Effectief gedragstoezicht op vastgoedbeleggingsfondsen

Caroline Hartog

Studentnummer 6624

Hartog.caroline@gmail.com

Scriptie

Opleiding MSRE

Eerste beoordelaar: Hans op ‘t Veld

Voorwoord

Ten tijde van het schrijven van deze scriptie gebeurt er iets in de wereld wat we nog niet eerder hebben meegemaakt. Het Coronavirus laait wereldwijd op en besmet miljoenen mensen waarvan uiteindelijk honderdduizenden overlijden. Geen land blijft bespaard. Er wordt door de politiek rigoureus ingegrepen; er dient afstand gehouden te worden, scholen gaan dicht, evenementen worden geannuleerd en al het vervoer en personenverkeer wordt stil gelegd om verdere besmetting te voorkomen. Dit tot gevolg dat de hele wereld in quarantaine verkeert, grenzen gaan dicht, vliegverkeer stilgelegd wordt en mensen in grote getalen thuis werken en hun kinderen thuisonderwijs moeten geven.

Ik leef in een bubbel van zwangerschap en het regelen van het gezinsleven met jonge kinderen. Met de chaos van buiten is het lastig overzicht houden. Mijn werk bij BNP Paribas is drukker dan ooit, onder andere doordat alles nu op afstand gaat, maar ook omdat de financiële markt na de schok van het virus, vooral ook kansen ziet. Na bericht van de ASRE dat het nu echt tijd wordt om mijn scriptie af te ronden, anders zouden de afgelopen jaren voor niets geweest zijn, neem ik het besluit om er ondanks alle drukte, ervoor te gaan.

Maar het Coronavirus heeft ook effect op hoe ik mijn onderzoek kan uitvoeren. De vastgoedbibliotheek is gesloten en interviews afnemen moet op afstand. De bereidheid bij contacten om mee te werken aan het onderzoek is beperkt. Met de steun van mijn man en mijn begeleider is het gelukt om deze scriptie af te ronden voordat mijn zwangerschapsverlof in gaat. Zonder hun vertrouwen en motivatie was dit niet gelukt. Daarnaast heb ik voor mijn kwalitatieve onderzoek een beroep mogen doen op mijn professionele netwerk. Een aantal relevante vastgoedbeleggers en vastgoedmanagers waren welwillend om hun zienswijze mee te geven over het onderwerp van mijn scriptie. Als laatste prijs ik graag ook de ASRE die me op het juiste moment een duwtje in de rug gaf om alsnog mijn MSRE-opleiding af te ronden.

Ik wil iedereen die direct en indirect heeft bijgedragen aan de totstandkoming van mijn scriptie hartelijk danken.

Caroline Broekhuis-Hartog

Augustus 2020

Samenvatting

De financiële crisis uit 2008 staat iedereen nog helder voor de geest. In deze scriptie worden de veranderingen vanuit toezichthoudend perspectief beschreven. Een direct gevolg van de crisis was dat lokale toezichthouders regulering van de financiële sector prioriteerden en nieuwe en additionele wetgeving oplegden met de hoop zo een herhaling van de crisis te voorkomen. Centraal punt was hierin beleggersbescherming middels transparantie. Zo kwam er wetgeving op het gebied van governance, beloningsbeleid, kapitaal, liquiditeit en reporting.

De centrale vraag die beantwoord is in dit onderzoek is: In hoeverre heeft de wetgeving van toepassing op niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen effect op het beleggersrendement?

Om hier antwoord op te kunnen geven is er ingegaan op welke risico's gepaard gaan met (vastgoed)beleggen met als doel inzicht te geven welke risico's zoveel mogelijk gemitigeerd moeten worden, door de beheerders van de fondsen, of middels toezicht. Er is verder ingegaan op wetgeving die vanaf de financiële crisis tot op heden van toepassing is of invloed heeft op vastgoedbeleggingsfondsen. Een van de voornaamste veranderingen in wetgeving is geweest de manier waarop toezichthouders wetgeving vorm gegeven hebben na de financiële crisis, namelijk van de Neoinstitutionele economische benadering, naar een meer gedragsgerelateerde benadering, Behavioural Finance. In hoofdstuk 4 word daarom verder ingegaan op de stromingen Neoinstitutionele economie en Behavioural Finance. Ook het veranderende moraal en ethisch besef tijdens de financiële crisis is beschreven.

Om inzicht te krijgen in 'kosten' en 'opbrengsten' bij wetgeving, zoals opgenomen in de doelstelling van deze scriptie, is vervolgens uitgelegd welke methodes van de 'Regulatory Impact Assessment' (RIA), welke onder de OECD-landen wordt gedragen, toezichthouders toepassen bij de ontwikkeling van nieuwe wet- en regelgeving. Bij deze methodes komt naar voren welke elementen onderdeel zijn van de berekening van een kosten baten overzicht en hoe er op een systematische, onderbouwde manier er tot een optimale wetgeving gekomen wordt, rekening houdend dat de beschikbaarheid van benodigde data niet altijd optimaal is. De praktijk wijst uit dat ondanks de totstandkoming en afstemmen van een RIA onder toezichthouders, deze op landenniveau nog weinig wordt toegepast.

In het kwalitatieve onderzoek is er gekeken naar hoe de sector de hoeveelheid aan en complexiteit van wetgeving ervaart. Er is getracht antwoord te krijgen op in hoeverre de wetgeving effectief is vanuit

beleggers en beheerdersoptiek en is er getoetst of de nieuwe wet- en regelgeving toeziet, op naar hun ogen, de juiste risico's.

Concluderend kan gesteld worden dat de additionele inspanningen die geleverd moeten worden ex- ante of/en ex post transactiekosten zijn die direct of via de beheerdersfee aan het vastgoedfonds worden doorbelast, en hiermee dus negatief effect hebben op het beleggersrendement. Uit het onderzoek is gebleken dat het voor de beheerders en investeerders niet te kwantificeren is hoeveel effect het heeft, maar is het risico op negatieve gevolgen naar aanleiding van het niet naleven van wet- en regelgeving groot, en zal dat meer impact hebben dan de kosten die gepaard gaan bij het goed implementeren en naleven van de wetten. Er zijn vraagtekens bij de effectiviteit van de huidige wet- en regelgeving, maar de bereidwilligheid of acceptatieniveau van de sector om te voldoen is zeer hoog en bijkomende kosten zijn derhalve niet belangrijk. De beleggers en beheerders geven met praktijkvoorbeelden aan dat gedragsgerelateerde oorzaken tot op de dag van vandaag blijven bestaan en dat de huidige wetgeving dit risico niet volledig afdekt. Dit sluit aan bij de constatering dat toezichthouders nog niet consequent RIA's uitvoeren vooraf en na implementatie van nieuwe wet- en regelgeving. Tevens is er geconstateerd dat de toezichthouder de sector of maatschappij niet consulteert bij het ontwerp van nieuwe wet- en regelgeving. Hadden zij dit gedaan, waren wellicht er wellicht geen 'gaten' ontstaan zoals uit de interviews blijkt. Dit betekent dat de verschuiving van toezicht vanuit een Neoinstitutionele benadering naar een Behavioural Finance benadering nog niet voltooid is.

Inhoudsopgave

Samenvatting ... 3
1. Inleiding ... 7
1.1 Aanleiding ... 7
1.2 Onderwerp en centrale vraag ... 8
1.3 Onderzoeksmethode ... 9
1.4 Conceptueel model ... 10
2. Risico's voor beleggers in vastgoedbeleggingsinstellingen ... 10
2.1 Beleggingsfonds en beleggingsonderneming ... 10
2.2 Toezichthouders ... 11
2.3 Risico's horen bij beleggen ... 11
2.4 Risico's voor beleggingsinstellingen ... 11
2.5 Overzicht risico categorieën ... 12
3. Juridisch kader ... 14
3.1 Basel III ... 15
3.2 MiFID ... 15
3.3 AIFMD ... 16
3.4 CRD en CRR ... 17
3.5 EMIR ... 18
3.6 Foreign Account Tax Compliance Act en Common Reporting Standards ... 18
3.7 Wft en BGfo ... 18
Grafische weergave juridisch kader ... 19
4. Theoretisch kader ... 20
4.1 Neoinstitutionele economie ... 20
4.2 Transactiekostentheorie ... 21
4.3 Behavioural Finance ... 21
4.4 Ethiek ten tijde van de financiële crisis ... 24
4.4.1 Persoonlijke ethiek ... 24
4.4.2 Bedrijfsethiek ... 24
4.4.3 Sociale dimensie van gedrag ... 25
4.5 Regulatory Impact Analysis (RIA) ... 26
4.5.1 Conclusie ... 27

5. Samenvatting 28
6. Uitwerking kwalitatief onderzoek 29
6.1 Onderzoeksopzet 30
6.1.1 Gegevensverzameling 31
6.2 Uitwerking vragen 32
6.3 Terugblik interviews 37
7 Conclusie 37
7.1 Inleiding 37
7.2 Beantwoording hoofdvraag 38
7.3 Beantwoording deelvragen 39
7.4 Reflectie 44
Bibliografie 45
Bijlage 1 49
Bijlage 2 50
Bijlage 3 53

1. Inleiding

1.1 Aanleiding

De wereldwijde financiële crisis van 2007-2008 heeft het gebrek aan transparantie, integriteits- en systeemrisico's als ook de complexiteit van de financiële markten zichtbaar gemaakt en had zowel economische, sociale, politieke en ethische oorzaken (Argandona, 2012). Tegelijkertijd deden fraudeschandalen zoals de Madoff casus en onze eigen Palminvest als ook het mismanagement bij Vestia de markt realiseren dat er gebrek was aan controle en te veel ruimte voor misbruik. Tevens werd falend toezicht en te kort schietende handhaving gezien als belangrijke oorzaak van de financiële crisis. Een direct gevolg was dat lokale toezichthouders regulering van de financiële sector prioriteerden en nieuwe en additionele wetgeving oplegden met de hoop zo een herhaling van de crisis te voorkomen. Centraal punt was hierin beleggersbescherming middels transparantie. De verandering in koers gold niet alleen voor de bancaire sector door de invoer van Basel III, maar ook voor alternatieve beleggingsfondsen (abi's) en beheerders hiervan die tot dan toe buiten toezicht stonden.

Ten tijde van de crisis werd achter elk financieel product vraagtekens gezet. Weinig was er bekend over de karakteristieken van complexe financiële producten maar er werd wel volop in gespeculeerd en gehandeld. De crisis liet de waarde van deze producten kelderen waardoor toezichthouders het belang van regelgeving voor dit soort producten inzagen. Met name Over The Counter (OTC)-transacties in de portefeuilles golden vanaf de crisis als high-risk. Dit zijn financiële transacties die niet via de beurs verhandeld worden maar tussen twee partijen plaats vinden. De toezichthouder vereiste dat er meer transparantie en controle kwam over deze producten via strenge richtlijnen.

In de jaren die volgen na de crisis wordt elk element in de financiële sector onder een of meerdere toezichtkaders geplaatst. Als een lappendeken op elkaar wordt er los naar elk aspect gekeken en wetgeving opgelegd met ondoorzichtigheid en complexiteit tot gevolg. Met name zit er overlap in de vereisten van het behalen van (AIFMD en MiFID) vergunningen en het op diverse manieren rapporteren van fonds specifieke informatie en performance naar meerdere toezichthouders. Fondsmanagers en banken die hieraan moeten voldoen zijn genoodzaakt om, naast de interne aanpassingen, ook adviseurs in te schakelen om helderheid te verschaffen wanneer welke wetgeving geldt en hoe dit geïmplementeerd dient te worden in de dagelijkse bedrijfsvoering. De vraag is of, hoe goed de intenties ook waren vanuit toezichthoudend perspectief, er gerealiseerd werd wat dit teweeg bracht voor de sector. Dit geldt vooral voor de partijen die hiervoor niet onder toezicht stonden en wie uiteindelijk betaalden voor de investering die gedaan moest worden om te voldoen aan wet- en regelgeving.

Gezien de brede strekking van dit onderwerp, wordt in deze scriptie gefocust op het effect van de toenemende regelgeving op vastgoedfondsen. Directe en indirecte vastgoedfondsen die voorheen niet onder toezicht stonden, worden sinds de effectuering van de AIFMD gekenmerkt als icbe's (Instellingen voor Collectieve Beleggingen in Effecten) of abi's (alternatieve beleggingsinstellingen) en zijn vanaf dat moment onderhevig aan wetgeving die invloed heeft op de icbe's en abi's zelf, maar ook op de beheerders van de icbe's en abi's.

1.2 Onderwerp en centrale vraag

De doelstelling van deze scriptie is om inzicht te krijgen in de kosten en opbrengsten die veranderende wetgeving op vastgoedbeleggingsfondsen en haar stakeholders hebben. Met kosten wordt hier bedoeld de inzet van de fondsmanager inclusief kosten van toezicht en serviceproviders omtrent een fonds. Heeft toezicht een maximale prijs? Daarnaast wordt opbrengst gedefinieerd als de doelstelling die beoogd is bij de diverse wetgeving van toepassing op de fondsen. In dit onderzoek zal met name ingegaan worden op het veelvoud aan wetgeving waaraan vastgoedbeleggingsfondsen aan dienen te voldoen, het effect op de interne organisatie en het drukkend effect op het beleggersrendement. Hierna wordt inzicht gegeven in de effectiviteit van alle wetgeving en getoetst of er een optimum is tussen kosten en effectiviteit. Zijn de beoogde risico's middels deze wetgeving gemitigeerd? Zo ja, zijn de bijkomende kosten geoorloofd? Deze scriptie geeft inzicht in het kostenaspect van nieuwe wetgeving en draagt daarin bij aan de discussie of de wetgeving effectief is.

De centrale vraag die beantwoord wordt in dit onderzoek is: In hoeverre heeft de wetgeving van toepassing op niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen effect op het beleggersrendement?

De volgende aanvullende onderzoeksvragen zijn opgesteld om de centrale vraag te kunnen beantwoorden:

1. Welke diverse wetgevingen zijn van toepassing op niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen en wat zijn de doelstellingen?
2. Welke ontwikkeling heeft toezicht doorgemaakt naar aanleiding van de financiële crisis?
3. Hoe wordt de effectiviteit van wet- en regelgeving gemeten door onze toezichthouders?
4. Wegen de gemaakte kosten op tegen het behaalde resultaat?
5. Behoeden de nieuwe richtlijnen en wetgeving de vastgoedsector van toekomstige crises?

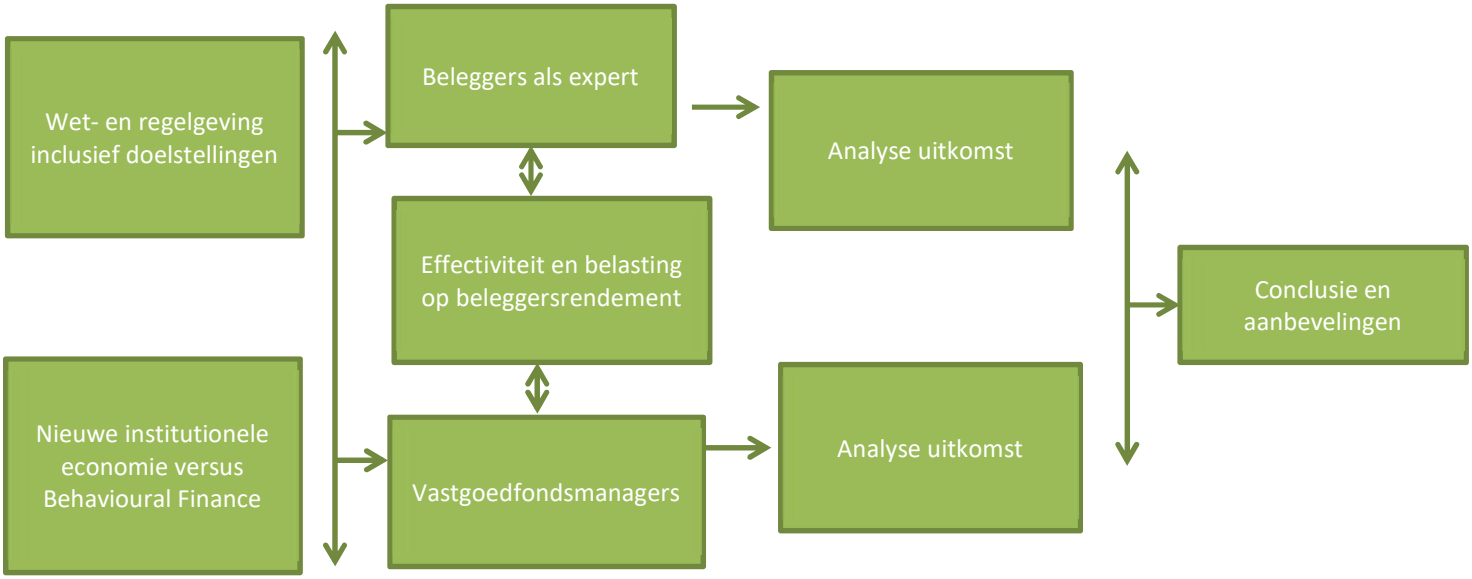
1.3 Onderzoeksmethode

Dit onderzoek betreft een verkennend en validerend onderzoek (B. Baarda, 2018, p. 38). Hiermee wordt getracht het thema effectief gedragstoezicht inzichtelijker te maken. Om antwoord te kunnen geven op de deelvragen zal eerst ingegaan worden op de risico's die door de beleggingsmarkt gekenmerkt worden. Vervolgens wordt in hoofdstuk 3 een korte samenvatting gegeven van de betreffende wet- en regelgeving die Nederlandse vastgoedbeleggingsfondsen dienen na te leven en hoe de diverse wetgevingen bij zouden kunnen dragen aan het mitigeren van de eerdergenoemde risico's. Dit schetst de complexiteit waar de sector mee geconfronteerd wordt.

