



Toezichtloos vastgoed

Zelfregulering als redmiddel voor vastgoed-CV's





**rijksuniversiteit
 groningen**

Colofon

Naam: Nicolaas Gilles Graafland
Studentnummer: 1576062
E-mail: nggraafland@hotmail.com
Telefoon: +316 44 100 949
Datum: Juli 2008
Onderwijs: Rijksuniversiteit Groningen
Faculteit: Ruimtelijke Wetenschappen
Opleiding: Master Vastgoedkunde
Begeleider: Dhr. A.R. Marquard
Opdrachtgever: Vereniging Vastgoed Fondsen

Toezichtloos vastgoed

Zelfregulering als redmiddel voor vastgoed-CV

Voorwoord

Voor u ligt de scriptie waarmee ik mijn master opleiding Vastgoedkunde aan de Rijksuniversiteit Groningen voltooi. Deze scriptie heb ik geschreven in opdracht van de Vereniging Vastgoed Fondsen, een branchevereniging die zich bezig houdt met het op poten zetten van zelfregulering in de markt voor vastgoed-CV's. Voor hen heb ik het onderzoek mogen doen naar de gevolgen van het toezicht van de AFM en de mogelijkheden welke zelfregulering biedt om het toezicht op vastgoedfondsen te verbeteren.

Graag wil ik mijn begeleider van de Amsterdam School of Real Estate, de heer A. R. Marquard bedanken. Hij heeft mij tijdens dit afstudeeronderzoek met raad en daad bijgestaan. Tevens wil ik de heer G. van Boom bedanken voor het aanbod om bij de Vereniging Vastgoed Fondsen mijn onderzoek te mogen verrichten en de heer L. Zweers voor zijn opmerkingen over het hoofdstuk dat ingaat op de regelgeving. Ook gaat mijn dank uit naar de geïnterviewde deskundigen die hun visie op de zelfregulering in de markt voor vastgoed-CV's hebben gegeven.

Als laatste wil ik mijn ouders en broers bedanken voor hun steun en motiverende woorden tijdens het schrijven van deze scriptie.

Rotterdam, juli 2008

Gilles Graafland

Samenvatting

Niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen zijn populair bij de particuliere belegger en elk jaar gaat er weer meer geld naar toe. Er spelen echter verschillende problemen op de markt van vastgoed-CV's, wat de meest gebruikte ondernemingsvorm is voor niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen. Zo laat het toezicht van de AFM te wensen over en is de markt niet transparant genoeg. Het imago heeft hierdoor schade ondervonden. Dit imago is nog meer beschadigd door enkele fraude zaken bij vastgoed-CV's die aan het licht zijn gekomen. De overheid heeft om de problemen op te lossen zelfregulering ingezet als middel.

De onderzoeksvraag die als grondslag dient voor het onderzoek is: *wat zijn de gevolgen van AFM toezicht op de markt van vastgoed-CV's en hoe kan zelfregulering hierbij een verbeterende factor vormen?*

De negatieve gevolgen van het AFM toezicht op vastgoed-CV's komt voort vanuit de toezichtregels waar de AFM over beschikt. In 2005 zijn er veranderingen in die regels doorgevoerd en daarbij zijn de Europese prospectusrichtlijnen geïmplementeerd. Bij deze verandering in de regelgeving zijn de vrijstellingsregels met betrekking tot de prospectusplicht verruimd. Zo kan een CV aanbieder van een vastgoedfonds vrijstelling krijgen van de prospectuskeuring door de AFM wanneer de beleggers voor minimaal € 50.000 euro aan participaties dienen te kopen. Ook beleggingsfondsen met een totale ingelegde tegenwaarde van onder de € 2.500.000 euro of een aanbieding aan minder dan 100 personen zijn vrijgesteld. Van deze vrijstellingsregels wordt door de markt massaal gebruik gemaakt. Zo heeft van de 73 onderzochte aanbieders 92% bij één van hun laatste fondsen gebruik gemaakt van een vrijstellingsregel. Al die fondsen staan niet onder toezicht van de AFM. De prospectussen hoeven niet aan een minimale informatievereiste te doen waardoor de belegger niet altijd voldoende geïnformeerd wordt over de belegging. Toch stappen zij echter massaal in zonder enige bescherming vanuit de overheid. De bescherming van de consument is overigens wel een doel van de AFM en zij behalen op dat punt dus niet hun doelstelling.

