie je hier naar voren komen na alle correcties. Dat is EUR 425 duizend, 21,5 x. Hoe kijk je daarnaar?
- B4 En betekent dat dan dat je überhaupt geen slechte investeringen hebt gedaan?
- B5 Daarover gesproken, als je kijkt, je hebt altijd wat betere en mindere investeringen in je portefeuille. Kun je een van je beste investeringen benoemen en wat de oorzaak daarvan was?
- B6 Of waar je het meest tevreden over bent en hoe dat dan kwam?
- B7 Maar trends gaan meer over de toekomst dan over het verleden. Zou dat ook kunnen betekenen dat je wat duurder inkoopt omdat je verwacht het gaat toch wel stijgen?
- B8 Machtig mooi he, hoe je dan, zeker als je terugkijkt, die aankoop had je nooit mogen laten lopen.

#### Rationeel handelen

- B1 Hoe komt dat?

- B2 Ja hoor, dan vervolgens stel een pand voldoet aan die drie items. Dan zul je uiteindelijk ook een financieel plaatje op moeten plakken. Wat vind je het zelf waard. Hoe waardeer jij het vastgoed?
- B3 Bijvoorbeeld, dat die aangepast wordt of dat in een keer de overdrachtsbelasting wordt aangepast. Kun je daar een voorbeeld van noemen en wat je vervolgens doet als belegger?
- B4 En voordat je dan een aankoop doet, welke checks voer je uit?
- B5 Die meterprijs, die moet goed zijn.
- B6 Welke specifieke zaken geven dan feitelijk de doorslag of je ja of nee gaat zetten op een object?
- B7 Je moet niet, maar het is leuk om te doen.
- B8 Hoe acteer je daar op?

#### Aanpassen beleggingsstrategie

- B1 Ik heb nog een paar vraagjes over marktinformatie, vastgoedmarkt, zeker als het gaat om woninggebied dat is onderhevig aan allerlei regelgeving, dat wordt alleen maar meer, kun jij een voorbeeld noemen van nieuwe informatie in de markt en hoe jij hier vervolgens op reageerde?
- B2 De vastgoedmarkt is eigenlijk continu onderhevig aan allerlei regelgeving. Ik denk dat er nu vanuit Den Haag heel veel regelgeving op komst is die invloed gaan hebben op de particuliere vastgoedbelegger. Kun je een voorbeeld noemen van nieuwe informatie in de markt en hoe je daar als belegger vervolgens op hebt gereageerd?
- B3 De markt voor verhuur van woningen is onderhevig aan allerhande belangstelling van de overheid en daarbij behorende regulering. Kun jij een voorbeeld geven van nieuwe informatie die in de markt kwam en hoe je daar vervolgens op reageerde met je portefeuille?
- B4 Bijvoorbeeld, dat die aangepast wordt of dat in een keer de overdrachtsbelasting wordt aangepast. Kun je daar een voorbeeld van noemen en wat je vervolgens doet als belegger?
- B5 Dan de marktinformatie. Er zijn allerlei dingen die steeds aangepast worden in de vastgoedmarkt. Kun je een voorbeeld noemen van nieuwe informatie in de markt en hoe je daarop reageerde?
- B6 Kun je nog een ander voorbeeld noemen van informatie in de markt waardoor je een bepaalde keuze maakt voor je portefeuille?
- B7 Komt dat dan niet door een verbouwing?
- B8 Wat geeft dan over het algemeen de doorslag, of je iets koopt ja of nee?

## Bijlage 3 – Codegroepen en codes