In hoofdstuk 4 wordt ingegaan op de stromingen in de Neoinstitutionele economie en Behavioural Finance om inzicht te geven in de ontwikkeling van het soort toezicht na de financiële crisis. Deze stromingen kunnen bijdragen aan het beantwoorden van de onderzoeksvragen. Ook wordt ingegaan op de rol van ethisch gedrag in de financiële crisis.

In het daaropvolgende hoofdstuk wordt de opzet en aanpak van het kwalitatieve onderzoek toegelicht en de uitkomst hiervan besproken. In het laatste hoofdstuk worden de resultaten alsmede de uitkomst van de interviews van de experts gebruikt als basis voor de conclusie. Op de volgende pagina wordt in figuur 1.1 via een onderzoeksmodel de opbouw van deze scriptie schematisch weergegeven.

1.4 Conceptueel model



Tabel 1: conceptueel model

2. Risico's voor beleggers in vastgoedbeleggingsinstellingen

In dit hoofdstuk komen de specifieke risico's van vastgoedbeleggingsinstellingen aan bod, welke gekenmerkt worden door de sector en een basis zouden moeten vormen voor het toezichtskader. Daarbij wordt begonnen met het definiëren van de termen beleggingsinstelling en beleggingsonderneming. Aansluitend zal een inventarisatie van risico's uiteengezet worden die als uitgangspunt gelden voor zowel beleggingsinstellingen als beleggingsondernemingen.

2.1 Beleggingsfonds en beleggingsonderneming

In het kader van deze scriptie is het relevant een heldere definitie te geven van de veel gebruikte term beleggingsfonds. Volgens de Wet financieel toezicht betekent een beleggingsfonds "*een niet in een beleggingsmaatschappij ondergebracht vermogen waarin ter collectieve belegging gevraagde of verkregen gelden of andere goederen zijn of worden opgenomen teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen*" (Wet financieel toezicht artikel 1:1). Dit betekent met andere woorden een instelling waarbij investeerders kapitaal samenbrengen om te investeren in een gemeenschappelijke

beleggingsdoelstelling. Bij een vastgoedbeleggingsfonds is de gemeenschappelijke beleggingsdoelstelling gelieerd aan direct of indirect vastgoed. Een beleggingsonderneming is "*degene die een beleggingsdienst verleent of een beleggingsactiviteit verricht"* (Wet financieel toezicht artikel 1:1). Dit betreft dus organisaties die de (vastgoed)investeringen beheert en zorgdraagt voor het beheer van het fonds.

2.2 Toezichthouders

In deze scriptie wordt regelmatig verwezen naar het begrip 'toezichthouders' of 'toezichthoudende organen'. Met beide begrippen worden de instituten bedoeld die wet- en regelgeving ontwerpen en implementeren en toezien op de financiële sector, zoals de Autoriteit Financiële Markten en De Nederlandsche Bank in Nederland, en de Europese Toezichthoudende Autoriteiten en de Europese Centrale Bank op Europees niveau.

2.3 Risico's horen bij beleggen

Beleggingen kennen verschillende risico's en de mate van risico verschilt per belegging. Het kan zijn dat de inleg in een belegging meer waard wordt maar het kan ook dat het minder waard wordt of de belegger zijn inleg helemaal kwijtraakt. Een hogere rendementsverwachting ook gepaard met een hoger risico, zoals onder andere uit het Capital Asset Pricing Model blijkt (Buijs, 2003).

Algemene risico's die gepaard gaan met beleggen, zoals ontwikkelingen in de algemene economische situatie en stijgende marktrente gelden voor elk beleggingsproduct, maar er zijn tevens risico's die specifiek horen bij een bepaald product of bepaalde vorm van beleggen. Vaak maken beleggingsfondsen en –instellingen gebruik van diversificatievoordelen , door middel van het spreiden van beleggingen in verschillende sectoren om zo het bijbehorende specifieke risico te spreiden (Mangram, 2013).

2.4 Risico's voor beleggingsinstellingen

Een beleggingsinstelling neemt vaak het voortouw bij een fondsinitiatief. Zij heeft kennis van de marktontwikkelingen en heeft inzicht in de behoefte van de belegger. De beleggingsstrategie komt vaak uit haar hand en is het mogelijk voor individuele of professionele beleggers om haar inleg onder te brengen in een beleggingsinstelling. Indien meerdere beleggers vertrouwen hebben in de belegging strategie van de beleggingsinstelling dan zal de instelling collectief het vermogen beheren. Dit heeft als groot voordeel voor de belegger dat operationele kosten verspreid worden over alle beleggers en dus lager per individuele belegger zal zijn. Daarnaast leunt de belegger ook op de expertise en infrastructuur van de

beleggingsinstelling om zo tot een maximaal rendement te komen. Keerzijde is dat een individuele belegger geen invloed heeft op de strategie. Dit maakt dat bij een collectief een aanpassing in de belegging strategie lastig is, aangezien de beleggingsinstelling te maken heeft met de belangen van meerdere deelnemers die gelijk behandeld dienen te worden. Indien de betreffende belegger het niet eens is met het gekozen beleid kan hij alleen uittreden of zijn deelname verkopen aan een koper op de secundaire markt. De beleggingsinstelling zal daarom moeten zorgdragen voor een gedegen kwaliteit en expertise van de beleggingsmarkt om tot een beoogd rendement te realiseren. Daarnaast werken beleggingsinstellingen vaak samen met externe dienstverleners vanwege kosten efficiëntie of omdat expertise groter is bij de dienstverlener. Het uitbesteden van essentiële processen aan dienstverleners leidt tot complexiteit in het vermogensbeheer en tot additionele operationele risico's. Als individuele belegger is de invloed op het collectieve vermogensbeheer weliswaar beperkt maar indien vele beleggers zich terugtrekken kan dit verstrekkende gevolgen hebben voor het beleggingsfonds. De beleggingsinstelling zal moeite moeten doen om aan voldoende liquide middelen te komen door middel van het verkopen van de onderliggende activa. Door de vraag vanuit de beleggers zal dit niet altijd tegen de hoogste prijs gaan en loopt de hoogte van de inleg van de beleggers risico. Een goede illustratie hiervan is een van de meerdere Duitse open end vastgoedfondsen die in de problemen kwamen tijden de financiële crisis, namelijk SEB ImmoInvest. Dit fonds had niet voldoende liquide middelen om uittreders te betalen en kon niet snel genoeg het onderliggende vastgoed verkopen. Dit resulteerde in een sluiting van het fonds op basis van Duitse wetgeving en uiteindelijk tot liquidatie waardoor alle beleggers gedupeerd werden. (Rusticus, 2013).

2.5 Overzicht risico categorieën

Er zijn diverse risico categorieën te onderscheiden die gelden voor beleggingsfondsen en –instellingen die gekenmerkt worden door de branche en wetgevers. In dit hoofdstuk wordt ingegaan op financiële en niet-financiële risico's. Zowel de branchevereniging van fondsmanagers en asset managers, DUFAS, als ook de DNB beschrijven deze risico's voor de sector. Volgens hen zijn financiële risico's marktrisico, kredietrisico en liquiditeitsrisico. Niet-financiële risico's zijn operationeel risico en het integriteitsrisico. Financiële risico's leiden direct tot financieel verlies en zijn meetbaar, niet-financiële risico's vormen een bedreiging voor een gezonde bedrijfscultuur en kunnen uiteindelijk een negatieve invloed hebben op de financiële stabiliteit (DNB, 2020). Er is geen risicorendement en het risico is heel moeilijk te kwantificeren, omdat het vaak om incidenten betreft maar wel met grote impact. Onderstaand worden de genoemde risico's verder beschreven:

Marktrisico:

Dit betreft het risico van fluctuaties in waardes door verschillende marktomstandigheden. Denk aan prijs, inflatie, valuta en rentefluctuaties, maar ook veranderingen in vraag en aanbod (DNB, 2004).

Kredietrisico:

Kredietrisico betreft het risico of bedreiging van het vermogen en resultaat als gevolg van het niet (kunnen) nakomen van een financieel contractuele verplichting.

Dit kan ontstaan doordat een tegenpartij failliet gaat of risico's die resulteren uit het hebben van vorderingen op meerdere tegenpartijen (DNB, 2004).

Liquiditeitsrisico:

Hier gaat het om het risico dat het vermogen en resultaat bedreigd worden indien korte termijnverplichtingen niet meer kunnen worden voldaan. Dit is nog meer relevant voor open-end beleggingsfondsen waarbij het aanhouden van voldoende liquiditeit van belang is om op korte termijn deelnemingsrechten terug te kopen indien beleggers willen uittreden. Daarnaast moet er bij het mitigeren van het liquiditeitsrisico rekening gehouden worden met de aard van de belegging. Vastgoed is bijvoorbeeld een minder liquide belegging ((DUFAS), 2020) (DNB, 2004).

Operationeel risico:

Operationeel risico beschrijft het risico van elke vorm van verliezen door tekortschietende of falende interne procedures en systemen of door externe omstandigheden zoals claims en andere juridische risico's. Basel II maakt hier verder nog een onderverdeling is, namelijk:

- Interne fraude; denk hierbij aan verduistering, belastingontduiking, samenzwering, omkoping
- Externe fraude; voorbeelden hiervan zijn diefstal van derden, vervalsing of hacking
- Arbeidsomstandigheden; bijvoorbeeld in het geval van discriminatie, salariëring van werknemers, gezondheid en veiligheid
- Claims van cliënten; door onder andere marktmanipulatie, mededinging of mankementen aan producten
- Schade aan fysieke activa; in het geval van natuurrampen of terrorisme
- Verstoring van de bedrijfsvoering en systemen; denk aan uitval van elektra, software, gas etc.
- Uitvoering, levering en procesmanagement; hiermee wordt het risico op fouten bij data-invoer bedoeld, boekhoudkundige fouten gemaakt door medewerkers wat tot verwijtbaar verlies van stukken en gelden van cliënten leidt ((DUFAS), 2020) (DNB, 2004).

Het belang van de aanwezigheid van integriteit is een onderwerp wat sinds de financiële crisis meer op de voorgrond is getreden. Integriteitsrisico omvat de risico's die aanwezig zijn bij:

- Belangenverstrengeling; denk hierbij aan verstrengeling van privébelangen bij beleidsbepalers, toezichthouders en werknemers.
- Personeelsrisico bij beleidsbepalers; dit geldt alleen bij bestuurders en toezichthouders op de beleggingsinstelling of medewerkers die werkzaamheden uitvoeren en daarbij invloed hebben op integere bedrijfsvoering. Het is wettelijk verplicht om deze personen te toetsen op betrouwbaarheid en hierbij de identiteit, verklaring omtrent gedrag, betrokkenheid bij faillissementen, diploma's en arbeidsverleden beoordelen.
- Witwasrisico en risico van terrorismefinanciering; Dit is feitelijk het risico dat komt kijken bij de dagelijkse bedrijfsvoering waarbij onbewust meegewerkt kan worden aan witwassen en terrorismefinanciering. Derhalve is het van belang zakenpartners, deelnemers aan het beleggingsfonds, dienstverleners en andere betrokkenen te identificeren. Bij witwassen van gelden worden constructies opgetuigd om de herkomst van geld of andere waarden te verhullen. Het is daarom ook verplicht bij elke transactie binnen de beleggingsinstelling en het beleggingsfonds te begrijpen en de uiteindelijke belanghebbende te identificeren. ((DUFAS), 2020).

Dit zijn uiteraard niet alle risico's die aanwezig zijn. Na het elimineren van bovenstaande risico's blijft er altijd een restant over wat niet te definiëren of onbekend is, en alle risico's die hieronder vallen noemen we het restrisico. Het mitigeren hiervan is onmogelijk en derhalve blijft er altijd een restrisico bestaan voor de belegger, het beleggingsfonds en de beleggingsinstelling ((DUFAS), 2020).

3. Juridisch kader

Bracht geeft in zijn scriptie aan dat de financiële crisis van 2008 pijnlijk liet zien dat bestaande systemen van regelgeving voor toezicht gedateerd waren en ineffectief. Onder andere was er in het nationaal toezicht en internationaal toezicht nog geen rekening gehouden met financiële globalisering en vervlochten internationale markten en complexe financiële producten (Bracht, 2011).

Om inzicht te krijgen in het wettelijk kader waaraan vastgoedbeleggingsfondsen sinds 2008 aan dienen te voldoen wordt in dit hoofdstuk de complexe en hoeveelheid wet- en regelgeving voor vastgoedbeleggingsfondsen beknopt toegelicht. De focus ligt hierbij op wetgeving die als gevolg van de

financiële crisis door toezichthoudende organen zoals Europese, Amerikaanse en lokale overheden zijn ingericht. Ook wordt hier uiteengezet welke risico's hiermee wordt beoogd te mitigeren alsmede welke aanpassingen en welk effect de regelgeving op de interne organisatie en governance van fondsmanagers heeft.

3.1 Basel III

In de vooravond van de crisis werd Basel II geëffectueerd. Dit samenwerkingsverband tussen banken was een update van de standaarden opgesteld in 1988 (Basel I) waar onder andere de kapitaal- en solvabiliteitseisen in werden aangescherpt. Helaas kon deze richtlijn de samenleving niet behoeden voor het doen omvallen van banken ten tijde van een financiële crisis, wat tot gevolge had dat er al een akkoord op een update van Basel II volgde in 2010, genaamd Basel III. Dit had tot gevolg dat er nog strengere kapitaaleisen werden gesteld aan financiële instellingen. Daarnaast eiste het beter inzicht in de bestaande risico's, harmonisatie van solvabiliteitseisen van internationale banken, minimumeisen van liquiditeit, strengere regels voor monitoring en risicomanagement en de verplichting tot het aanhouden van financiële reserves als bescherming in tijden van crisis (R. Muskens, 2014) (Basel Committee on Banking Supervision, 2020).

3.2 MiFID

Basel III betrof wetgeving voor de bancaire sector, terwijl de oorzaak van de crisis niet alleen lag aan dat banken te weinig kapitaal aanhielden om tegenslagen te kunnen incasseren. Een ander deel van de sector, namelijk beleggingsinstellingen, vielen niet onder de Basel richtlijn, sterker nog, deze waren in 2008 nog buiten toezicht gesteld.

Gefaseerd volgden er nog veel andere wetgeving en richtlijnen om de financiële sector tot transparantie in beleidsvoering, kasstromen en waarderingsproces te gebieden. In 2007 kwam er de Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), waarbij deze regels gelden voor beleggingsondernemingen (inclusief banken, asset managers en andere dienstverleners) die informatie en diensten verschaffen over handelstransacties. Hierbij werd verplicht gesteld dat beleggingsinstellingen klanten en potentiële klanten voorzien van passende informatie over de beleggingsinstelling, de services die verleend worden, de financiële instrumenten, beleggingsstrategie alsook juiste begeleiding en inzicht in de risico's die gepaard gaan bij het beleggen in de producten die aangeboden worden. Het doel hiervan is om de (potentiële) klanten bewust te laten zijn van het beleggingsproduct en de risico's van participeren (Spindler, 2011).