Het gebrek aan transparantie van de vastgoedfondsen hangt samen met de prospectusvrijstellingen. De fondsaanbieders worden niet gemotiveerd openheid van zaken te geven waardoor het voor de beleggers lastiger is om de goede fondsen eruit te halen. De beleggers hebben geen goed beeld van de kosten die gerekend worden door de aanbieders en het aantal plus de grootte van de risico's wordt ook niet duidelijk weergegeven. Mocht een prospectus wel getoetst zijn door de AFM dan geldt dit probleem nog steeds want een AFM toetsing houdt enkel een toetsing in op het gegeven of de informatie in de prospectus staat. Er wordt niet gekeken of de informatie kwalitatief voldoende is.

De overheid stuurt aan op zelfregulering door de markt om deze problemen te ondervangen. Wanneer de theorie over zelfregulering erop wordt nageslagen blijkt dat zelfregulering in dit geval ook een effectiever middel is dan regulering door de overheid. Ook het gegeven dat de prospectusrichtlijnen vanuit Europa komen en de overheid daar niets aan kan veranderen speelt een rol.

Vanuit de markt zijn vier verschillende initiatieven gekomen om de vorming van de zelfregulering op te pakken. Vanuit de hoek van de aanbieders zijn dat de Vereniging Vastgoed Fondsen (VVF) en de Stichting Transparantie Vastgoedfondsen (STV). Vanuit de hoek van de beleggers zijn dat de Vereniging Vastgoed Participanten (VVP) en Vastgoed Belang (VB). Het zelfreguleringproces verloopt nog niet soepel en neemt veel tijd in beslag. De onderlinge taakverdeling is nog niet optimaal en er bestaan daarover verschillende visies.

Zo wordt onder andere anders gedacht over het invoeren van een keurmerk voor uitgegeven prospectussen.

Uit het onderzoek kan geconcludeerd worden dat er een basis is voor zelfregulering maar dat er nog grote stappen vooruit gezet moeten worden. Het belangrijkste is de taakverdeling van de verschillende partijen welke zicht bezig houden met de

zelfregulering. Deze taken dienen gevormd te worden rond het belangrijkste instrument voor zelfregulering, de gedragscode. De VVF zal deze gedragscode in hun statuten moeten opnemen zodat alle leden gebonden zijn aan deze code. Het is belangrijk dat alle fondsaanbieders lid worden van de VVF en niet zoals nu het geval is verdeeld zijn onder de VVF en de STV. De gedragscode dient te worden opgesteld in samenwerking met de overige partijen de STV, VVP en VB. De STV dient als volledig onafhankelijke partij, dus zonder sponsoring vanuit de fondsaanbieders, de leden van de VVF te gaan controleren of zij zich houden aan de gedragscode. De VVP en VB dienen hun fusieplannen te voltooien en door te gaan als één partij om zo efficiënter de belangen van de beleggers te verdedigen.

