

# Samenvatting van RMFI-essay

## VASTGOED BELEGGINGSBESLISSINGEN BIJ INSTITUTIONELE BELEGGERS Praktijkonderzoek naar cognitieve risico's en de-biasing strategieën

*Joep Munten is Managing Director bij Hartelt Fund Management*

### Inleiding

Menig financiële crisis uit de geschiedenis vond haar oorsprong in de vastgoedmarkt. Het cyclische karakter en veelvuldig gebruik van leverage vormden een vruchtbare bodem voor overmoed en speculatie. Door het huidige lage renteklimaat zijn veel institutionele beleggers vastgoed steeds meer als een surrogaat gaan zien voor een vastrentende belegging. Zodoende vloeit er veel kapitaal naar de vastgoedmarkt. Institutionele beleggers dienen daarom met nog meer zorgvuldigheid dan gebruikelijk kritisch te kijken naar de kwaliteit van hun beleggingsbeslissingen. Menselijke gedragsrisico's en cognitieve biases spelen hierbij een belangrijke rol. Om deze risico's in kaart te brengen, is een praktijkonderzoek uitgevoerd onder institutionele vastgoedbeleggers naar de aanwezigheid en herkenning van cognitieve biases in hun investeringsprocessen en de mate waarin zij de-biasing strategieën toepassen om de kwaliteit van hun besluitvorming te verbeteren. Dit artikel beschrijft de resultaten hiervan.

### Cognitieve biases en de-biasing maatregelen

Een belangrijk concept in behavioral economics (zie hiervoor onder andere Kahneman (2011)) is dat menselijke gedrag gedreven wordt door twee denksystemen: Systeem 1 dat ons intuïtieve denken regelt en Systeem 2 dat ons reflectieve denken regelt. Ons Systeem 1 werkt doorgaans zeer goed, maar door haar geruisloze werking worden we soms op het verkeerde been gezet. Dit wordt veroorzaakt door cognitieve bias: een systematische afwijking van de rationele norm in ons denken. Cognitieve biases kunnen leiden tot foutieve percepties, onnauwkeurige oordeelsvorming en onlogische interpretaties.

Het verraderlijke aan biases is dat wij nauwelijks in staat zijn om deze bij ons zelf te herkennen. Het is dus niet vanzelfsprekend dat beslissers rekening houden met cognitieve risico's, ondanks dat we ons bewust zijn van het bestaan ervan. De-biasing strategieën spelen een belangrijke rol om tekortkomingen in onze oordeels- en besluitvorming te beperken. De-biasing is het nemen van maatregelen om cognitieve biases in oordeels- en besluitvorming te reduceren. Niet elke de-biasing strategie is even effectief. Er bestaan daarom diverse type de-biasing strategieën met diverse toepassingsgebieden: persoon (cognitief of motivatie) en omgeving (technisch).

### Praktijkonderzoek

Voor het onderzoek naar de mate van biases in de vastgoedwereld is met behulp van een online enquête een praktijkonderzoek uitgevoerd onder leden van INREV. Dit is een Europees kennisplatform voor institutionele beleggers in niet-beursgenoteerd vastgoed. De response (n=51)

bestond met name uit investment managers (60%) en institutionele beleggers (22%). De geografische spreiding werd gedomineerd door drie landen: Nederland (34%), Verenigd Koninkrijk (20%) en Duitsland (14%). In het eerste deel van het onderzoek werd geanalyseerd welke van de tien meest voorkomende biases een mogelijke rol spelen in de drie fases van het beleggingsproces: beeldvorming, oordeelsvorming en besluitvorming. In het tweede deel werd het bewustzijn van cognitieve biases onderzocht door te analyseren in hoeverre men een bepaalde bias bij zichzelf, respectievelijk bij anderen herkent. In het laatste deel van het onderzoek werd geïnventariseerd welke de-biasing strategieën worden toegepast om de besluitvormingskwaliteit te verbeteren.

### Resultaten

De resultaten van het onderzoek tonen aan dat er in alle drie de fases van het investeringsproces cognitieve biases aanwezig zijn. Met name de anchoring bias, groupthink en sunk-cost fallacy lijken een rol te



spelen. Voor nagenoeg alle biases geldt dat de herkenning bij anderen groter is dan bij zichzelf. De grootste verschillen in herkenning zijn gevonden bij groupthink, overconfidence en sunk-cost fallacy. Vrijwel alle respondenten geven aan één of meer de-biasing maatregelen in te zetten. Verantwoordelijkheid, groepsbesluitvorming en training werden als meest waardevolle maatregelen beschouwd.

### Analyse

Het is opmerkelijk dat bijna 40% van de beleggers tijdens het beleggingsproces de taxateur vóóraf informeert over de beoogde transactieprijs. Hierdoor wordt de anchoring bias bij de externe taxateur geactiveerd waarmee het oordeel beïnvloed wordt. Dit is een ongewenste aantasting van het onafhankelijke karakter dat een externe taxatie juist beoogd te hebben. Bij de meeste respondenten vindt finale besluitvorming plaats in een Investment Committee. Deze wijze van groepsbesluitvorming is een krachtige de-biasing maatregel, mits deze correct wordt ingericht. De samenstelling van het IC en de wijze waarop besluiten worden genomen, duiden echter op een sluimerend risico van groupthink.

Twee derde van de beleggers heeft namelijk géén onafhankelijke leden in het investeringscomité. Ook blijkt in bijna een kwart van de IC's senioriteit een zwaardere stem te hebben dan expertise. In enkele gevallen ligt de uiteindelijke besluitvorming zelfs bij de voorzitter van het IC. Het onderzoek heeft voorts uitgewezen dat meer dan een derde van de beleggers in de finale besluitvorming rekening houdt met reeds gemaakte kosten. Dit duidt sterk op aanwezigheid van de sunk-cost fallacy. Dit leidt tot irrationele afwegingen en tast de kwaliteit van de besluitvorming aan. Tot slot blijkt slechts 20% van de beleggers een systematische evaluatie te doen van genomen besluiten.

### Conclusie

In alle drie de fases van het beleggingsproces spelen diverse cognitieve biases een aanzienlijke rol. Met name anchoring bias, groupthink en sunk-cost fallacy zijn aanwezig. De grote mate van bekendheid met de diverse biases betekent niet dat er altijd effectieve de-biasing maatregelen worden genomen. Sommige de-biasing maatregelen creëren nieuwe tekortkomingen in de besluitvorming. De anchoring bias

bij de taxateur kan voorkomen worden door deze te laten aansturen door risk management in plaats van portfolio management. Het benoemen van onafhankelijke leden in het Investment Committee, bij voorkeur met stemrecht, verkleint het risico van groupthink. De sunk-cost fallacy is eenvoudig te vermijden door educatie.

Een laatste aanbeveling is om te voorzien in een systematische evaluatie van het beleggingsproces en de genomen besluiten. Door achteraf kritisch de kwaliteit van de besluitvorming te evalueren ontstaat een leerproces waarmee de kwaliteit verbeterd kan worden.

Resumerend is het een positieve ontwikkeling dat cognitieve risico's en de-biasing hun weg hebben gevonden naar de beleggingsprocessen van institutionele vastgoedbeleggers. Hoe meer beleggers zich hiervan bewust worden, hoe beter de kwaliteit van besluitvorming. Dit is hard nodig, want het cyclische karakter van de vastgoedmarkt betekent dat er op enig moment ook aan de huidige haussemarkt een einde komt.