De MiFID had drie doelstellingen:

- *"Het beschermen van beleggers en de integriteit van de financiële markten*

- *Het bevorderen van eerlijke, transparante, efficiënte en geïntegreerde financiële markten*
- *Het verder harmoniseren van de Europese beurshandel en beleggingsmarkt"* (gedragsregels MIFID , 2020)

Het initiële doel was hiermee de onderlinge concurrentie op de Europese markt en integratie van de Europese markten voor financiële diensten te bevorderen en alle beleggers eenzelfde bescherming te bieden. De MiFID-richtlijn geld voor veel producten die op de financiële markt worden aangeboden, zoals aandelen, beleggingsfondsen en afgeleide producten hiervan, inclusief de dienstverlening die hieraan gebonden is. In 2014 is MiFID herzien en uitgebreid onder MiFID II, welke per januari 2017 in werking is getreden. Het betreft zoal de introductie van een nieuw type handelsplatform, een uitbreiding van transparantieverplichtingen, de verplichte verhandeling van derivaten op een handelsplatform en een uitbreiding van de vergunningplicht voor een aantal marktpartijen. (Website AFM, n.d.). Klanten worden geclassificeerd naar professionele klanten, particuliere klanten en geschikte tegenpartijen. Elke klasse heeft passende informatie en begeleiding nodig. MiFID II heeft een aanzienlijke impact op de dagelijkse bedrijfsvoering van beleggingsondernemingen. Er zijn diverse governance richtlijnen gedefinieerd die sturen op het beschermen van de beleggers. MIFID II stuurt veel op gedrag binnen organisaties en management en heeft uitgebreide vereisten omtrent het interne management, organisatie, individuele verantwoordelijkheden van bestuurders en governance. Denk hierbij aan de verplichting voor bestuurders dat er voldoende tijd wordt besteed aan hun functies, een goede reputatie behouden moet worden, en voldoende kennis expertise en kunde aanwezig is om hun functies te bekleden. De organisatie is verplicht haar besluitvormingsprocessen vast te leggen, en haar organisatiestructuur te documenteren inclusief rapportagelijnen. Er moet een adequate interne risk- en controlframework aanwezig zijn om te kunnen voldoen aan de compliance vereisten. Er moet zichtbaar gemonitord worden op de aangeboden producten en diensten, inclusief stresstesting. Personeel moeten regelmatig getraind worden, en bij het aanname beleid zijn er strengere vereisten voor kandidaten om aan te voldoen. (ESMA, 2020)

3.3 AIFMD

De Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) is inmiddels geen onbekende meer voor menig professionele belegger die in alternatieve beleggingen investeert. Net als met MIFID staat beleggersbescherming en het stabiliseren van het financiële systeem centraal. De richtlijn die sinds 2011 geldt in Europa is van toepassing voor alternatieve beleggingsinstellingen en een maatregel die te leiden is uit de financiële crisis vanaf 2007-2008 als ook de resultante van de wereldwijde fraude van Madoff. De crisis liet zien hoe gefragmenteerd wetgeving onder lidstaten van de Europese Unie was en dat deze niet in voldoende in staat waren om de impact van dit deel van de financiële sector inzichtelijk te krijgen. Onder andere beheerders

van vastgoedbeleggingsfondsen die voorheen vrijgesteld waren van toezicht, dienden vanaf dat moment aan strenge wetgeving te voldoen. Bij het ontwerp van de verordeningen stond het mitigeren van systeemrisico en passend risicobeheer centraal. Het mondde uit in een vergunningsplicht voor alternatieve fondsmanagers vanaf een bepaalde omvang, waarbij onder andere vereisten golden die het gedrag aanstuurt binnen de organisatie van de fondsmanager. Voorbeelden hiervan zijn vereisten rondom het beloningsbeleid, liquiditeit, waardering, beleid ten aanzien van uitbestedingen, risicomanagement en het verplicht aanstellen van een externe toezichthoudend orgaan, genaamd Depositary, ofwel Bewaarder (ESMA, 2020).

Daarnaast is er een rapportageplicht voor fondsmanagers aan lokale toezichthouders met als doel om inzicht te krijgen in de ontwikkelingen in de markt en risico's hierin tijdig te signaleren. Zonder deze rapportageverplichting heeft de toezichthouder geen informatie over de marktontwikkelingen en –trends en is het lastig ingrijpen (Span, 2015). De richtlijn draagt hiermee bij in de harmonisatie in de Nederlandse als ook de Europese alternatieve beleggingsmarkt. Functionele en hiërarchische scheiding van taken dragen tevens bij aan de risicobeheersing omtrent conflicterende belangen en risicomanagement (KPMG, 2018).

3.4 CRD en CRR

In 2000 werden al een aantal 'Banking Acts' vervangen door de Capital Requirements Directive (CRD) om voor Europese banken en beleggingsinstellingen helderheid en transparantie te bevorderen in Europese wetgeving. In de afgelopen jaren volgden een aantal updates betreffende de CRD en in 2010 volgde CRD III met wijzigingen en aanscherpingen op het gebied van liquiditeitsrisico, risicomanagement inzake gesecuritiseerde producten en het aan te houden eigen vermogen van de banken en beleggingsinstellingen. In 2014 volgt CRD IV en de Capital Requirement Regulation (CRR), een update van de richtlijn alsmede een verordening met als doel banken en beleggingsinstellingen sterker te maken en zo een nieuwe financiële crisis te voorkomen (FCA, 2020). Additionele eisen aan de markttoegang en inrichting van de interne organisatie en governance zijn aangescherpt alsmede de bevoegdheden van toezichthouders verruimd (Bierman, 2013).

3.5 EMIR

Aanvullend geldt sinds 2013 de European Market Infrastructure Regulation (EMIR) op Over The Counter (OTC)-transacties voor alle pensioenfondsen, verzekeraars en instellingen inclusief vastgoedbeleggingsfondsen die handelen in derivaten (DNB, 2020). Voor 2013 was de derivatenmarkt diffuus omdat derivaten tussen onderlinge partijen en niet via een centrale beurs verhandeld hoefden te worden. Met een Europese verordening is getracht OTC-derivaten transparanter en veiliger te maken. Financiële instellingen zoals (vastgoed) beleggingsfondsen die OTC-derivaten gebruiken om een risico af te dekken of om juist te speculeren, moeten dit middels centrale tegenpartijen laten plaatsvinden, waarbij zekerheden worden gevraagd om het voldoen aan de verplichting zeker te stellen. Daarnaast is er een registratieplicht en zijn er diverse risico verlagende procedures opgesteld omtrent de verhandeling van derivaten (DNB, 2020).

3.6 Foreign Account Tax Compliance Act en Common Reporting Standards

De Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA) en de Common Reporting Standards (CRS) worden vaak in een zin genoemd. Dit komt doordat FATCA als basis van de totstandkoming van de CRS gefungeerd heeft. In 2014 volgde deze Amerikaanse belastingwet, om belastingontduiking bij Amerikaanse belastingplichtigen (particulieren als bedrijven) die buiten de Verenigde Staten tegoeden aanhouden, te voorkomen. Financiële instellingen wereldwijd dienen al hun Amerikaanse klanten te identificeren en gegevens over het vermogen door te geven aan de belastingdienst. De OESO heeft in opdracht van de G20 tevens een methode ontwikkeld voor automatische uitwisseling van gegevens van financiële rekeningen, die te vergelijken is met de methode die is opgenomen in de Amerikaanse FATCA-wetgeving, de zogenaamde CRS. Middels deze richtlijnen kunnen landen automatisch gegevens uitwisselen van bankrekeningen om vast te stellen dat burgers en bedrijven correcte belastingaangifte doen (EY, 2020). De richtlijn is sinds 1 januari 2016 geïmplementeerd in de Nederlandse wet en inmiddels hebben er circa 78 landen (met name EU-lidstaten) zich gecommitteerd. (Ministerie van Financien, 2016)

3.7 Wft en BGfo

Bovenstaande gesommeerde wetgeving is in Nederland inmiddels opgenomen in de Wft (Wet financieel toezicht) en BGfo (Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen), op CRS en FATCA na, welke opgenomen zijn in de Wet Internationale bijstandsverlening bij de heffing van belastingen en in de Belastingwet BES. Middels al deze maatregelen voorzien de toezichthouders grip te krijgen op complexe financiële producten en

alternatieve beleggingsfondsen en zo systeemrisico's te mitigeren. De overeenkomst tussen de eerdergenoemde wetgevingen is dat het gemeenschappelijke doel om transparantie te bevorderen door middel van verstrengde rapportage, governance, kapitaal-, en informatie eisen. Om deze wetgeving tot stand te laten komen en uit te voeren heeft deze inzet van en draagvlak bij de stakeholders nodig. Stakeholders zijn hier de toezichthouders, de partijen die onder de wetgeving vallen, de adviseurs, accountants, serviceproviders en investeerders.

Omdat eerdergenoemde wet- en regelgeving als een lappendeken over elkaar vallen en afzonderlijk van elkaar geïmplementeerd zijn, is het kostenaspect hiervan niet duidelijk. Niet alleen bestaan de wetgeving naast elkaar, maar overlappen sommige wetgeving elkaar of zijn ze tegenstrijdig. Een concreet voorbeeld hierin is de kosten aan aanpassingen in interne bedrijfsvoering, bewaardersloon, rapportages opstellen, externe adviseurs en toezicht zijn nog niet eerder vanuit dit perspectief gekwantificeerd en vallen op dit moment ten laste van het beleggersrendement. Het is de vraag hoeveel van rendement opgaat aan compliance gerelateerde kosten en of het zo vanzelfsprekend is of de belegger deze kosten dient te dragen. En worden eigenlijk de gesignaleerde risico's daadwerkelijk gemitigeerd middels deze vorm van verstrengd toezicht?

Grafische weergave juridisch kader

In de tabel hieronder wordt een overzicht en samenvatting gepresenteerd van het juridisch kader met daarbij een relatie tot de bijbehorende beoogde gemitigeerde risico's.

Wetgeving	Beoogde gemitigeerde risico's	Van toepassing voor	Impact
Basel III	Marktrisico, Kredietrisico, Liquiditeitsrisico	Banken en financiele instellingen	minimumeisen aan kapitaal en liquiditeit; harmonisatie tussen internationale banken
MiFID	Integriteitsrisico, marktrisico, operationeel risico	Banken, asset managers, beleggingsinstellingen	Informatie- en transparantievereisten bij aanbieding van producten
AIFMD	Systeemrisico, operationeel risico, marktrisico, liquiditeitsrisico, integriteitsrisico	Fondsmanagers van alternatieve beleggingen	Minimumeisen aan liquiditeit; functiescheiding; informatievereisten; beloningsbeleid; rapportageplicht aan toezichthouder
CRD	Liquiditeitsrisico, Kredietrisico	Banken en beleggingsinstellingen	Strengere kapitaalvereisten, aangepast risicobeleid omtrent financiele producten
EMIR	Liquiditeitsrisico, Kredietrisico	Pensioenfondsen, verzekeraars, asset managers, fondsmanagers	Centraal handelsplatform voor derivaten, registratieplicht, aangeboden derivaten dienen verzekerd te zijn
FATCA/CRS	Integriteitsrisico	Financiele instellingen, particulieren	Identificatieplicht van klanten en tegenpartijen. Informatieplicht van vermogen

4. Theoretisch kader

Om het economische effect van stringentere toezicht op vastgoedbeleggingsfondsen te kunnen verklaren dient er ten eerste een theoretisch basis en achtergrond gegeven te worden. Het toezichtskader dat verband houdt met dit onderzoek heeft betrekking op instituties, organisaties en gedrag(-scodes) bij economisch handelen. De wijze van inrichting vindt zijn oorsprong enerzijds in een onderdeel van de neo-klassieke economische theorie (ofwel prijstheorie), genaamd Neoinstitutionele economie, en anderzijds in Behavioural Finance benadering en derhalve worden deze twee stromingen nader toegelicht. Aansluitend wordt er dieper ingegaan op gedrag en de veranderende moraal binnen de financiële sector. Tot slot wordt er inzicht gegeven in hoe overheden de kosten en baten van toegepaste wetgeving berekenen, wat gebruikt wordt om vast te stellen of wetgeving effectief is.

4.1 Neoinstitutionele economie

Volgens Hazeu beschouwt de neo-klassieke economische theorie de werking van prijzen en markten zonder daar externe actoren in mee te nemen. De Neoinstitutionele economie betrekt markt, overheid, wetgeving, instituties, ondernemingen en contracten van de samenleving in de beschouwing. Hierbij wordt onderzocht op welke wijze de regel- en vormgeving invloed heeft op het economisch functioneren en visa versa. In 1975 werd deze term voorgedragen door Oliver Williamson en kwam als aanvulling nadat steeds vaker geconstateerd werd dat het prijs- en marktmechanisme niet passend was voor de ontwikkelingen die toen plaats vonden. (Hazeu, 2000, pp. 28, 30). Centraal staat op welke wijze de regel- en vormgeving en het economisch functioneren elkaar wederzijds beïnvloeden. De Neoinstitutionele economie, ook wel de economische organisatietheorie, besteedt veel aandacht aan de interne organisatie van ondernemingen (of andere organisatievormen) en aan de gevolgen die instituties zoals regelgeving, toezicht en maatschappelijke gedragsnormen kunnen hebben op het beleid en het handelen van het individu en organisaties en daarmee op de economische efficiëntie (Bogt, 1998, p. 43). Transacties, ofwel het transactiebegrip speelt een belangrijke rol waarbij gesteld wordt dat er altijd kosten tot stand komen bij een transactie. De definitie 'transactie' wordt volgens Cock Hazeu als volgt verklaard:

Een transactie is een ander woord voor het economisch begrip 'ruil': een tweezijdige overdracht van eigendomsrechten (Hazeu, 2000).

Volgens ter Bogt behelst het begrip transactie*" de overdracht van goederen of diensten op een markt, dus tussen twee economische eenheden, of de voortstuwing van een product binnen een organisatie"* (Bogt, 1998, p. 49).

Een transactie kan via diverse juridische vormen plaatsvinden, namelijk middels een uitvoerig gefundeerd contract als uitgangspunt, tot contracten die meer weg hebben van een belofte voor een weder prestatie in de toekomst. Deze contracten kunnen tussen diverse partijen tot stand komen, tussen twee marktpartijen, ambtenaren, leidinggevende en werknemer, overheid en burger et cetera.

Het belang van informatie is volgens Hazeu het tweede kernelement binnen de Neoinstitutionele economie, met name het tekort hieraan bij een transactie. Er wordt in de theorie uitgegaan van individuen die niet kosteloos beschikken over volledige informatie over alle denkbare manieren om de transacties te laten plaats vinden. Coase gaf in 1937 al aan dat de werking van het prijsmechanisme niet gratis is, onder meer door de kosten van verzamelen van informatie (Coase, 1937). De beschikbaarheid van informatie is ongelijk verdeeld tussen de diverse actoren die betrokken zijn bij het kunnen doen van een transactie. Denk hier aan informatie over voorkeur, prijs, markt, kosten en alternatieve opties. Door deze onzekere elementen zijn er instanties ontstaan in de samenleving die deze onzekerheden kunnen verkleinen, genaamd instituties. Instituties structureren het politieke, sociale en economische gedrag van de maatschappij en zijn formeel of informeel. Denk bij formele instituties aan contracten, wet- en regelgeving, maar ook aan overheden en andere publieke organen. Informele instituties zijn gedragsregels, normen en waarden van een maatschappij, gezamenlijke gewoontes en dergelijke. Dit geeft al aan dat instituties veranderlijk zijn aan de veranderingen in de omgeving en een aanpassend vermogen hebben. (Hazeu, 2000, p. 13). Dit leidt uiteraard tot kosten, welke drukken op de maatschappij. Instituties dragen dus enerzijds bij aan transparantie en hebben mogelijk een kostenverlagend effect, maar in de handhaving of uitvoering van taken zijn instituties kostenverhogend.

4.2 Transactiekostentheorie

Zoals in de vorige paragraaf aangegeven is de transactiekostentheorie een integraal onderdeel van de Neoinstitutionele economie. Onder transactiekosten worden verstaan alle kosten die gemaakt moeten worden in het economische verkeer, bovenop de productiekosten, om een transactie tot stand te laten komen. De kosten van economische transacties staan centraal. In bijlage 1 wordt hier verder op ingegaan.

4.3 Behavioural Finance

Volgens Spindler liet de crisis fundamentele problemen zien in de traditionele benadering in de financiële sector waarin rationale en informatietransparantie centraal stonden (Spindler, 2011). Met name lag de focus vanuit Europese toezichthouders op marktfalen door informatieasymmetrie. De financiële crisis bevestigde dat deze vorm van toezicht niet meer effectief was, verschijnselen konden niet verklaard

worden naar de Neoinstitutionele theorie zoals eerder beschreven. Het toezichthoudende falen tijdens de financiële crisis leidde er daarom toe dat toezichthouders rekening gingen houden met irrationeel gedrag en psychologische facetten vanuit de Behavioural Finance.

Behavioural Finance betekent dat inzichten uit de (cognitieve) psychologie, sociale wetenschap en antropologie toepast worden op gedrag, om zo irrationeel handelen te verklaren (Bals, 2016). Binnen deze theorie zijn er twee deelgebieden te onderscheiden, namelijk:

1) Psychologische voorkeuren – waarbij gekeken wordt naar financiële resultaten en risicovoorkeuren en;
2) Psychologische overtuigingen – dit deelgebied kijkt naar hoe omgegaan wordt met beschikbare informatie en complexe beslissingen

In bijlage 2 worden beide deelgebieden in detail toegelicht.

Behavioural Finance is goed toe te passen op financiële markten. Hierbij wordt door Bals gesteld dat deze namelijk een efficiënte markt het meest benadert doordat er weinig starheden zijn (Bals, 2016). Dit betekent dat onregelmatigheden of 'anomalieën' zoals ze genoemd worden onder deze theorie, sneller opvallen.

Diverse elementen vielen volgens Spindler op tijdens de financiële crisis:

Overbelasting aan informatie; hoewel dit niet een fenomeen is gerelateerd aan de Behavioural Finance, was er wel een teveel aan informatie beschikbaar voor beleggers. Ondanks dat er gestuurd werd op optimale beschikbaarheid van informatie bleek in de praktijk dat investeerders de kwaliteit en hoeveelheid informatie niet kunnen beoordelen. Meer en meer complexere informatie leidt tot een verhoging transactiekosten en wordt de waarde hiervan niet benut (Spindler, 2011).