Inhoudsopgave

SAMENVATTING	4
1 INLEIDING	8
1.1 ALGEMEEN	8
1.2 PROBLEEMSTELLING	9
1.3 OPBOUW ONDERZOEK	9
1.4 METHODE VAN ONDERZOEK	9
1.5 LEESWIJZER	9
2 BELEGGEN IN VASTGOED	11
2.1 ALGEMEEN	11
2.2 WAAROM BELEGGEN IN VASTGOED	11
2.3 VERSCHILLENDE BELEGGINGSVORMEN	11
2.4 VERSCHILLENDE VORMEN VAN BESLOTEN VASTGOEDFONDSEN	12
2.5 NIEUWE ONDERNEMINGSVORMEN	14
3 THEORIE ZELFREGULERING	15
3.1 INTRODUCTIE ZELFREGULERING	15
3.2 MOTIEVEN ACHTER ZELFREGULERING	16
3.3 VOORWAARDEN VOOR ZELFREGULERING	17
3.4 VERSCHILLENDE VORMEN VAN ZELFREGULERING	17
3.5 INSTRUMENTEN VAN ZELFREGULERING	17
3.6 VOOR- EN NADELEN ZELFREGULERING	18
3.7 BINDING VAN DE PARTIJEN AAN DE ZELFREGULERING	18
3.8 CONCLUSIE	19
4 HUIDIGE ZELFREGULERINGSINITIATIEVEN	21
4.1 INITIATIEVEN AAN DE AANBODSZIJDE	21
4.2 INITIATIEVEN AAN DE VRAAGZIJDE	22
5 DE REGELGEVING	23
5.1 WET OP HET FINANCIËEL TOEZICHT	23
5.2 HISTORIE	23
5.2.1 DE WET TOEZICHT BELEGGINGSINSTELLINGEN	23
5.2.2 EFFECTENTYPISCH GEDRAGSTOEZICHT	24
5.2.3 DE WET TOEZICHT EFFECTENVERKEER	25
5.2.4 DE FINANCIËLE BIJSLUITER	25
5.2.5 WANNEER DE WTB OF WTE	26
5.3 REGELGEVING VANAF 2005	27
5.3.1 WIJZIGINGEN WTB 2005	27
5.3.2 DE PROSPECTUSRICHTLIJNEN	27
5.4 GEVOLGEN INVOERING WFT	30
5.5 DE VERGUNNINGSPLICHT EN DE PROSPECTUSPLICHT IN VERSCHILLENDE SITUATIES	33
5.6 CONCLUSIE	34
6 MARKTONDERZOEK	36
6.1 OPZET ONDERZOEK	36
6.2 TOETSINGSPUNTEN	36
6.3 SAMENSTELLING LIJST AANBIEDERS	36
6.4 VOORWAARDEN ONDERZOEK	36

6.5	RESULTATEN ONDERZOEK	37
6.6	CONCLUSIE	40
7	ZELFREGULERING EN DE VASTGOEDMARKT	41
7.1	PROBLEEM BESCHRIJVING	41
7.2	DE PROBLEEMCATEGORIE	41
7.3	HET MOTIEF ACHTER ZELFREGULERING	42
7.4	DE RANDVOORWAARDEN	42
7.5	DE ZELFREGULERINGVORM	42
7.6	VOORLOPIGE CONCLUSIE	43
7.7	AFWEGING OVERHEIDSREGULERING OF ZELFREGULERING	43
7.8	DE BINDING AAN ZELFREGULERING	44
7.9	CONCLUSIE	45
8	WAT ZEGT DE MARKT OVER HET ONDERWERP	46
8.1	WAAROM	46
8.2	VERTEGENWOORDIGING	46
8.3	VRAGEN	47
8.4	DE UITKOMSTEN	47
8.4.1	DE MARKT IN HET ALGEMEEN	47
8.4.2	HET TOEZICHT	47
8.4.3	HET PROSPECTUS	48
8.4.4	DE ZELFREGULERING	49
8.4.5	DE AFM	49
8.4.6	MOGELIJKE OPLOSSINGEN	50
8.5	CONCLUSIE	51
9	CONCLUSIE	52
10	AANBEVELING	53
	LITERATUURLIJST	57
BIJLAGE I	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.	
BIJLAGE II	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.	
BIJLAGE III	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.	

1 Inleiding

1.1 Algemeen

De markt voor vastgoed-CV's wordt groter en groter en er stroomt steeds meer kapitaal naar deze branche. Uit recente cijfers blijkt dat er in 2006 een totale inleg was van € 4 miljard, wat een stijging betekent van 25% ten opzichte van 2005¹. Deze stijging (800 miljoen) is verdeeld over honderd nieuwe vastgoed-CV's. Hoeveel aanbieders van vastgoed-CV's er precies zijn is onduidelijk. PropertyNL noemt er 74 echter dit aantal is ondertussen gegroeid, mede door de grote vraag die blijft bestaan bij particulieren.

Tegelijkertijd komt de branche steeds meer negatief in het nieuws. Zo was er in 2005 het rapport 'vastgoed-CV's en maatschappen: een verkennende analyse' van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Hierin werden personen uit de vastgoedwereld geciteerd met uitspraken die niets te wensen overlieten. Zo kon men lezen dat CV's de vuilnisbak van de vastgoedmarkt zijn en dat verliesleidende CV's omhooggehouden worden ten einde negatieve publiciteit te voorkomen.