Uitstelgedrag; Uitstelgedrag doelt op de vertraging in het handelen ondanks dat bekend is dat direct handelen gunstiger zou zijn. De financiële crisis liet zien dat professionele investeerders, maar ook tussenpersonen beïnvloed worden door de irrationele gedrag. Een van de kernfactoren van de financiële crisis is de onkunde van tussenpersonen om de systeemrisico's van effecten met onderpand (asset-backed securities, zoals derivaten en aandelen) in te kunnen schatten. Lange termijneffecten werden onderschat en er werd vooral gefocust op korte termijn resultaat. Dit leidde ertoe dat professionele tussenpersonen volledig de bijbehorende risico's negeerden.

Zelfoverschatting; een ander fenomeen wat leidde tot de financiële crisis was zelfoverschatting. Managers van banken en financiële tussenpersonen hadden vertrouwen in hun eigen risicoschattingen, ook al waren de producten die zij aanboden te complex om goed te begrijpen. Investeerders overschatten zichzelf ook en waren optimistisch en onrealistisch positief over hun eigen expertise over de markt.

Rating agencies lieten ook irrationeel gedrag zien zoals zelfoverschatting. Er was overdreven veel vertrouwen in eigen risicobeoordelingen en ratings. Banken waren zeer afhankelijk van de ratings van nieuwe financiële producten en realiseerden niet dat ook de rating agencies zelf niet een volledig begrip hadden van de complexe producten en geen ervaring hadden in de huizen- en leningenmarkt.

Herding/kuddegedrag; Kuddegedrag is bekend en bewezen effect wat professionele partijen raakt. In het algemeen is men geneigd om de gangbare weg en de massa te volgen ondanks dat rationeel gedrag wellicht tot andere keuzes zou leiden. Ten tijde van de financiële crisis waren er veel bankiers die de massa volgden in het maken van investeringsbeslissingen. Steeds meer werd er in complexe financiële producten geïnvesteerd, net als vele anderen, in de hoop mee te liften op de enorme rendementen die behaald werden en om te voorkomen dat (onwetende) aandeelhouders de vraag zouden stellen waarom de algemene trend niet gevolgd werd.

Gedrag door beloningsbeleid;

Bankiers en andere financiële professionals werden enorm gefocust op korte termijn resultaten omdat deze extreem beloond werden middels het uitkeren van bonussen en winstdeling. Daarnaast zag het beloningsbeleid niet toe op het verdelen van de verliezen, waardoor het aantrekkelijk werd om risico's te nemen. Bij de verkoop van financiële producten werden tevens bankiers en financiële agenten als tussenpersonen beloond met commissies wat ertoe leidde dat deze partijen hun klanten subjectief adviseerde, het zogenaamde 'kick-back systeem'. Tevens was er geen motivatie om interne controles uit te voeren op de risico's die genomen werden, zolang er goede resultaten en hoge rendementen werden behaald. Alhoewel dit gedrag te wijten valt aan het disfunctioneren van het beloningssysteem in de financiële sector, valt het niet toe te kennen aan irrationeel gedrag, maar is het eerder zeer rationeel voor professionele beleggers om korte termijn doelen na te streven als het hele belonings- en rendementssysteem daarop gericht is. Hier valt het gedrag te wijten aan falende wet- en regelgeving op risico management en beloningen (Spindler, 2011).

4.4 Ethiek ten tijde van de financiële crisis

Zoals hierboven beschreven is er een van de oorzaken van de financiële crisis dubieus gedrag, of betwistbaar ethisch besef. Alhoewel het niet de enige oorzaak is, heeft (on)ethisch gedrag wel een belangrijke rol gespeeld. Na onderzoek bij het gedrag van financiële tussenpersonen, bankmedewerkers en anderen zijn er sociale problemen geconstateerd. In deze paragraaf wordt verder ingegaan op de sociale problemen die naar boven kwamen in de crisis.

4.4.1 Persoonlijke ethiek

Vaak wordt aangegeven dat hebzucht de oorzaak van de financiële crisis is geweest, Argandona definieert dit gedrag in zijn essay ‘ drie ethische dimensies van de financiële crisis’ als egoïsme en een extreem verlangen naar meer dan nodig is (Argandona, 2012). Het verlangen naar succes, rijkdom en sociale erkenning werden obstakels om financiële beroepen professioneel uit te oefenen.

Daarnaast kwam er ook gedrag voor zoals trots en arrogantie onder financierders, economisten, toezichthouders en overheden. Deze organisaties waren overtuigd van hun eigen superioriteit in kennis en kunde, er was geen reden om gecontroleerd te worden door enige toezichthouder, alsof ze boven de wet stonden. Eer, rijkdom, bekendheid en erkenning krijgen door professionele successen te behalen was belangrijker dan ooit, waarbij eigen normen en waarden opzij werden gezet (Argandona, 2012).

Dit gedrag leidde uiteindelijk tot onwettige situaties, denk hierbij aan het achterhouden van informatie, misleidende reclames, manipulatie in het adviseren in effecten etc. In een omgeving waar sterke groei is, lage rente, veel kansen en het makkelijk is om met iets meer risico hoge winsten te realiseren, is het moeilijk om rationeel te blijven (Argandona, 2012).

4.4.2 Bedrijfsethiek

Niet alleen persoonlijk gedrag, maar ook gedrag van organisaties hadden invloed op de financiële crisis. Gebrek aan leiderschap en governance in met name financiële organisaties, rating agencies, toezichthouders, banken en overheden hebben een rol gespeeld. Belangrijke taken zoals waarderingen, activa analyses, aan- en verkoopbesluiten werden uitgevoerd door jonge professionals zonder financiële ervaring. Er werden aannames gedaan en modellen gebruikt waar seniormanagement niet op kon toezien, vaak omdat ze de complexiteit van de producten niet begrepen.

Als er gekeken wordt naar hoe dit gedrag kon ontstaan binnen organisaties dan komt dit omdat er gedegen risicoanalyse en risicomanagement ontbrak waardoor er ruimte was om buitensporige risico's te nemen. De financiële instellingen hadden wel methodes ontwikkeld om risico's te definiëren en te monitoren, maar deze methodes waren gebaseerd op optimistische aannames, met de gedachte dat de kans op catastrofale events zoals een financiële crisis konden worden verwaarloosd. Er werd gekeken naar het verleden, wat een vrij stabiele periode was, en er werd aangenomen dat risico's tussen diverse producten geen relatie hadden met elkaar. Hiermee ontstond de illusie dat alle risico's gedefinieerd waren en effectief gemitigeerd.

Naast het ontbreken van effectieve risicomanagement, is een typisch kenmerk van de financiële crisis het toepassen van stimulansen of drijfveren binnen financiële instellingen. Vaak zijn deze stimulansen financieel en bedoeld om bepaald gedrag te stimuleren om tot een resultaat te komen. Maar het kan ook leiden tot onwenselijke uitkomsten, zeker omdat veel financiële stimulansen waren gericht op korte termijn resultaten en het langer termijneffect niet in ogenschouw genomen werd. Concrete voorbeelden uit deze tijd waren bonussen gebaseerd op het aantal hypotheken die verstrekt werden, kredietwaardigheid van de hypotheeknemers speelde geen rol. Of de hypotheekverstrekkers die na het verstrekken van de hypotheek, de hypotheek overdroegen naar een securitiesatiestructuur zodat het niet meer onder toezicht van de hypotheekverstrekker viel (Argandona, 2012).

4.4.3 Sociale dimensie van gedrag

Naast persoonlijke en organisatorische ethiek, bestaat er ook maatschappelijke ethiek. Door de Neoinstitutionele economisten wordt ontkend dat er een verband bestaat tussen ethiek en economie (Argandona, 2012), of dat ethiek subjectief zou zijn en niet objectief getoetst kunnen worden, terwijl economie gebaseerd is op feiten. Als dit ook van toepassing is op de financiële crisis, dan zou het betekenen dat de oorzaak van de crisis het opvolgen van diverse gebeurtenissen zoals; het te gemakkelijk verstrekken van kredieten; het ontstaan van complexe financiële producten; en falende monitoring en controlesystemen. Centraal staat dat binnen de maatschappij iedereen direct of indirect een bijdrage geleverd heeft aan de crisis, zowel de consumenten die gebruik maakte van soepele kredietregels, tot aan de ondernemers en beleidsbepalers die niet rationeel handelden, tot aan de toezichthouders en overheden die ineffectieve wet- en regelgeving opstelden of slecht handhaafden. Ethiek kan daarom niet gesplitst worden van de economie, beiden zijn verweven met elkaar.

Economische doelstellingen worden gedreven door ethiek. Ethiek is namelijk de balans tussen organisaties, individuen en de maatschappij.

Wanneer er naar de politieke omstandigheden gekeken wordt, dan is te zien dat er een verschuiving plaats vond in moraal. Door de eeuwen heen stonden rationele doelstellingen zoals vrijheid, gelijkheid en welvaart centraal. Deze doelstellingen zijn in de moderne tijd een vanzelfsprekendheid in westerse landen, hierdoor ontstond er een verschuiving, gemeenschappelijke doelstellingen werden minder belangrijk en het individu kreeg kans om zich te ontplooien, wat leidde tot creativiteit maar ook tot concurrentie. Diezelfde creativiteit en concurrentie leidde tot de uitvinding van financiële producten zoals financiële derivaten. Nu burgers individualisten zijn, veranderde ook de ethiek. Er is meer ruimte voor irrationeel gedrag, gefocust op de eigen privé situaties en niet meer op de gemeenschap. Politiek gezien is dit conflicterend, omdat politiek het gemeenschappelijke doel nastreeft. Besluitvorming sloot niet aan bij de behoefte van het individu en leidde tot onvrede. In een individualistische maatschappij wordt dan vervolgens het nieuwe moraal opgenomen in wetgeving.

4.5 Regulatory Impact Analysis (RIA)

De hier voorgaande hoofdstukken lichtten toe met welke risico's managers van vastgoedbeleggingsfondsen in het algemeen handelen en welke wetgeving na de financiële crisis geeffectueerd is om deze risico's te mitigeren en beleggers beter te beschermen. Vervolgens is er uiteengezet welke methodiek vanuit toezichthouders toegepast werd bij het ontwikkelen van wet- en regelgeving voor en na de crisis.

Om uiteindelijk de geïmplementeerde wetgeving te beoordelen op effectiviteit passen toezichthouders diverse modellen toe. Het is van belang dat toezichthouders de impact van wet- en regelgeving evalueren, en waar nodig wetgeving aanpassen om een gunstig financieel klimaat te handhaven, waarbij groei gestimuleerd wordt. Aan de andere kant wordt er verlangd dat sociale en economische problemen in ogenschouw genomen worden bij het opstellen van nieuwe wetgeving. Een systematisch benadering van het beoordelen van compliance kosten kan bijdragen aan effectieve en efficiënte wetgeving, het verstrekt informatie aan de besluitvormers en zorgt ervoor dat de impact inzichtelijk wordt. Compliance kosten en baten analyseren voordat voorgestelde wetgeving effectief wordt draagt ook bij aan de betrokkenheid van stakeholders, omdat in deze processen deze partijen regelmatig geconsulteerd worden. Data en

analytische input wordt meegenomen waarmee de kwaliteit van de uitkomst van de beoordeling verbetert, en uiteindelijk ook in resulteert in betere wetgeving. Uiteindelijk wordt na effectuering van de wetgeving ook beter gedragen door de stakeholders vanwege nauwe betrokkenheid in de totstandkoming (OECD, OECD Regulatory Compliance Cost Assessment Guidance, 2014).

In 2003 startte de Europese Commissie met het toepassen van een impact assessment als centraal onderdeel van nieuwe wetsvoorstellen en richtlijnen. Het doel was om systematisch vooraf de economische, sociale en klimaat impact van EU beleidsvoorstellen te beoordelen (Torriti, 2012). Het kritisch toetsen dat de effecten opwegen tegen de negatieve effecten van voorgestelde en bestaande wetgeving is een belangrijk element van het ontwerpen van gefundeerde wetgeving. De Regulatory Impact Analysis (RIA) is zowel een document en proces om beleidsbepalers te ondersteunen in het hoe en of regulering nodig is om beleidsdoeleinden te behalen. Het is een methode die helpt het ontwerp van wetgeving te verbeteren door beleidsbepalers te helpen in het definiëren van de beste oplossing voor een beleidsprobleem. RIA onderzoekt de kosten en baten van regulering en non-regulatore alternatieven en identificeert waar de netto toegevoegde waarde voor de maatschappij het hoogst is bij het bereiken van beleidsdoelen. Daarnaast geeft het ook inzicht in welke partijen profiteren van voorgestelde wet- en of regelgeving en welke partijen de kosten zullen dragen. Onderliggend bewijs bevordert de validiteit van de RIA en derhalve wordt het gebruikt als valide bewijs in beleidsbepaling en helpt het nadelige effecten op de maatschappij door onnodige of fout opgestelde wet- en regelgeving te voorkomen. Anderzijds zorgt het ervoor dat wanneer er regulering nodig is, daadwerkelijk ook beleid wordt bepaald.

Bij het toepassen van RIA-systemen wordt gebruik gemaakt van een aantal methodologieën. Ook is het continue in ontwikkeling en wordt het door alle landen op een eigen manier toegepast. Met andere woorden, er bestaat geen gefixeerde aanpak. In bijlage 3 wordt ingegaan op de richtlijnen en methodologieën.

4.5.1 Conclusie

Uit onderzoek van de OECD is gebleken dat er op papier bijna alle OECD-landen vereisten en een methodologie hebben voor het uitvoeren van een RIA. Ook blijkt dat een aantal landen zeer bedreven zijn in de implementatie en het uitvoeren van een RIA, zoals Tsjechië en het Verenigd Koninkrijk. Zij lopen voorop ten opzichte van de andere OECD landen en hebben zelfs een centrale database aangemaakt waarin online de RIA's gepubliceerd worden en is een toezichtsorgaan opgericht die RIA's toetst op adequaatheid (OECD, Government at a Glance 2017 , 2017). Maar niet alle landen zijn al zover.

Uit het onderzoek van 2014 blijkt dat 60% van de OECD-landen, waaronder de meeste Europese landen inclusief Nederland, de betreffende sector of de maatschappij niet consulteert voor een wet geïmplementeerd wordt, wat een essentieel onderdeel is bij een RIA. Bij meer dan 50% van de OECD-landen (wederom grotendeels Europese landen inclusief Nederland) ontbreekt de verplichting om na invoering van wetgeving de effectiviteit van de wetgeving te evalueren, een zogenaamde ex post evaluatie. In 2018 heeft de OECD een uitgebreider onderzoek gedaan naar de implementatie en toepassing van RIA in alle OECD-landen. Hieruit blijkt dat de OECD-landen sinds 2014 verbeteringen hebben doorgevoerd in het systematisch doorvoeren van RIA. Ook op het gebied van oversight en kwaliteitstoetsing bij uitgevoerde RIA's hebben OECD landen zich ontwikkeld, maar wordt dit in verhouding nog erg weinig toegepast (OECD, OECD Regulatory Policy Outlook 2018, 2018). Op het gebied van RIA vereisten en deze daadwerkelijk implementeren en toepassen staat Nederland van de 34 OECD-landen in 2014 ten opzicht van 2018 onderaan, naast landen zoals Litouwen, Turkije, maar ook Denemarken en Finland. De verdere conclusie van het onderzoek is dat ondanks meerdere OECD landen hun RIA verbeterd hebben over de periode 2014-2017, de verbeteringen marginaal zijn (OECD, OECD Regulatory Policy Outlook 2018, 2018).

5. Samenvatting

De doelstelling van deze scriptie is om inzicht te krijgen in de kosten en opbrengsten die wetgeving op vastgoedbeleggingsfondsen en haar stakeholders hebben. Om context te geven aan de lezer is er ingegaan op welke risico's gepaard gaan met (vastgoed)beleggen met als doel inzicht te geven welke risico's zoveel mogelijk gemitigeerd moeten worden, door de beheerders van de fondsen, of middels toezicht. Vervolgens is er beschreven welke wetgeving vanaf de financiële crisis tot op heden van toepassing is of invloed heeft op vastgoedbeleggingsfondsen. Hierbij is aangegeven welk doel de wetgeving voor ogen heeft. Een van de voornaamste veranderingen in wetgeving is geweest de manier waarop toezichthouders wetgeving vorm gegeven hebben na de financiële crisis, namelijk van een rationele aanpak (de Neoinstitutionele economie) naar een meer gedragsgerelateerde benadering (Behavioural Finance). In hoofdstuk 4 werd daarom verder ingegaan op de stromingen Neoinstitutionele economie en Behavioural Finance. Ook het veranderende moraal en ethisch besef tijdens de financiële crisis is beschreven. De crisis liet irrationeel gedrag en betwistbaar ethisch besef zien, en de wetgeving neemt dit mee in haar aanpak.

Om inzicht te krijgen in ‘kosten’ en ‘opbrengsten’ bij wetgeving, zoals opgenomen in de doelstelling van deze scriptie, werd vervolgens uitgelegd welke methodes onder RIA toezichthouders toepassen bij de ontwikkeling van nieuwe wet- en regelgeving. Bij deze methodes komt naar voren welke elementen onderdeel zijn van de berekening van een kosten baten overzicht en hoe er op een systematische, onderbouwde manier er tot een optimale wetgeving gekomen wordt, rekening houdend dat de beschikbaarheid van benodigde data niet altijd optimaal is. In de praktijk blijkt dat vele landen wel richtlijnen hebben opgesteld voor het uitvoeren van een RIA, maar nog niet zover zijn dat ze consequent RIA’s uitvoeren voor en na implementatie van wet- en regelgeving.

Tot hoofdstuk 4 is er gefocust op het juridisch kader en literatuur vanuit toezichthoudend perspectief. Dit is met name als doel om de lezer een beeld te geven van de situatie waarin beleggers en vastgoedbeheerders zich begeven. De gedetailleerde beschrijvingen van de theorie in de bijlagen maken geen deel uit van de empirische analyse in het volgende deel. Hier wordt onderzocht naar hoe de sector de hoeveelheid aan en complexiteit van wetgeving ervaart. Er wordt getracht antwoord te krijgen op in hoeverre de wetgeving effectief is vanuit beleggers- en beheerdersoptiek en wordt er getoetst of de nieuwe wet- en regelgeving toeziet, op naar hun ogen, de juiste risico’s. In onderstaand overzicht wordt inzichtelijk gemaakt in hoeverre de empirische analyse het theoretisch kader toetst.

Wetgeving en gedefinieerde risico's

- Herkennen de geinterviewden zich in de doelstellingen van het wettelijk kader?
- In hoeverre wordt de huidige wetgeving als effectief ervaren?

Regulatory Impact Assessment

- Hoe worden de bijkomende kosten om te voldoen aan het wettelijk kader ervaren?

Tabel 3: schematische weergave van empirische analyse

6. Uitwerking kwalitatief onderzoek

De afgelopen hoofdstukken beschrijven de theoretische onderbouwing van de totstandkoming van wetgeving. In dit hoofdstuk wordt een kwalitatief onderzoek uitgevoerd naar de effecten van wetgeving

op vastgoedbeleggingsfondsen. Hierbij staat de effectiviteit van gedragstoezicht centraal vanuit de optiek van de belegger en de fondsmanager. Het doel van dit onderzoek is om sector breed inzichtelijk te krijgen hoe het sentiment is omtrent nieuwe wetgeving als gevolge van de financiële crisis en wat het oplevert of heeft opgeleverd.

6.1 Onderzoeksopzet

Het onderzoek is verkennend maar heeft een validerend karakter en zal op basis zijn van expertinterviews van twee vastgoedfondsmanagers (groep A) en twee vastgoedbeleggers (groep B). De partijen die benaderd zijn representeren een aanzienlijk deel van de sector. Groep A betreft 2 Nederlandse partijen beheren samen 31,7 miljard aan Nederlandse vastgoedbeleggingen en behoren hiermee tot de grootste Nederlandse vastgoedbeheerders. Groep B zijn 2 pensioenfondsbeheerders welke samen 239 miljard aan belegd vermogen hebben, waarvan minstens 35 miljard in vastgoed. Om een goed beeld te krijgen van eventuele verschillen tussen kleine en grote en kleine pensioenfondsbeheerders is de een na grootste pensioenfondsbeheerder en een wat kleinere partij benaderd. De experts die meegewerkt hebben aan een interview zijn risk en compliance specialisten op bestuurlijk niveau binnen de vier organisaties. In tegenstelling tot de 'externe toezichthouder' op nationaal en internationaal, fungeren deze mensen als interne toezichthouder en hebben de kennis over de diverse wetgeving van toepassing op vastgoedbeleggingsfondsen en dienen deze te vertalen naar de praktijk, zodat de organisatie ook voldoende de wet- en regelgeving naleeft. Uitgebreid inzicht in de bestaande risico's en hoe te mitigeren behoort ook tot hun verantwoordelijkheid. Hiermee zijn de partijen als ook de geïnterviewden zeer geschikt om hun visie te geven op de effectiviteit van wetgeving en de impact die wetgeving heeft op de organisatie en de markt. Hun visie is voldoende om conclusies aan te kunnen verbinden ten behoeve van het kwalitatieve onderzoek.

De mogelijke resultaten en de richting van het onderzoek waren niet bekend bij het begin van dit onderzoek. Het doel van het kwalitatieve onderzoek is inzicht krijgen in de ervaringen van de vastgoedbeleggingssector op het gebied van wet- en regelgeving, wat dit onderzoek kenmerkt als een verkennend onderzoek (B. Baarda, 2018, p. 39). Als onderzoeksstrategie is gekozen voor een aantal expert interviews (B. Baarda, 2018, p. 105).

6.1.1 Gegevensverzameling

Er is gekozen voor semigestructureerde interviews waarbij de hoofd- en deelvragen vooraf opgesteld zijn (B. Baarda, 2018, p. 180).

Deze methode geeft de mogelijkheid de expertise van de geïnterviewden inzichtelijk te krijgen. De complexiteit van het onderwerp leent zich niet voor gestandaardiseerde antwoorden en de opinies van de experts komen zo goed naar voren. De gesprekken zijn telefonisch afgenomen en opgenomen en direct na het afnemen uitgewerkt, om te voorkomen dat essentiële elementen werden vergeten. Aan geïnterviewden is medegedeeld dat de gegevens vertrouwelijk zullen worden behandeld en anonimiteit is gegarandeerd. De transcripten zijn derhalve niet bijgevoegd in de bijlagen.

De volgende vragen zijn gesteld en beantwoord:

1)	**Welke risico's denkt u dat de wetgever tracht te mitigeren met de wetgeving die voor u van toepassing is?**
2)	**In hoeverre vindt u de huidige wetgeving hierin effectief?**
3)	**Wat zou u graag anders zien?**
4)	**Is het ingrijpen door de toezichthouder wenselijk voor de sector? Wat heeft regulering door de toezichthouder naar uw idee voor impact op de marktwerking?**
5)	**Tot in hoeverre mag compliance een drukkend effect hebben op het rendement. Met andere woorden: hoeveel mag het maximaal kosten.**
6)	**Behoed de bestaande wetgeving u van de volgende crisis.**

Tabel 4: Overzicht interviewvragen

De antwoorden op deze vragen zijn getranscribeerd en gecodeerd. De vier geïnterviewde partijen zijn geclassificeerd in groep A, de fondsmanagers ofwel beheerders, en groep B, de beleggers. De antwoorden van groep A en groep B zijn vergeleken en er is gezocht naar verbanden onderling en met het theoretisch kader.

6.2 Uitwerking vragen

6.2.1 Welke risico's denkt u dat de wetgever tracht te mitigeren met de wetgeving die voor u van toepassing is?

groep A	**groep B**
- Beleggersbescherming - Grip krijgen op uitvoerders - Beheersen systeemrisico's - Marktharmonisatie	- Reputatierisico en integriteitsrisico - Sanctiewet – Wwft – witwassen - Uitbestedingsrisico

Bij groep A, de vastgoedfondsmanagers, wordt gesproken over de impact die wet- en regelgeving had op hun organisatie bij de implementatie van deze regelgevingen. De doelstellingen die zij noemen komen overeen met wat er door de toezichthouder is gedefinieerd, refererende naar met name de AIFMD en MiFID wetgeving. Zoals in het juridisch kader toegelicht, herkennen zij dat beleggersbescherming en het beheersen van systeemrisico de hoofdoelstellingen zijn. Door middel van transparantievereisten en documentatievereisten voor de fondsmanagers, zoals vereist bij FATCA, CRD en Emir, is het uitgangspunt dat beleggers meer vertrouwen kunnen hebben in het vermogen wat beheerd wordt door de uitvoerders. De deskundigheid op het gebied van investeren in vastgoed zit niet bij de belegger, maar bij de vastgoedbeheerders. Een andere doelstelling die genoemd wordt is harmonisatie in de opzet en het beheren van vastgoedfondsen. Hierdoor ontstaan er een ‘universele spelregels’ binnen de nationale en Europese markt voor vastgoedfondsmanagers en is het voor beleggers inzichtelijker om over landsgrenzen hun vermogen te alloceren. Ook deze observatie komt overeen met de doelstellingen van diverse wetgeving.

Groep B benadert het vanuit eigen beleggingsperspectief en verwijst in het antwoord naar het beperken van reputatie- en integriteitsrisico’s, zoals belangenverstrengeling, personeelsrisico bij beleidsbepalers en witwassen. Volgens beleggers is er bij het investeringstype vastgoed een grotere kans op frauduleus handelen vandaar dat daar vanuit wetgeving meer op gestuurd wordt. Opgemerkt wordt door de onderzoeker dat het reputatierisico in de literatuur van DNB en DUFAS niet als aparte risico categorie aangemerkt wordt, terwijl dit wel door beleggers als risico wordt genoemd.

6.2.2 In hoeverre vindt u de huidige wetgeving hierin effectief?

groep A	**groep B**
- Bijdrage aan transparantie en bewustwording. - Gedragsrisico's worden nog te weinig gezien in huidige wetgeving.	- Redelijk effectief door screening van tegenpartijen - Wetgeving is effectief maar effectiviteit hangt af van implementatiekracht van de organisatie. - Bij toetsing van definities worden deze verschillend benaderd door de toezichthouders.

Groep A geeft aan dat de diverse wetgeving leidt tot transparantie en bewustwording bij vastgoedbeheerders, maar risico's gerelateerd aan gedrag blijven bestaan. Ondanks dat er Behavioural Finance is toegepast in de huidige wetgeving, wordt er volgens de beheerders nog onvoldoende gestuurd op gedrag. De toename van transparantie wordt daarnaast niet alleen toegerekend aan de wettelijke vereisten maar ook door technische ontwikkelingen en de snelheid waarin informatie tot beleggers komt. Door de hoeveelheid en complexiteit in wetgeving is een neveneffect dat het voor vastgoedbeheerders lastig is om het overzichtelijk en begrijpelijk te houden. Interne specialisten zoals riskmanagers worden aangesteld om vastgoedbeheerders te helpen met implementeren en naleven, met als doel bewustwording te creëren.

Groep B daarentegen vindt de wet- en regelgeving op zichzelf effectief, bijvoorbeeld door het screenen van tegenpartijen ontstaat er een kwaliteitsstandaard. Een kritische kanttekening wordt gezet bij de definities van bepaalde wetsbepalingen. In de praktijk blijkt dat er interpretatieverschillen zijn, ook tussen toezichthouders, waardoor er onduidelijkheid kan ontstaan in het correct toepassen. Tevens wordt aangegeven dat de effectiviteit afhangt van de implementatiekracht van de organisatie en hoe de rollen worden vervuld door de medewerkers. Vertalend naar de theorie is dit in lijn met de veranderende ethiek binnen organisaties en personen.

6.2.3 Wat zou u graag anders zien?

groep A	**groep B**
- Balans in hoofd en bijzaken/kernprocessen en keyrisks. Toezicht niet te veel in detail. - Meer wetgeving gericht op gedrag van bestuurders	- Gedrag staat meer centraal, maar rolvervulling blijft belangrijk. Gedrag aanpassen is een langdurig proces, maar inmiddels wel een punt van aandacht. -Niet nog meer wetgeving/ niet dubbelen. Minder rulebased, maar focus op creëren van bewustzijn. Met principle based wetgeving ontstaat er meer dialoog.

Groep A geeft aan dat het huidige toezicht te veel op details en bijzaken gericht is. De focus zou meer op hoofdzaken moeten liggen. Daarnaast wordt er stringentere toezicht gewenst op gedrag en bestuurlijke rollen. De beleggers zijn genuanceerder en geven aan dat gedragsveranderingen tijd nodig hebben, maar dat dit inmiddels wel de juiste aandacht krijgt binnen organisaties. Ondanks de veranderende ethiek eerder beschreven, zijn we blijkbaar nog niet waar we zouden willen zijn. Ook wordt genoemd dat een principle based benadering in toezicht meer ruimte geeft voor dialoog dan een rule based benadering.

6.2.4 Is het ingrijpen door de toezichthouder wenselijk voor de sector? Wat heeft regulering door de toezichthouder naar uw idee voor impact op de marktwerking?

groep A	**groep B**
- Zeker wenselijk omdat het leidt toto uniformiteit onder fondsmanagers - Door de toename in vereisten verdwijnen kleinere partijen uit de markt	- Uniformiteit en kwaliteit cascadeert door hele sector. - Hogere kosten leiden tot financiële druk wat leidt tot minder partijen op de markt. - Level playing field onder marktpartijen - Kosten voor toezicht nemen toe en heeft impact op prijsvorming

Zowel groep A als groep B geven aan dat toezicht essentieel is voor de sector. In het verleden is aangetoond dat wetgeving nodig was, refererend aan diverse vastgoedfraudes en de financiële crisis. Daarnaast is het gevolg dat er een kwaliteitsstandaard ontstaan is en harmonisatie. Er bestaat uniformiteit onder beheerders, waardoor het voor beleggers eenvoudiger wordt om aan hun uitbestedingsvereisten te voldoen. De kwaliteitsstandaard cascadeert zo de hele sector door. Als kanttekening wordt aangegeven dat door de kosten van toezicht minder rendement overblijft voor de belegger. Ook is het voor kleinere partijen lastig om aan de vele vereisten te voldoen waardoor deze partijen verdwijnen van de markt. Toch geldt voor de sector dat de baten van het ontstaan van uniformiteit en kwaliteit opwegen tegen de kosten.

6.2.5 Tot in hoeverre mag compliance een drukkend effect hebben op het rendement. Met andere woorden: hoeveel mag het maximaal kosten?

groep A	**groep B**
- Hoe groter de fondsmanager hoe beter de kosten verspreid kunnen worden. - Het betreft een hygiëne standaard, regels zijn nodig.	- Niet voldoen wordt niet geaccepteerd door de belegger, aan andere kant wil de belegger de beste prijs. Als je het niet doet wordt je harder afgestraft, denk aan het reputatierisico.

Bij de beantwoording van deze vraag is opvallend dat beide groepen niet kunnen kwantificeren wat wet- en regelgeving aan impact op het rendement heeft en wat de transactiekosten zijn. Tevens wordt er geen maximum gegeven aan hoeveel impact het mag hebben op het rendement. Beide groepen ervaren het vanuit de investeerders als een vereiste om compliant te zijn. Het risico om niet te voldoen aan wet- en regelgeving kan leiden tot onwenselijke schade aan de reputatie van ofwel de beheerder of de belegger. Daarnaast merken beide groepen op dat deze transactiekosten, die zowel ex ante als ex post zijn, verspreid kunnen worden over meerdere fondsen, indien het onderwerpen betreft die ook deze fondsen aangaat. Dit is in de praktijk vaak het geval, en is in lijn met de Neoinstitutionele benadering. Hiermee kan namelijk het drukkende effect worden geminimaliseerd.

6.2.6 Behoed de bestaande wetgeving u van de volgende crisis?

groep A	**groep B**
- Regelgeving is after-the-fact, volgende crisis is niet te voorkomen. - Financiële sector is wel robuuster door vernieuwde eisen. - Gedrag is moeilijk te veranderen	- Regelgeving is after-the-fact, volgende crisis is niet te voorkomen. - Financiële sector is wel robuuster door vernieuwde eisen. Het governance aspect staat veel meer op de kaart. - Er zal altijd een crisis zijn. Azië crisis, dot.com, financiële crisis, Griekenland. - Bestuurdersmodel omtrent pensioenfondsen zou aangepast moeten worden, er wordt op dit moment door bestuurders, raad van toezicht, commissarissen etc. te weinig tijd besteed aan de functie.

Bij het beantwoorden van deze vraag hebben zowel groep A en groep B dezelfde inzichten. Beide groepen zijn van mening dat regelgeving per definitie een reactie is op een gebeurtenis of een crisis. Hiermee is een volgende crisis nooit te voorkomen. Wel is het zo dat er door maatregelen die getroffen worden door een crisis zorgen voor het elimineren van risico's die eerst niet gemitigeerd werden. Als voorbeeld wordt gegeven dat er vanuit de financiële crisis van 2007-2008 wel lessen zijn geleerd en maatregelen zijn opgelegd door toezichthouders aan de financiële sector waardoor marktpartijen tegenwoordig robuuster zijn en beter voorbereid zijn op tegenslag. Groep B geeft hier als voorbeeld de strengere kapitaaleisen vanuit Basel III. Ook staat governance, dus de wijze van besturen, de gedragscode binnen organisaties en toezicht op organisaties meer op de kaart naar aanleiding van de diverse wetgeving die volgde op de financiële crisis. Groep A uit bij het beantwoorden van deze vraag zijn zorgen over de rol van gedrag bij crises. Gedrag is moeilijk te veranderen volgens de beheerders en is ondanks specifieke wetsbepalingen omtrent gedrag van bestuurders, het beloningsbeleid en toetsing van bestuurders, ondanks de voorzichtige verschuiving naar Behavioural Finance, in de huidige wetgeving nog niet voldoende geborgd. Ook dit beaamt in andere woorden de beleggersgroep. Ondanks de deskundigheidseisen voor bestuurders, wordt er in hun ogen te weinig tijd door bestuurders gestoken in hun rol. Dit kan leiden tot een afhankelijkheid van bestuurders of interne toezichthouders op de informatievoorziening vanuit de

organisatie waarop toegezien wordt. De onafhankelijke positie wordt hiermee aangetast en is er weinig mogelijkheid om de rol goed te vervullen.