Echter de AFM vermeld gelijk dat deze beweringen niet 'hard' gemaakt kunnen worden. In een volgend rapport van de AFM "De markt voor vastgoed-CV's en –maatschappen: een tussenbalans" heeft de AFM eerder gedane uitspraken over een verhoogd integriteitrisico weer teruggenomen.

Na dit rapport zijn nog vele artikelen verschenen waarin beleggers op de gevaren van vastgoed-CV's werden gewezen. Twee van de CV specifieke gevaren zijn bijvoorbeeld het lock-in risico en het spreidingsrisico. Het lock-in risico houdt in dat het geld voor een bepaalde periode vast staat en de belegger er niet over kan beschikken. Het spreidingsrisico heeft te maken met het aantal panden waarin een CV belegd. Meestal bestaat een CV uit maar enkele vastgoedobjecten waardoor het risico hoger is. Deze risico's zijn bij de professionele belegger wel bekend maar niet bij alle particuliere beleggers welke, doordat het beleggen in vastgoed-CV's goede rendementen laat zien en de CV's zich steeds meer op hen richten, vaker instappen.

Dit gebrek aan kennis bij particulieren wordt ook wel de kennisasymmetrie genoemd. Dit houdt in dat zij niet de juiste kennis hebben om te kunnen beleggen in vastgoed. Zij zijn niet goed op de hoogte van de gevaren die schuilen in een vastgoed-CV belegging. Tevens weten zij vaak niet goed hoe de markt precies in elkaar steekt. Zo kunnen zij vaak minder goed beoordelen of de exit-strategie wel reëel is, of de huurder kwalitatief goed is of dat zelfs het totale project überhaupt wel kans van slagen heeft.

Hier komt bij dat er vaak gedacht wordt dat vastgoed-CV's onder toezicht staan van de AFM. Dat is voor een deel zo, maar zeker niet voor alle vastgoed-CV's. Dit wekt vals vertrouwen op bij particulieren. Nu heeft de AFM in 2005 regelgeving veranderd om het toezicht op vastgoed-CV te verbeteren. Echter uit de markt komen er geluiden dat het toezicht niet verbeterd is maar juist minder is geworden.

Dit beeld wordt versterkt door de verschillende fraudezaken welke het afgelopen jaar aan het licht zijn gekomen. Zo is er de omvangrijke fraude van het vastgoedfonds Palm Invest waarbij er geïnvesteerd zou worden in vastgoedprojecten in Dubai. Daarnaast zijn er nog twee fraude zaken welke meerdere keren het nieuws hebben gehaald. Dat zijn Royal Dubai van de initiator Van Puijmbrouck en Golden Sun van de initiator Hooghuys & Versteeghe.

¹ Hentenaar 2007

1.2 Probleemstelling

De AFM heeft in 2005 nieuwe regelgeving ingevoerd voor beleggingsfondsen om de geconstateerde problemen op te lossen. Echter op dit moment zijn er geluiden uit de branche die melden dat deze nieuwe regelgeving de problemen niet in zijn geheel oplossen of zelfs de situatie ondoorzichtiger hebben gemaakt, er zijn dan ook verschillende initiatieven vanuit de markt om te komen tot zelfregulering in de markt voor vastgoed-CV's. Op basis hiervan is de probleemstelling:

"Wat zijn de gevolgen van AFM toezicht op de markt van vastgoed-CV's en hoe kan zelfregulering hierbij een verbeterende factor vormen?"

De subvragen die aan de orde komen in het onderzoek zijn:

- Welke soorten van vastgoed beleggingen zijn er?
- Hoe werkt zelfregulering?
- Hoe steekt de toezichtregelgeving in elkaar?
- Welke grote veranderingen in de regelgeving zijn er sinds 2005 ingevoerd?
- In hoeverre wordt er gebruik gemaakt van de geboden vrijstellingsmogelijkheden?
- Kan zelfregulering een oplossing bieden voor de problemen?
- Wat is de perceptie vanuit de markt op de problemen?

1.3 Opbouw onderzoek

Om dit onderzoek tot een goed resultaat te laten komen is er een schematische opzet gemaakt van hoe de aanbevelingen tot stand zullen komen.