6.3 Terugblik interviews

In dit hoofdstuk is verslag gedaan van de interviews die plaatsgevonden hebben in mei, juni en juli 2020. Uit de interviews is gebleken dat het onderwerp leeft onder de partijen en herkenning is in de veranderende benadering naar Behavioural Finance van toezichthouders. Ondanks deze verschuiving in de benadering van Neoinstitutioneel naar Behavioural Finance, als ook de hoeveelheid aan wetgeving die van toepassing is op de beleggers en beheerders, is er nog ruimte voor meer gedragsrichtlijnen. De vraag is, hoe verander je gedrag? Daarnaast komt in de interviews naar voren dat ondanks er gaten ervaren worden in de effectiviteit van de huidige wet- en regelgeving, de bereidwilligheid of acceptatieniveau van de sector om te voldoen zeer hoog is en dat de bijkomende kosten niet relevant zijn. De kosten die komen bij het reputatierisico worden namelijk vele malen hoger ingeschat dan de kosten die gepaard gaan bij het implementeren en uitvoeren van wettelijke vereisten. Een RIA uitvoeren is dus eigenlijk niet relevant. Verder onderzoek hiernaar zou waardevol zijn. Uit de interviews zijn verder onderwerpen benoemd die uitnodigen om meer in detail verder uit te zoeken dan de reikwijdte van deze scriptie toelaat, zoals het professionaliseren van de Raad van Toezicht en Raad van Commissarissen, om zo tot een betere rolvervulling te komen. Door het houden van interviews is inzicht verkregen in de zienswijze van de geïnterviewde partijen. Het was middels de gesprekken goed mogelijk dieper in te gaan op bepaalde onderwerpen en er was ruimte voor context en extra toelichting vanuit de geïnterviewden. De geïnterviewden waren bereid om hun meningen te onderbouwen en kritisch te zijn op toezichthouders, wetgeving, maar ook de eigen organisatie.

7 Conclusie

7.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt de conclusie van het onderzoek beschreven. Allereerst wordt de hoofdvraag zoals in hoofdstuk 1 beschreven beantwoord, aansluitend worden de deelvragen beantwoord.

7.2 Beantwoording hoofdvraag

In hoeverre heeft de huidige wetgeving van toepassing op vastgoedbeleggingsfondsen effect op het beleggersrendement?

Zoals aangegeven in het juridisch kader zijn vastgoedbeleggingsfondsen direct of indirect onderhevig aan diverse wet- en regelgeving. Deze hebben impact op de vastgoedbeheerder, en/of direct op het vastgoedfonds zelf. Zo hebben de AIFMD en MiFID vereisten die gericht zijn op governance, interne organisatie, deskundigheid van beleidsbepalers, beloningsbeleid, maar ook prospectusvereisten en informatievereisten aan de investeerders. Basel III en CRD/CRR hebben geleid tot hogere rentekosten bij het aantrekken van vreemd vermogen voor vastgoedbeleggingsfondsen, en leidt FATCA met name tot meer administratieve verplichtingen inzake het identificeren van investeerders, klanten en vermogen. De additionele inspanningen die geleverd moeten worden zijn ex- ante of/en ex post transactiekosten die direct of via de beheerdersfee aan het vastgoedfonds worden doorbelast, en hiermee dus negatief effect hebben op het beleggersrendement. Uit het kwalitatieve onderzoek is gebleken dat het voor de beheerders en investeerders niet te kwantificeren is hoeveel effect het heeft op het beleggersrendement omdat, indien mogelijk, kosten evenredig verdeeld worden over de fondsen in beheer, sommige kosten geabsorbeerd worden door de beheerder zonder direct door te belasten aan het fonds, en het werkzaamheden betreft van medewerkers die niet direct te alloceren zijn aan een beheerd vastgoedfonds.

Dit maakt het diffuus en overheerst de mening bij de beheerders als ook de beleggers dat voldoen aan de wet- en regelgeving relevanter is dan afvragen hoeveel het kost om te voldoen aan wet- en regelgeving. Beide partijen vinden het risico op negatieve gevolgen naar aanleiding van het niet naleven van wet- en regelgeving groot, en zal in hun ogen altijd meer impact hebben dan de kosten die gepaard gaan bij het goed implementeren en naleven van de wetten. Ondanks dat er vraagtekens zijn bij de effectiviteit van de huidige wet- en regelgeving, de bereidwilligheid of acceptatieniveau van de sector om te voldoen is zeer hoog en bijkomende kosten zijn derhalve niet belangrijk. Welke vorm van een RIA uitgevoerd wordt is dus niet relevant, het reputatierisico is belangrijker dan de bijkomende kosten.

De beleggers en beheerders geven met praktijkvoorbeelden aan dat gedragsgerelateerde oorzaken tot op de dag van vandaag blijven bestaan en dat de huidige wetgeving dit risico niet volledig afdekt. Dit sluit aan bij de constatering dat toezichthouders nog niet consequent RIA's uitvoeren vooraf en na implementatie van nieuwe wet- en regelgeving. Tevens is er geconstateerd dat de toezichthouder de sector of

maatschappij niet consulteert bij het ontwerp van nieuwe wet- en regelgeving. Hadden zij dit gedaan, waren wellicht er wellicht geen 'gaten' ontstaan zoals uit de interviews blijkt. Dit betekent dat de verschuiving van toezicht vanuit een Neoinstitutionele benadering naar een Behavioural Finance benadering nog niet voltooid is.

Het kwantificeren van de compliancekosten vraagt nader onderzoek en discussie met diverse betrokkenen binnen de sector. Ook is uit het onderzoek naar voren gekomen dat er naar hun idee nog ruimte is voor (on)ethisch gedrag op beleidsniveau en gedrag wat kan leiden tot nieuwe schandalen of crises. Ethiek binnen de vastgoedorganisaties vraagt daarom ook naar nader onderzoek en hier is in deze scriptie een eerste aanzet voor gedaan.

7.3 Beantwoording deelvragen

Om een antwoord te kunnen formuleren op hoofdvraag zijn deelvragen geformuleerd. De deelvragen worden hieronder beantwoord op basis van het literatuur- en praktijkonderzoek

7.3.1 Welke diverse wetgevingen zijn van toepassing op niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen en wat zijn de doelstellingen?

Het eerste Basel Akkoord vond al in 1988 plaats waarbij richtlijnen werden afgesproken over de solvabiliteit van financiële instellingen. Vervolgens volgden er nog een verdere uitbreiding en verdieping in 1996 (Basel II) en aanpassingen gericht op strengere kapitaaleisen en liquiditeitsratio's naar aanleiding van de financiële crisis van 2008 (Basel III). Alhoewel deze vereisten niet gelden voor vastgoedbeleggingsfondsen, hebben deze regels wel impact op fondsen en in hoeverre er gebruikt gemaakt kan worden van vreemd vermogen. Het aantrekken van vreemd vermogen heeft door de stringentere vereisten van Basel III geleid tot hogere rentes, waardoor het duurder is om investeringen te financieren met geleend kapitaal.

In 2007 kwam er de Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) voor beleggingsondernemingen (inclusief banken, (vastgoed)beheerders en andere dienstverleners) die informatie en diensten verschaffen over handelstransacties. Hierbij werd verplicht gesteld dat beleggingsinstellingen klanten en potentiele klanten voorzien van passende informatie over de beleggingsinstelling, de services die verleend worden, de financiële

instrumenten, beleggingsstrategie alsook juiste begeleiding en inzicht in de risico's die gepaard gaan bij het beleggen in de producten die aangeboden worden. Het doel hiervan is om de (potentiele) klanten bewust te laten zijn van het beleggingsproduct en de risico's van participeren. Voor vastgoedbeheerders betekende dit dat gedrag binnen organisaties en management moest veranderen; er gelden uitgebreide vereisten omtrent het interne management, organisatie, individuele verantwoordelijkheden van bestuurders en governance.
De vastgoedbeheerder is verplicht haar besluitvormingsprocessen vast te leggen, en haar organisatiestructuur te documenteren inclusief rapportagelijnen. Er moet een adequate interne risk en controlframework aanwezig zijn om te kunnen voldoen aan de compliance vereisten. Er moet zichtbaar gemonitord worden op de aangeboden producten en diensten, inclusief stresstesting. Personeel moeten regelmatig getraind worden, en bij het aannamebeleid zijn er strengere vereisten voor kandidaten om aan te voldoen.

Een volgende regelgeving die invloed heeft op vastgoedfondsen is de AIFMD. Bij de AIFMD staat het mitigeren van systeemrisico en passend risicobeheer centraal. Het vereist een vergunningsplicht voor alternatieve fondsmanagers vanaf een bepaalde omvang, waarbij onder andere vereisten gelden die het gedrag aanstuurt binnen de organisatie van de fondsmanager, zoals rondom het beloningsbeleid, liquiditeit, waardering, beleid ten aanzien van uitbestedingen, risicomanagement en het verplicht aanstellen van een externe toezichthoudend orgaan, genaamd Depositary, ofwel Bewaarder. Ook heeft de vastgoedbeheerder een rapportageplicht over de prestatie van het fonds en de risico's naar de toezichthouder.

De CRD bestaat sinds 2000 en richt zich op Europese banken en beleggingsinstellingen om helderheid en transparantie te bevorderen in Europese wetgeving. Het focust zich op het gebied van liquiditeitsrisico, risicomanagement inzake gesecuritiseerde producten en het aan te houden eigen vermogen van de banken en beleggingsinstellingen met als doel banken en beleggingsinstellingen sterker te maken en zo een nieuwe financiële crisis te voorkomen.

Aanvullend geldt sinds 2013 de European Market Infrastructure Regulation (EMIR) op Over The Counter (OTC)-transacties voor alle pensioenfondsen, verzekeraars en instellingen inclusief vastgoedbeleggingsfondsen die handelen in derivaten (DNB, 2020). Financiële instellingen zoals (vastgoed) beleggingsfondsen die OTC-derivaten gebruiken om een risico af te dekken of om juist te speculeren, moeten dit middels centrale tegenpartijen laten plaatsvinden, waarbij zekerheden worden gevraagd om het voldoen aan de verplichting zeker te stellen. Daarnaast is er een registratieplicht en zijn er diverse risico verlagende procedures opgesteld omtrent de verhandeling van derivaten (DNB, 2020).

De Foreign Account Taks Compliance Act (FATCA) en de Common Reporting Standards (CRS) zijn ontstaan om belastingontduiking bij Amerikaanse belastingplichtigen (particulieren als bedrijven) die buiten de Verenigde Staten tegoeden aanhouden, te voorkomen. Financiële instellingen wereldwijd dienen al hun Amerikaanse klanten te identificeren en gegevens over het vermogen door te geven aan de belastingdienst.

7.3.2 Welke ontwikkeling heeft toezicht doorgemaakt naar aanleiding van de financiële crisis?

De literatuur beschrijft dat de financiële crisis fundamentele problemen zien in de traditionele benadering van toezicht in de financiële sector waarin rationale en informatietransparantie centraal stonden. Met name lag de focus vanuit Europese toezichthouders op marktfalen door informatieasymmetrie. De financiële crisis bevestigde dat deze vorm van toezicht niet meer effectief was, verschijnselen konden niet verklaard worden naar de Neoinstitutionele theorie. Het leidde er daarom toe dat toezichthouders rekening gingen houden met irrationeel gedrag en psychologische facetten vanuit de Behavioural Finance. Behavioural Finance betekent dat inzichten uit de (cognitieve) psychologie, sociale wetenschap en antropologie toepast worden op gedrag. Vanuit deze benadering is het gedrag geanalyseerd, en vervolgens maatregelen ontworpen om dit gedrag in de toekomst te voorkomen. Uit de analyse kwam naar voren dat elementen, zoals uitstelgedrag, zelfoverschatting bij medewerkers, managers en bestuurders, kuddegedrag en irrationeel gedrag door beloningsbeleid. De wetgeving die door de financiële crisis ontworpen werd of aangescherpt werd, richtte zich op deze aspecten. Uit het kwalitatief onderzoek is gebleken dat de verschuiving naar de Behavioural Finance benadering nog niet voltooid is. Er wordt door beleggers en beheerders ervaren dat door de huidige wet- en regelgeving er gedragsmatig zeker verandering te zien is binnen organisaties maar dat er nog steeds ruimte is voor onethisch gedrag, zeker op topmanagement niveau. De wetgeving blijkt nog niet volwaardig te zijn.

7.3.3 Hoe wordt de effectiviteit van wet- en regelgeving gemeten door onze toezichthouders?

Om uiteindelijk de geïmplementeerde wetgeving te beoordelen op effectiviteit passen toezichthouders diverse modellen toe. In 2003 startte de Europese Commissie met het toepassen van een impact assessment als centraal onderdeel van nieuwe wetsvoorstellen en richtlijnen. Het doel was om

systematisch vooraf de economische, sociale en klimaat impact van EU-beleidsvoorstellen te beoordelen De Regulatory Impact Analysis (RIA) is zowel een document en proces om beleidsbepalers te ondersteunen in het hoe en of regulering nodig is om beleidsdoeleinden te behalen. Het is een methode die helpt het ontwerp van wetgeving te verbeteren door beleidsbepalers te helpen in het definiëren van de beste oplossing voor een beleidsprobleem. RIA onderzoekt de kosten en baten van regulering en non-regulatore alternatieven en identificeert waar de netto toegevoegde waarde voor de maatschappij het hoogst is bij het bereiken van beleidsdoelen. Daarnaast geeft het ook inzicht in welke partijen profiteren van voorgestelde wet- en of regelgeving en welke partijen de kosten zullen dragen. Onderliggend bewijs bevordert de validiteit van de RIA en derhalve wordt het gebruikt als valide bewijs in beleidsbepaling en helpt het nadelige effecten op de maatschappij door onnodige of fout opgestelde wet- en regelgeving te voorkomen. Anderzijds zorgt het ervoor dat wanneer er regulering nodig is, daadwerkelijk ook beleid wordt bepaald. De Cost Benefit Analysis, of Benefit Cost Analysis is een van de specifieke methodologieën voor het toepassen van een RIA. CBA wordt gebruikt om regelgeving rationeel en kwantitatief te analyseren met als doel een maximaal effect op de maatschappij te behalen. Met name zoeken overheden via deze methode de verwachte netto-opbrengsten van regelgeving, dus wat het verschil zou moeten zijn tussen de verwachte opbrengsten en de kosten. CBA zorgt voor een structurele manier om verwachte kosten en baten van een beleid inzichtelijk te maken. Via een beschrijvende en kwantitatieve benadering wordt er inzicht verkregen in de impact van een beleid op markten, consumenten, en industrieën. Overheden gebruiken het tevens voor transparantiedoeleinden om hun beleid te onderbouwen.

7.3.4 Wegen de gemaakte kosten op tegen het behaalde resultaat?

Uit de interviews met beheerders en beleggers blijkt dat kosten gerelateerd aan de implementatie en uitvoering van wetgeving niet inzichtelijk is voor de geïnterviewden, maar dat de kwantificering in hun ogen minder relevant is omdat de kosten die komen bij het reputatierisico vele malen hoger ingeschat worden dan de kosten die gepaard gaan bij het implementeren en uitvoeren van wettelijke vereisten. Ondanks dat er vraagtekens zijn bij de effectiviteit van de huidige wet- en regelgeving, de bereidwilligheid of acceptatieniveau van de sector om te voldoen is zeer hoog en bijkomende kosten zijn derhalve niet belangrijk. Het beoogde resultaat van de toezichthoudende organen met de diverse wetgevingen, zoals een robuustere financiële gezondheid van organisaties die beter bestand zijn tegen financiële tegenslagen, meer deskundigheid in het dagelijks bestuur, verbeterde ethisch besef in de rolvervulling, zijn volgens de geïnterviewden nog niet behaald. Dit is in lijn met het onderzoek van de OECD in 2014 en 2017 waaruit

blijkt dat toezichthouders nog niet consequent RIA's toepassen in het ontwerp, implementatie en evaluatie van nieuwe wet- en regelgeving. Was er een RIA toegepast, en was de sector vooraf geconsulteerd, had de wetgeving effectiever kunnen zijn.

7.3.5 Behoeden de nieuwe richtlijnen en wetgeving de vastgoedsector van toekomstige crises?

Het algemene standpunt van de geïnterviewden is dat er altijd wel een volgende crisis zal komen. De beheerders geven aan dat wetgeving ontstaat naar aanleiding van een gebeurtenis of een crisis, zogezegd 'after the fact'. Daarnaast wordt nog opgemerkt dat niet altijd geleerd wordt van een crisis, en dat dezelfde fouten opnieuw gemaakt kunnen worden. De beleggers en beheerders geven met praktijkvoorbeelden aan dat gedragsgerelateerde oorzaken tot op de dag van vandaag blijven bestaan en dat de huidige wetgeving dit risico niet volledig afdekt. Hiermee wordt ook aangegeven dat gedrag aan de top verder de organisatie in cascadeert, ook wel 'tone at the top'. Beleggers houden in hun beleggingsstrategie daarom rekening met het feit dat er altijd een crisis kan ontstaan. Verwezen werd naar de dot.com crisis, de Azië-crisis, de financiële crisis, et cetera. Dit betekent dat de verschuiving van toezicht vanuit een Neoinstitutionele benadering naar een Behavioural Finance benadering nog niet voltooid is.

7.4 Reflectie

Zoals zowel het literatuuronderzoek als het kwalitatieve onderzoek naar voren laten komen, heeft deze scriptie een verkennend en validerend karakter. De interviewvragen zijn weliswaar open gesteld, maar de geïnterviewden wisten onbewust waar de vragen naar zouden leiden. Dit thema is namelijk zeer actueel, zeker onder compliance en risk. Doordat gedragstoezicht in ontwikkeling is en er daardoor nog weinig data beschikbaar is, is gekozen voor het houden van expertinterviews. Wanneer we als sector beter in staat zijn terug te kijken, en het kostenaspect van toezicht inzichtelijk is, zou een enquête en data-analyse zich goed lenen om verder de effectiviteit van gedragstoezicht te toetsen. In dit onderzoek is gesproken met een aantal voornaamste betrokkenen, namelijk de medewerkers die zorgdragen dat de wetgeving volgens de vereisten wordt geïmplementeerd en nageleefd in de organisaties. Deze medewerkers bekleden een risk of compliance functie en hebben expertise op het gebied van toezicht. De resultaten kunnen daardoor slechts in beperkte mate geëxtrapoleerd worden. Wanneer er meer data beschikbaar is zou een enquête onder meerdere betrokkenen wellicht meer betrouwbaarheid bieden.

Bibliografie

(DUFAS), D. F. (2020, April 03). *Risicomanagement*. Opgehaald van www.dufas.nl: https://www.dufas.nl/site/assets/files/1247/handreiking_risicomanagement_definitief.pdf

(2013, September 9). Opgeroepen op December 1, 2016, van Wikipedia - MiFID: https://nl.wikipedia.org/wiki/MiFID

(2020, 3 29). Opgehaald van DNB: https://www.werkenbijdnb.nl/vakgebieden/niet-financieel-risicomanagement

Argandona, A. (2012). *Three ethical dimensions of the financial crisis.* Barcelona: IESE Business School - University of Navarra.

ASR Real Estate. (2020, juni 17). *Funds*. Opgehaald van ASR Real Estate: https://en.asrrealestate.nl/funds

B. Baarda, E. B. (2018). Basisboek kwalitatief onderzoek. In E. B. B. Baarda, *Handleiding voor het opzetten en uitvoeren van kwalitatief onderzoek* (pp. 38-39). Utrecht: Noordhoff Uitgevers b.v. Groningen.

B. Baarda, E. B. (2018). Basisboek kwalitatief onderzoek. In E. B. B. Baarda, *Handleiding voor het opzetten en utivoeren van kwalitatief onderzoek* (p. 105). Utrecht: Noordhoff UItgevers b.v. Groningen.

Bals. (2016). *Ratio én emotie?!* Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.

Basel Committee on Banking Supervision. (2020, juni 15). *Basel III - a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. Opgehaald van BIS: https://www.bis.org/publ/bcbs189.htm

Bierman, B. (2013, juni 6). Rondom het Nieuws CRD IV. *Tijdschrift voor financieel recht*. Opgeroepen op juni 6, 2020, van Finnius: http://finnius.nl/wp-content/uploads/2015/12/Artikel_Bart-Bierman_CRDIV_TvFR.pdf

Boersma, M. B. (2012, februari). *Dodd-Frank Act hervormt meer dan het Amerikaanse financiële toezichtstelsel; corporate governance regels opgenomen in de Dodd-Frank Act in vogelvlucht.* Opgehaald van www.houthoff.com: http://www.houthoff.com/uploads/tx_hhpublications/Dodd-Frank_Act_hervormt_meer_dan_het_Amerikaanse_financi%C3%ABle_toezichtstelsel__2-2012_.pdf

Bogt, H. J. (1998). *Neo-institutionele economie, management control en verzelfstandiging van overheidsorganisaties: overwegingen voor verzelfstandiging en effecten op efficiëntie en financieel-economische sturing.* Groningen: s.n. Opgehaald van www.rug.nl: http://www.rug.nl/research/portal/files/10732213/h3.pdf

Bracht, S. v. (2011). *Hoe is het juridisch systeem van bankentoezicht georganiseerd, en hoe werkt dit 'de facto' in de financiële sector?* Tilburg: Tilburg University.

Buijs, A. (2003). *Het rendement van risico.* Utrecht: Universiteit van Utrecht. Opgeroepen op augustus 7, 2020, van https://dspace.library.uu.nl/bitstream/handle/1874/7253/rede01.pdf?sequence=1

Cai, R. (2004). *Master Thesis: Trust and Transaction Costs in Industrial Districts.* Blacksburg, Virginia (USA): Virginia Polytechnic Institute and State University.

Coase, R. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 390-391.

Coates, J. C. (2014). *Cost Benefit Analysis of Financial Regulation: case studies and implications.* Cambridge USA: Harvard Law School.

DNB. (2004). *Actuele ontwikkelingen in het toezicht.* DNB. Opgeroepen op juni 15, 2020, van https://www.dnb.nl/binaries/kb2004q23_tcm46-147137.pdf

DNB. (2020, juni 6). *EMIR aandachtspunten*. Opgehaald van DNB: https://www.dnb.nl/binaries/Aandachtspunten_tcm46-313702.pdf

ESMA. (2020, juni 3). Opgehaald van ESMA: https://www.esma.europa.eu/databases-library/interactive-single-rulebook/clone-mifid-ii

ESMA. (2020, juni 6). *Key concepts of the AIFMD*. Opgehaald van ESMA : https://www.esma.europa.eu/document/key-concepts-aifmd

EY. (2020, juni 6). *OECD Common Reporting Standards, a global FATCA-like regime*. Opgehaald van EY: https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_OECD_Common_Reporting_Standard:_A_global_FATCA-like_regime/$FILE/EY-Client-alert-OECD-Common-Reporting-Standard.pdf

FCA. (2018). *How we analyse the costs and benefits of our policies.* Financial Conduct Authority.

FCA. (2020, juni 15). *CRD IV*. Opgehaald van FCA: https://www.fca.org.uk/firms/crd-iv

gedragsregels MIFID . (2020, juni 3). Opgehaald van FSMA: https://www.fsma.be/nl/gedragsregels-mifid

Greenstone, M. (2009, April 17). Effective Regulation through Credible Cost–Benefit Analysis: The Opportunity Costs of Superfund. *Government and Markets: Toward a New Theory of Regulation*, 1. Opgeroepen op April 17, 2020, van Squarespace: https://static1.squarespace.com/static/585017d2bebafbe412f1a838/t/5b4640fd0e2e7261549f41aa/1531330822047/New+Theory+Ch2+Greenstone+Effective+Regulation+through+Credibe+Cost+Beneift+Analysis+The+Opportunity+Costs+of+Superfund.pdf

Hazeu, C. A. (2000). Institutionele economie. In *Een optiek op organisatie en sturingsvraagstukken* (p. 74). Bussum: Uitgeverij Coutinho.

KPMG. (2018). *Report on the Operation of the Alternative Investment Fund Managers Directive.* European Union. Opgeroepen op juni 15, 2020, van https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190110-aifmd-operation-report_en.pdf

Mangram, M. (2013). A simplified perspective of the markowitz portfolio theory. *Global Journal of business research, 7*(1), 59-70. Opgeroepen op augustus 7, 2020

Ministerie van Financien. (2016, januari 14). Leidraad FATCA/CRS met technische toelichting bij de NL IGA en de CRS-regelgeving. Den Haag.

OECD. (2009). *Regulatory Impact Analysis; A tool for policy coherence.* Opgeroepen op May 29, 2020, van https://read.oecd-ilibrary.org/governance/regulatory-impact-analysis_9789264067110-en#page5

OECD. (2014). *OECD Regulatory Compliance Cost Assessment Guidance.*

OECD. (2017). *Government at a Glance 2017 .* Parijs: OECD. Opgeroepen op juni 26, 2020, van https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/gov_glance-2017-en.pdf?expires=1596876542&id=id&accname=guest&checksum=4AA063B68E3782710923DB3E09A9C608

OECD. (2018). *OECD Regulatory Policy Outlook 2018.* Parijs: OECD. Opgeroepen op augustus 8, 2020, van https://read.oecd-ilibrary.org/governance/oecd-regulatory-policy-outlook-2018_9789264303072-en#page61

OECD and FIAS/World Bank Group. (2008). *Introductory Handbook for Undertaking Regulatory Impact Analysis.* Opgeroepen op May 31, 2020, van https://www.oecd.org/gov/regulatory-policy/44789472.pdf

R. Muskens, K. H. (2014). *International financiele stabiliteit.* Amsterdam: Hollands Hoogte.

Rehber, E. (2007). *Contract farming; Theory and Practice.* Punjagutta, India: Icfai University Press.

Rusticus, O. (2013). *De beschermende rol van de bewaarder in de nieuwe AIFMD- wetgeving.* Amsterdam.

Span, S. (2015). *Financial Market Regulation through the AIFMD.* Wenen.

Spindler, G. (2011, juni 19). Behavioural Finance and Investor Protection Regulations. *J Consum Policy*, 315-336. Opgeroepen op mei 5, 2020, van http://link.springer.com/article/10.1007/s10603-011-9165-6

Syntrus Achmea Real Estate and Finance. (2020, juni 17). *Key facts*. Opgehaald van Syntrus: https://www.syntrus.com/about-us/key-facts

Torriti, J. (2012). The first five years of the EU Impact Assessment system: a risk economics perspective on gaps between rationale and practice. *Journal of Riks Research, 15*(2), 169-186.

Website AFM. (sd). Opgeroepen op December 1, 2016, van AFM- MiFID II: https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/mifid-ll

Wet financieel toezicht artikel 1:1. (sd).

Wikipedia - UCITS IV. (2016, July 22). Opgeroepen op December 1, 2016, van Wikipedia: https://en.wikipedia.org/wiki/Undertakings_for_Collective_Investment_in_Transferable_Securities_Directive_2009

Williamson, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism.* New York: The Free Press.

Bijlage 1

Transactiekostentheorie

Het begrip kosten is hier in de brede economische zin te interpreteren. Het gaat hierbij om alle bestedingen zoals geld, tijd, moeite en energie. Ook kosten die gerelateerd zijn aan publieke regulering, om bij de wederpartij vertrouwen te creëren en organisatiekosten vallen hieronder. In het Engels definiëren we dit ook wel als opportunity costs. De vraag- als aanbodkant (producent en consument), maar ook derde partijen hebben hiermee te maken, denk hierbij aan kosten van handhaving van eigendomsrechten, kosten van onderhandelen, toezicht houden en controles. Alle kosten die samen hangen met het verkrijgen van informatie, onderhandelen en de totstandkoming van een transactie (Hazeu, 2000).

Ex-ante en ex-post transactiekosten

Transactiekosten kunnen vooraf gemaakt worden, en als investering gelden om een vertrouwen te creëren. De gedachte hierbij is dat de investering van nu leidt tot lagere transactiekosten in de toekomst. Williamson definieert daarnaast ex-ante- en ex-posttransactiekosten (Williamson, 1985). Met ex-ante kosten wordt verstaand de kosten die vooraf een transactie plaats vinden ter voorbereiding. Het voorbereiden op een vergunningsaanvraag, het vooroverleg met financierders of andere contractspartijen zijn voorbeelden van ex ante kosten. Het meten van performance, evaluatie, rapportages, toetsen van afspraken, naleven van contracten maar ook disputen hieromtrent vallen onder ex post kosten (Rehber, 2007). De ex ante kosten en ex post kosten houden met elkaar verband. De hoogte van de ex post kosten hangen deels af van de ex ante kosten en visa versa, immers wanneer transacties niet goed zijn voorbereid leidt dit, of kan dit leiden, tot meer inzet nadat de transactie heeft plaatsgevonden (Cai, 2004).

De financiële crisis had enorme gevolgen voor de regulering van de financiële sector, denk aan bancaire toezichtwetgeving, insolventierecht, en beleggersbescherming. Denk hierbij ook aan het voorbeeld van de Lehman certificaten die in het bezit waren van met name particuliere beleggers. Spindler licht toe dat voorheen toezichthouders uitgingen van rationeel gedrag conform de Neoinstitutionele economie bij consumenten- en beleggersbescherming en van volledig geïnformeerde participanten. Marktfalen en informatieassymetrie moeten voorkomen worden door het opleggen van informatieverplichtingen om beleggers en consumenten beter te informeren. Na de financiële crisis ontstond onder andere daarom de behoefte naar een intensievere beleggersbescherming. Zoals eerder beschreven zijn de AIFMD en MIFID wetgeving in Europa een direct gevolg om beleggers in de toekomst beter te beschermen (Spindler, 2011). Dit roept de vraag op of de reactie per saldo tot een meer of minder efficiënte inrichting heeft geleid.

Bijlage 2

Verdieping in Behavioural Finance

Psychologische voorkeuren

Psychologische voorkeuren onder Behavioural Finance kent in het kort de volgende gedragskenmerken:

- Verliesaversie; dit komt voor wanneer er veel tijd en geld geïnvesteerd is in bepaalde keuzes, waardoor het als zonde wordt ervaren om afstand te doen of te verkopen. Hierdoor ontstaan er verliesgevende posities maar met de hoop dat dit nog zal veranderen. In het algemeen wil men namelijk liever een verlies goedmaken dan een verlies nemen.
- Mentaal boekhouden; Hiermee wordt bedoeld dat mensen een waarde geven aan geld door de wijze waarop dat geld verdiend is. Dat zou betekenen dat geld wat eenvoudig verdiend is ook makkelijker wordt uitgegeven. Bij (vastgoed)beleggers gebeurt dit in de praktijk ook door naast in hogere rendementsfondsen te investeren ook in conservatieve fondsen te beleggen om risico af te dekken.
- Framing; een combinatie van eerder genoemd gedrag kan leiden tot 'framing'. Keuzes worden beïnvloed doordat situaties op een bepaalde manier worden voorgesteld.
- Verankering en aanpassing; Met verankering wordt bedoeld dat een referentiepunt van invloed is op de verwachte aarde. Met aanpassing wordt juist beschreven dat de verwachte waarde weinig of onvoldoende aangepast wordt naar wat de waarde zou moeten zijn en blijft hangen rond het referentiepunt. Een heel goed voorbeeld is het gebruik van referentieobjecten bij het taxateren van huizen. Er wordt uitgegaan van deze objecten en de getaxeerde waarde wordt vervolgens bepaald door hierop aan te passen (Bals, 2016).

Psychologische vooroordelen

Bals beschrijft de volgende kenmerken die vallen onder psychologische vooroordelen:

- Cognitieve dissonantie; In het algemeen horen mensen graag informatie die past binnen hun overtuiging en hun opinies bevestigt, en aan de andere kant negeren mensen vaak informatie die niet past binnen hun opvattingen. Ook neigt men ernaar om hun meningen aan te passen

naar hun gedrag in het geval dit conflicteert. Cognitieve dissonantie komt voor wanneer er twee cognitieve kenmerken met elkaar conflicteren. Wanneer er steeds meer informatie tot de persoon komt wat niet past binnen de opvattingen, 'dissonante informatie', des te moeilijker wordt het om deze informatie te negeren. Er komt op een gegeven moment een omslagpunt waarbij de opvatting wordt bijgesteld. Cognitieve dissonantie kan leiden tot kuddegedrag. De internetbubbel begin 2000 ontstond omdat beleggers voor zichzelf rechtvaardigden om te investeren in internetbeleggingsfondsen. Rationeel gezien was dit niet voor de hand liggend, maar men dacht dat er sprake was van de opkomst van een nieuwe economie met nieuwe regels. Wanneer iedereen overtuigd is van iets, is het lastig om vast te houden aan je eigen, afwijkende, overtuigingen. Daarnaast was men bang om niet mee te delen in de grote winsten die men voor ogen had en die uiteindelijk ook behaald werden, wat resulteerde in de welbekende 'bubbel'.