Figuur 1: onderzoeksschema



1.4 Methode van onderzoek

Bij de beantwoording van de verschillende deelvragen zal er gebruik gemaakt worden van de volgende onderzoeksmethodes:

- literatuur;
- marktonderzoek;
- interviews.

De literatuur zal met name gebruikt worden om de verschillende soorten beleggingen te beschrijven, de regelgeving uit te zoeken en om het theoretische kader te onderbouwen. Het marktonderzoek zal met name bestaan uit het bestuderen van de prospectussen van de vastgoed-CV's aanbieders om onder andere uit te zoeken in hoeverre zij onder toezicht staan van de AFM. Ook zal er gekeken worden van welke vrijstellingsregels zij gebruik maken.

Interviews zullen er gehouden worden met verschillende personen uit de markt om zodoende een beeld te scheppen van wat hun visie is op de regelgeving.

1.5 Leeswijzer

Als eerste zal er in het rapport worden ingegaan op het beleggen in vastgoed en de structuur van de vastgoed-CV. Hierna zal de theorie achter zelfregulering uiteengezet worden om vervolgens kort in te gaan op de huidige zelfreguleringinitiatieven. In hoofdstuk vijf zal de wetgeving besproken worden welke van toepassing is bij het

toezicht op vastgoed-CV's. Als zesde zal het marktonderzoek besproken worden, hierbij wordt er ingegaan op het vrijstellingsgebruik van de markt. In hoofdstuk zeven wordt de zelfreguleringtheorie gekoppeld aan de markt voor vastgoed-CV's. De visie vanuit de markt wordt in hoofdstuk acht besproken, hiervoor zijn verschillende interviews gehouden. Als laatste zijn er de conclusie en de aanbevelingen.

2 Beleggen in vastgoed

2.1 Algemeen

Beleggen kan in vele verschillende soorten markten. Eén daarvan is de vastgoedmarkt. Onder beleggen in vastgoed wordt verstaan het vastleggen van vermogen in vastgoed, direct dan wel indirect, met het doel uit de exploitatie en verkoop van het vastgoed een toekomstige stroom geldelijke opbrengsten te realiseren². Het beleggen in vastgoed moet niet verward worden met het investeren in vastgoed waarbij het vastgoed gebruikt wordt als productiemiddel.

Er zijn verschillende soorten vastgoed te onderscheiden in de markt. Zo zijn er kantoren, winkels, bedrijven, woningen maar ook scholen en hotels. In al deze verschillende deelmarkten kan er belegd worden en ze hebben allemaal hun eigen karakteristieke eigenschappen.

2.2 Waarom beleggen in vastgoed

Het beleggen in vastgoed heeft andere karakteristieken dan het beleggen in aandelen of obligaties. Het is daarom een aantrekkelijke aanvulling op de beleggingsportefeuille. De voordelen van beleggen in vastgoed zijn³:

- een vrij stabiele stroom van inkomsten gedurende een lange periode;
- een aantrekkelijk rendement op de lange termijn bij een beperkt risico;
- een betere spreiding in de portefeuille en een lager portefeuillerisico;
- een redelijke bescherming tegen inflatie.

Natuurlijk zijn er ook nadelen aan het beleggen in vastgoed. De belangrijkste nadelen zijn⁴:

- vastgoed is zeer kennis- en managementintensief;
- hoge eenheidsprijzen;
- relatief hoge transactiekosten;
- vastgoed is illiquide.

Bij het beleggen in vastgoed kunnen de nadelen worden teruggebracht door grotere bedragen te beleggen. Op die manier kan er goed gespreid worden en zal het management apparaat haar kosten per belegging laag kunnen houden.

2.3 Verschillende beleggingsvormen

Er zijn verschillende beleggingsvormen waaruit een belegger kan kiezen bij het beleggen van zijn vermogen in vastgoed. De eerste keuze die hij dient te maken is of hij direct in vastgoed of indirect in vastgoed wil beleggen. Het direct beleggen in vastgoed houdt in dat hij direct belegt in stenen. Met andere woorden, een belegger koopt zelf een woning of een winkelpand als belegging. Dit vergt vaak grote bedragen en daardoor is er een zeer groot vermogen nodig om bij deze vorm aan risico spreiding te kunnen doen. Ook het beheer vergt specialisme en kost, vooral wanneer er maar een enkel pand in de portefeuille zit, naar verhouding veel geld.

De andere keuze, indirect beleggen, houdt in dat de belegger geld belegt in een fonds. De beheerder van het fonds belegt dit vermogen samen met het belegde vermogen van andere beleggers vervolgens meestal in direct vastgoed, echter het kan ook in andere indirecte fondsen worden belegd. Op deze wijze heeft de belegger een minder groot vermogen nodig om te kunnen beleggen in vastgoed.

² Van Gool, 2001, p 20

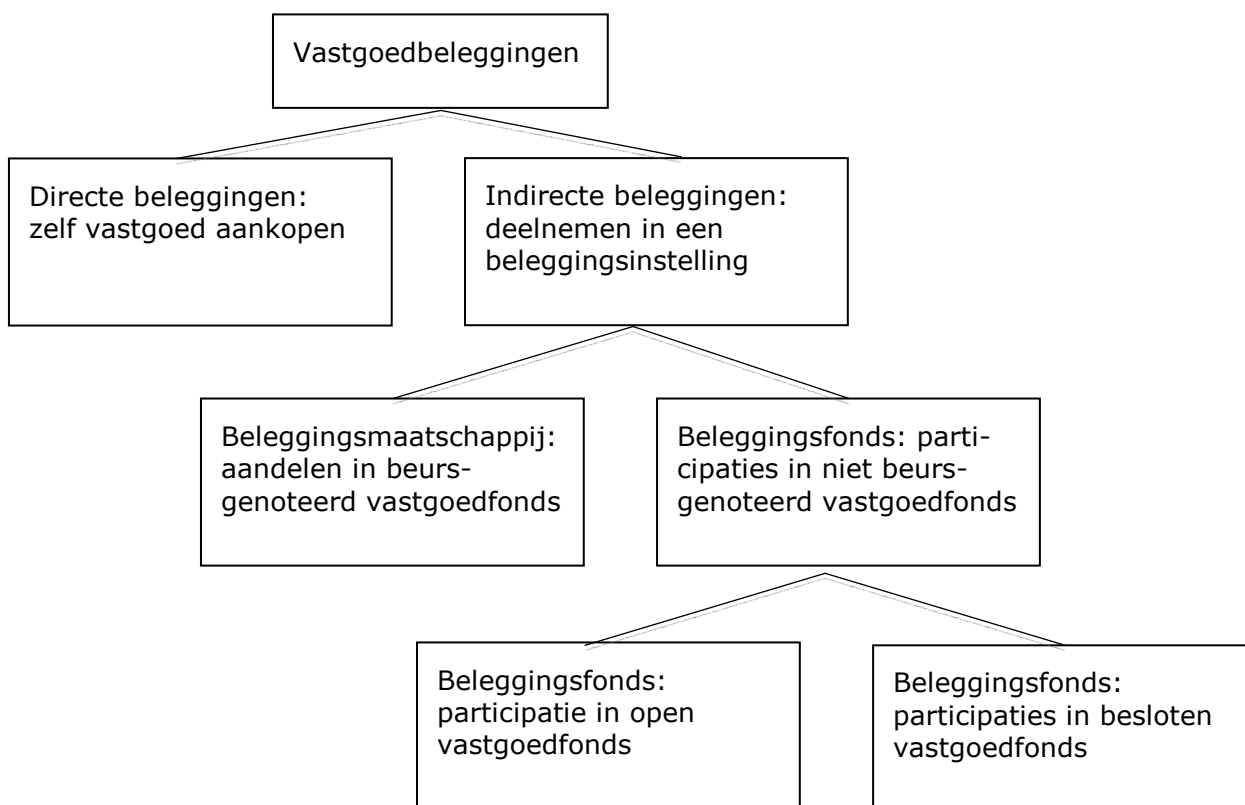
³ Van Gool, 2001, p 40

⁴ Van Gool, 2001, p 41

Bij indirect beleggen komt de belegger voor de keuze te staan om te beleggen in een beurs- dan wel een niet-beursgenoteerd vastgoedfonds. Bij een beursgenoteerd vastgoedfonds is de drempelwaarde om te beleggen in vastgoed laag omdat het minimale beleggingsbedrag laag is. Een specifieke eigenschap welke speelt bij deze fondsen is het beurs sentiment. Bij beursgenoteerd vastgoed kan wanneer er een negatief beurs sentiment is de koers zakken terwijl het onderliggen vastgoed stijgt in waarde. Bij niet-beursgenoteerd vastgoed zijn de waardes van de participatie vaak hoger dan bij beursgenoteerd vastgoed waardoor de toetredingsdrempel hoger is. Het beurs sentiment speelt bij deze belegging geen rol.