- Representativiteitsheuristiek; dit betekent dat mensen een oordeel hebben over een bepaald iets op basis van hoe iets gerepresenteerd is. Denk bijvoorbeeld aan dat bij een positief imago van een vastgoedmanager vaak gedacht wordt door beleggers dat het aannemelijker is dat het rendement ook hoger is bij deze vastgoedmanager. Conclusies worden getrokken op een aantal aannames.
- Beschikbaarheidsheuristiek; Men ervaart en maakt keuzes naar aanleiding van gebeurtenissen uit hun verleden. Het woord beschikbaarheid doelt hier op herinneringen.
- Status quo bias; Men hecht een bepaalde waarde aan wat hen is aangereikt, wat betekent dat men niet zo snel dit aanpast. Een goed voorbeeld hiervan is een erfenis in de vorm van een beleggingsportefeuille. Men is eerder geneigd dit te continueren en zou misschien andere keuzes maken wanneer het met een neutraal geldbedrag zou gaan beleggen.
- Conservatisme; Dit wordt vaak gelinkt aan cognitieve dissonantie en de status quo bias. Hiermee wordt bedoeld dat slechts mensen geleidelijk hun meningen en opvattingen aanpassen aan nieuwe informatie.
- Spijtaversie; Dit begrip vloeit voort uit het toegelichte fenomeen verliesaversie. Dit begrip wordt toegepast om te verklaren waarom verlieslatende aandelen niet worden verkocht of te lang worden aangehouden. Men is bang spijt te krijgen van de verkoop als de koersen weer zullen stijgen.
- Zelfoverschatting; Zelfoverschatting komt bij iedereen voor is de aanname. Met name komt het voor bij beroepen die de schuld makkelijk kunnen verleggen en niet zelf de

verantwoordelijkheid dragen. Het zou ook een verklaring kunnen zijn waarom er overmatig gehandeld wordt op beurzen. De andere kant is dat zelfoverschatting ook kan leiden tot succes, bijvoorbeeld bij het ondernemerschap. Wanneer iemand zichzelf overschat, durft meer te ondernemen, is gemotiveerder en presenteert zichzelf naar buiten toe positiever.

- Bevooroordeelde zelf attributie; Dit lijkt erg op zelfoverschatting waarbij bedoeld wordt dat mensen eerder mislukkingen toekennen aan anderen en succes toekennen aan eigen prestaties.
- Geloof volharding; hiermee wordt bedoeld dat wanneer men overtuigd is van iets, er weinig ruimte is om dit beïnvloeden, ook niet wanneer nieuwe informatie beschikbaar is.
- Optimistische bias; hiermee wordt bedoeld dat mensen die optimistisch zijn, meer invloed uit oefenen bij het maken van keuzes en meer zo meer risico's worden aangegaan. Optimistische mensen staan minder stil bij risico's en daardoor worden risico's minder goed ingeschat, ook al is de aanname door de optimist dat hij voorzichtig is.
- Familiariteitsheuristiek; Dit begrip is gebaseerd op de beschikbaarheidsheuristiek en heeft als uitgangspunt dat men zich veilig voelt in een bekende en vertrouwde omgeving waar zij specifieke kennis van hebben. De mens heeft een grote afkeer van onzekerheid, wat bij beleggers tot uiting komt als zij in een specifiek soort activa of regio beleggen omdat zij zich daarmee het meest bekend zijn.

Rampbijziendheid en drempelheuristiek; Deze begrippen doelen op de manier waarop mensen inschatten dat een gebeurtenis plaatsvindt. De kans hierop wordt groter geschat wanneer mensen recentelijk een gelijksoortige gebeurtenis hebben ervaren. Wanneer het langer geleden is, ligt de herinnering verder weg en wordt de kans verwaarloosd. Deze fenomenen kunnen paniekgedrag en bubbels verklaren op de aandelenmarkt (Bals, 2016).

Bijlage 3

Regulatory Impact Assessment methodologieën

Cost-Benefit Analysis

De Cost Benefit Analysis, of Benefit Cost Analysis is een van de specifieke methodologieën voor het toepassen van een RIA. Een van de veelgebruikte methodes die de effectiviteit van wet- en regelgeving meten wordt in dit hoofdstuk beschreven.

De Cost-Benefit Analysis (CBA) is een begrip onder instanties die middels wet- en regelgeving de maatschappij beïnvloeden. CBA wordt gebruikt om regelgeving rationeel en kwantitatief te analyseren met als doel een maximaal effect op de maatschappij te behalen. Met name zoeken overheden via deze methode de verwachte netto opbrengsten van regelgeving, dus wat het verschil zou moeten zijn tussen de verwachte opbrengsten en de kosten. (Greenstone, 2009). CBA zorgt voor een structurele manier om verwachte kosten en baten van een beleid inzichtelijk te maken. Via een beschrijvende en kwantitatieve benadering wordt er inzicht verkregen in de impact van een beleid op markten, consumenten, en industrieën. Overheden gebruiken het tevens voor transparantiedoeleinden om hun beleid te onderbouwen.

De Financial Conduct Authority (FCA) legt in een paper van medio 2018 ook uit waarom CBA zo belangrijk is bij de implementatie van nieuwe financiële wet- en regelgeving. Een high-level CBA in de eerste fases van beleidswerkzaamheden helpt in het maken van keuzes. Wanneer een beleid eenmaal is gecreëerd wordt een volledige CBA gedaan om inzicht te krijgen in de impact van het beleid en of de baten die het beleid tot gevolge heeft in verhouding staat tot de lasten die erbij gepaard gaan. De FCA is lokaal niet verplicht dit kwantitatief te onderbouwen, maar het moet wel transparant zijn dat het voorgestelde beleid ten goede komt van de operationele doelstellingen en de restricties die in het beleid opgenomen zijn proportioneel zijn tot de baten. Het doen van een CBA stimuleert overheden om na te denken over de impact van een beleid of wet en legt deze analyse ook onbedoelde gevolgen bloot voordat de wetgeving geëffectueerd wordt. (FCA, 2018).

CBA in de praktijk

Er is heel veel literatuur te vinden over CBA en hieruit blijkt dat er geen vaste benadering bestaat hoe CBA in de praktijk toe te passen. Het hangt van de casus af, het doel waarvoor het gebruikt wordt en kwantificeren en omzetten van diverse kosten en baten naar geld is in de praktijk zeer uitdagend. De casus over de implementatie van Basel III maakt John Coates inzichtelijk welke elementen relevant zijn in het uitvoeren van een CBA. Zoals ook al kort in het juridisch kader is uitgelegd werd de wereldwijde wetgeving voor de kapitaalmarkt naar aanleiding van de financiële crisis aangescherpt door het Basel Committee. Onderwerpen waarop aangescherpt werd waren connectiviteit tussen internationale banken, cross border transacties, strengere wetgeving omtrent complexe financiële producten en kapitaal- en liquiditeitsvereisten. De Basel committee heeft ter onderbouwing van deze aanpassingen in bestaande wetgeving in samenwerking met het Internationaal Monetair Fonds een eigen CBA opgesteld en gepubliceerd. Als eerste werd er ingeschat wat de baten zouden zijn van verhoogde kapitaal- en liquiditeitsvereisten. Dit werd vertaald naar het verminderen van het voorkomen van financiële crises en minder heftige crises. Daarbij was een verdieping nodig om 1) de kosten van een crisis te kunnen kwantificeren als ook 2) een verdieping waarbij de frequentie van crises werden ingeschat. Met deze informatie moest er causaal verband gelegd worden tussen beide verdiepingen. Als laatste 3) werden de kosten van de stringentere wetgeving vertaald naar het gevolg van verminderde kapitaalbeschikbaarheid voor banken om uit te lenen (Coates, 2014).

De FCA laat een systematische manier zien in haar consultatiepaper van hoe zij een CBA in de praktijk uitvoert. Het uitgangspunt is hier dat de toezichthouder uitgaat van een basis met het scenario wat er zou gebeuren in het geval er geen interventie van wet- en regelgeving zou zijn. De toekomst met en zonder beleid wordt vergeleken. Dit betekent dat enorme en plotselinge marktschommelingen, macro-economische effecten, schommelingen in rentes, aanpassingsvermogen van consumenten etc. hierin niet zijn meegenomen. Alleen in het geval deze ontwikkelingen reeds waarneembaar zijn worden deze ingecalculeerd. De kernaannames die de FCA hanteert zijn als volgt:

- Prijzen en gemiddelden; er wordt gewerkt met schattingen gebaseerd op de meest recente data. Indien van toepassing wordt er ook gerekend met gemiddelde kosten en baten per bedrijf of per consument om te voorkomen dat alleen kleine groepen consumenten of bedrijven profiteren.

- Referentieperiode; FCA maakt een verschil tussen directe gevolgen naar aanleiding van opgelegd beleid en gevolgen die zich effectueren over een langere periode in de tijd. In dit soort situaties rekent de FCA met een periode van 10 jaar, tenzij er een valide reden is om van deze periode af te wijken.
- Discount rate; het kan zijn dat het van toekomstige kosten en baten waarvan verwacht wordt dat deze zullen stijgen het nodig is om deze te verdisconteren naar de huidige waarde. Deze discount rate is centraal vastgesteld en wordt toegepast in de gehele publieke sector.
- Compliance met het beleid; de FCA gaat ervan uit dat het opgelegde beleid voor 100% wordt nageleefd zodat gerekend kan worden met alle potentiele kosten en baten en dubbeltelling voorkomen wordt bij het berekenen van de toekomstige impact.

Gedragsgerelateerde aannames die ook meegenomen kunnen worden voor zover mogelijk zijn bijvoorbeeld:

- Toe- en uittredingen in de betreffende markt
- Consumentengedrag als reactie op de nieuwe wet- en regelgeving
- Prijsverhogingen om de kosten voor compliance aan het nieuwe beleid door te belasten

De FCA erkent dat er risico's en onzekerheden verbonden zijn aan het toepassen van een CBA. Denk hierbij aan onzekerheden over het gedrag van consumenten en aan de aanbod- en vraagkant, toekomstige macro- economische ontwikkelingen, concurrerend beleid en andere onderwerpen die buiten de reikwijdte liggen van de toezichthouder. Om dit in te calculeren wordt er tevens een sensitiviteitsanalyse of scenarioanalyse uitgevoerd om significante onzekerheden en/of risico's te bepalen zodat afgewogen kan worden of het zinvol is om het voorgestelde beleid in te voeren.

Daarnaast wordt er altijd gerekend met afgeronde getallen om te voorkomen dat de indruk gewekt wordt dat het om precies getallen of aantallen gaat.

Analyse en inschatten van kosten

De diverse kosten die gebruikt worden in de CBA's worden zijn kosten voor bedrijven, consumenten en de FCA. Hieronder worden deze verder toegelicht:

- Kosten voor bedrijven; deze zijn als volgt uit te splitsen

- Compliance kosten; dit betreft directe kosten die gemaakt worden om te kunnen voldoen aan de nieuwe wet- en regelgeving. Denk onder andere aan de veranderingen die bedrijven moeten doorvoeren die anders niet zouden plaatsvinden op het gebied van IT, human resources, contractuele aanpassingen, juridisch advies, periodieke governance reviews etc.;
- Indirecte kosten; Indirecte kosten ontstaan wanneer consumenten en bedrijven hun gedrag aanpassen naar aanleiding van het opgelegde beleid. Deze reacties leiden ook vaak tot andere kosten of baten voor verschillende partijen. Denk hierbij aan een doorberekening van de compliance kosten in een hogere verkoopprijs. Indirecte kosten zijn lastiger in te schatten, dit omdat deze kosten lastiger te identificeren zijn omdat ze verder af staan van het beleid.
- Winstdaling; om de impact op winst te kunnen inschatten moet rekening gehouden worden met directe gevolgen (bijvoorbeeld in het geval van het verbieden van bepaalde activiteiten) maar ook met verwachte reacties op het beleid, zoals het doorbelasten van kosten aan consumenten, een toename in concurrentie, toe en uittredingen van bedrijven etc. In het geval dit niet in te schatten is, worden dit aspect niet gekwantificeerd.

- Kosten voor consumenten; Het kan zijn dat nieuw beleid leidt tot additionele kosten voor consumenten, bijvoorbeeld bij wet- en regelgeving omtrent kredietverstrekking, of in het geval consumenten beter voorgelicht dienen te worden wat in beginsel leidt tot een baten voor de consument, maar ook kan leiden tot hogere prijzen vanwege doorbelasting van gerelateerde kosten.
- Kosten voor de toezichthouder; de CBA houdt rekening met een toename van toezichthoudende activiteiten naast de huidige werkzaamheden. Denk bijvoorbeeld aan handhavingskosten. Ontwikkelingskosten zijn buiten beschouwing gelaten omdat de werkzaamheden vaak uitgevoerd worden met bestaande resources.

Analyse en inschatten van baten

Bij het analyseren en inschatten van baten wordt tevens een splitsing gemaakt tussen het inschatten voor consumenten en het inschatten voor bedrijven.

- Inschatten voor consumenten; hierbij wordt met name gekeken naar de schade die de consument ervaart bij de afwezigheid van wetgeving. Aangenomen wordt dat dit soort schades leidt tot marktfalen en op basis van de identificatie van deze schades volgt een passende maatregel om de consument hierop tegemoet te komen.

- Inschatten voor bedrijven; denk hierbij aan beleid wat de concurrentie tussen bedrijven bevordert, of toegang tot de markt stimuleert. Ook wordt deregulering of reductie in compliance kosten worden gezien als beleid welke een positief effect heeft op de baten. Als voorbeeld geeft de FCA een beleid wat verplicht tot een betere informatievoorziening over een bepaald product aan de consument. Met meer informatie kan een consument beter producten met elkaar vergelijken en een overwogen keuze maken. Dit kan tevens weer leiden tot lagere prijzen. Ook kan wet- en regelgeving leiden tot innovatie, waar de consument van profiteert, of door ingrijpen worden verstoringen in de markt opgevangen (denk aan transparantie- en gedragscodevereisten in MIFID II), of wordt een financiële crisis voorkomen (FCA, 2018).

Voor en tegens

Zoals Coates ook aangeeft in zijn paper is het niet eenvoudig om een CBA goed uit te voeren als het wet- en regelgeving betreft. Kosten en baten moeten gekwantificeerd worden waar mogelijk, maar niet alle impact van een richtlijn of wetgeving valt te kwantificeren of zelfs een waarde aan te koppelen. Denk hierbij aan de begrippen vertrouwen, investeerdersgedrag, liquiditeit, psychologische gevolgen van onverwachte verliezen etc. Derhalve wordt er de kanttekening gemaakt voorzichtig om te gaan met CBA en de uitkomsten van de CBA niet als leidend moet worden ervaren.

Cost effectiveness analysis

Wanneer het niet haalbaar is om een CBA uit te voeren, bijvoorbeeld wanneer baten niet gewaardeerd kunnen worden, wordt vaak een cost-effectiveness analysis (CEA) toegepast als basis voor een RIA. CEA is een methodologie die minder bronnen benodigd en expertise nodig heeft om de analyse uit te voeren. Het focust op de vraag welke methode is het meest kosten-efficiënt om de regulatore doelstelling te behalen. Het voordeel van het uitvoeren van een CEA is dat het niet nodig is de baten te kwantificeren of te waarderen naar geld. Er wordt alleen gekeken naar de kosten. De gedachte hier is dat in de meeste gevallen het kwantificeren en waarderen van kosten eenvoudiger is dan het kwantificeren en waarderen van de baten. Het geeft alleen geen antwoord op de vraag of er beleid geeffectueerd moet worden. Het gaat ervan uit dat er beleid in uitvoering gebracht wordt, en geeft vervolgens inzicht in welk beleid de voorkeur heeft. Deze methode wordt vaak toegepast in de gezondheidzorg, en wordt derhalve in deze scriptie niet verder toegelicht. (OECD and FIAS/World Bank Group, 2008).

Multicriteria analysis

De Multi- Criteria Analysis (MCA) is een methode dat ondanks dat het niet mogelijk is om te kwantificeren, alsnog systematische en transparante besluitvorming kan plaatsvinden. Ook bij deze methode geldt dat er reeds besloten moet zijn dat er beleid opgesteld moet worden om de beleidsdoelstellingen te behalen, alleen is niet helder welk voorgesteld beleid het meest passend is.

De onderliggende beleidsdoelstellingen worden bij een MCA eerst in kaart gebracht en vervolgens bepaald welke criteria nodig zijn om deze doelstellingen te behalen. Deze criteria worden op volgorde van relevantie geordend. De beleidsvoorstellen krijgen vervolgens een score op elke criteria. De gewogen scores kunnen samengevoegd worden om te beslissen welke het effectiefst is in het bereiken van de beleidsdoelstellingen.

MCA is een belangrijke methode om vast te stellen dat kwantitatieve en kwalitatieve analyses gewogen meegenomen worden in de besluitvorming, en de uitkomst van de kwantitatieve analyse niet overheerst. Hiermee wordt de kwaliteit van een RIA voor vele sectoren verbeterd, zeker waarbij het lastig is om alle elementen te kwantificeren. Het is geen alternatief voor de CBA, aangezien het minder objectief is en niet alle informatie betrouwbaar hoeft te zijn voor besluitvormers (OECD and FIAS/World Bank Group, 2008).

Concurrentieanalyse

Regulering beïnvloed de markt en heeft effect op concurrentie in de markt. In de meeste gevallen zijn het neveneffecten die niet bij het opstellen van de regulering in ogenschouw genomen waren, maar soms kan het juist ook bewust zijn. De invloed van wet- en regelgeving op concurrentie is misschien wel de meest belangrijke impact die wet- en regelgeving kan hebben.

Het uitvoeren van een concurrentieanalyse is zeer technisch en complex, daarom zijn er in de methode diverse screenings en checklists ontwikkelt om vrij makkelijk inzicht te krijgen in de effecten van beleidsvoorstellen zonder substantiële kennis en expertise te hebben. In het geval er bij de screening een risico naar voren komt dat er een negatieve impact kan zijn op concurrentie in de markt wordt er vervolgens verder onderzocht (OECD and FIAS/World Bank Group, 2008).