Wanneer de keuze gemaakt wordt voor niet-beursgenoteerd vastgoed zal de belegger nog een beslissing dienen te nemen of hij wil beleggen in een open vastgoedfonds of een besloten vastgoedfonds. Een open vastgoedfonds wordt ook wel een open-end fonds genoemd en hieraan zit een open einde. De belegger kan toetreden en uittreden wanneer hij wil. Bij een besloten vastgoedfonds, ook wel closed-end fonds genoemd, kan er niet tussentijds uitgetreden worden. De belegging staat vast voor de looptijd van het fonds, meestal tussen de 7 en 10 jaar. Bij deze laatste categorie fondsen spelen voornamelijk de problemen die in de inleiding kort zijn besproken.

Figuur 2: verschillende vormen van vastgoedbeleggingen



Bron: Sala, 2004, p 11

2.4 Verschillende vormen van besloten vastgoedfondsen

Bij besloten vastgoedfondsen zijn verschillende ondernemingsvormen mogelijk, namelijk de maatschap, de commanditaire vennootschappen (CV) en de besloten vennootschap (BV). Hier zullen de belangrijkste kenmerken van de verschillende ondernemingsvormen worden besproken.

De maatschap

De maatschap is een overeenkomst tussen twee of meer personen of rechtspersonen die arbeid en /of kapitaal inbrengen, om daarmee in onderlinge samenwerking voordeel te behalen⁵. Een belangrijk kenmerk van de maatschap is dat alle maten voor hetzelfde deel aansprakelijk zijn. Het is echter mogelijk om daarover onderlinge afspraken te maken.

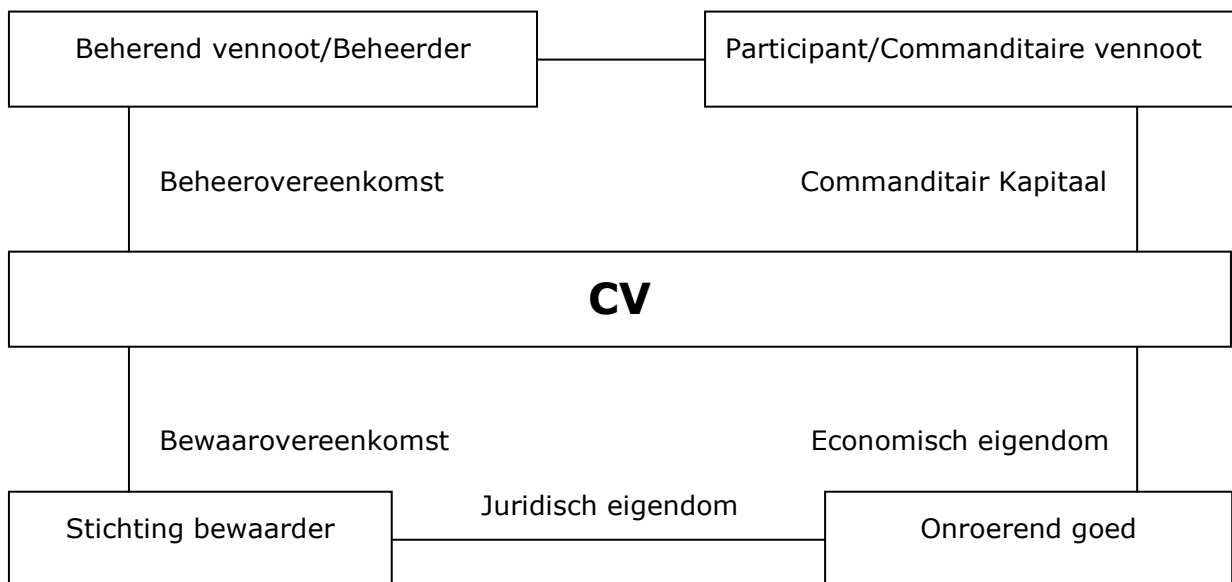
De commanditaire vennootschap

De commanditaire vennootschap, afgekort de CV, is veruit de meest populaire beleggingsvorm voor indirect niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen. Het is vergelijkbaar met de maatschap echter zijn er twee verschillende soorten vennoten, namelijk de beherende vennoot en de commanditaire of stille vennoot. De beherende vennoot is hoofdelijk aansprakelijk. De commanditaire vennoten zijn enkel aansprakelijk voor het bedrag dat zij hebben ingelegd. Echter wanneer een vennoot zich met de gang van zaken gaat bemoeien of bijvoorbeeld naar buiten treedt namens de CV dan is hij niet meer commanditair en ook hoofdelijk aansprakelijk.

De twee soorten vennoten vormen samen de CV. De rol van de commanditaire vennoten is dat zij zorgen voor de inbreng van het vermogen. De rol van de beherende vennoot is het verzorgen van de exploitatie van het vastgoed en de CV-administratie. De commanditaire vennoten hebben hier vaak geen verstand van en daarom huren ze de beherende vennoot in. De beherende vennoot is overigens vaak de initiatiefnemer van het fonds. Volgens de wet dient het juridische eigendom van het onroerend goed ondergebracht worden in een afzonderlijke rechtspersoon: de bewaarder. Het economische eigendom behoort de CV toe zodat het financieel resultaat aan de participanten van de CV toekomt⁶.

De juridische structuur van een CV ziet er als volgt uit:

Figuur 3: juridische structuur



Bron: *beleggen in vastgoed*, 2007, p 91

De besloten vennootschap

De vorm van vastgoedbelegging die wordt aangeboden in de besloten vennootschap vorm is vaak de aanbieding van vastgoedobligaties. Deze vorm van vastgoedbelegging wordt de laatste jaren steeds vaker aangeboden. Het grootste verschil met de aanbieding van participaties in CV's is dat er een vast rendement is op de belegging. Echter betekent

⁵ Van Gool, 2001, p 148

⁶ Van Boo, 2007, p 91

dit dat het rendement uit de exploitatie en de eventuele verkoopwinst nooit hoger zal zijn dan het geprognosticeerde vaste rendement. Een belegger heeft dus maar beperkt recht op de eventuele upside potential van de belegging, maar deelt volledig mee in de downside potential⁷. De looptijd bij deze vorm van beleggingen is net als bij de CV's vaak rond de 7 jaar. Een belangrijk verschil met andere soorten van obligatie aanbiedingen is dat bij vastgoedobligaties het ingelegde vermogen niet beschouwd wordt als vreemd vermogen, zoals gebruikelijk is, maar als eigen vermogen.

2.5 Nieuwe ondernemingsvormen

Vermoedelijk wordt begin 2009 de nieuwe Wet Persoonsvennootschappen van kracht. Dit heeft gevolgen voor de Maatschap en CV zoals we die nu kennen. Deze twee ondernemingsvormen komen, samen met de Vennootschap onder Firma, te vervallen. In de plaats komen een vijftal andere ondernemingsvormen namelijk de:

- openbare vennootschap zonder rechtspersoonlijkheid (OV);
- openbare vennootschap met rechtspersoonlijkheid (OVR);
- openbare vennootschap met commanditaire vennoot (OVC);
- openbare vennootschap met rechtspersoonlijkheid en met commanditaire vennoot (CVR);
- stille vennoot (SV)

Voor aanbieders van vastgoedfondsen zullen de OVC en de CVR vormen gebruikt kunnen worden. Het verschil tussen de twee vormen is de rechtspersoonlijkheid van de CVR. Dit heeft consequenties voor de overdrachtsbelasting. Bij de OVC wordt de aankoop van participaties aangemerkt als de verkrijging het economische eigendom van het onderliggende vastgoed, bij de CVR gebeurt dit niet. Zodoende zal bij een OVC de participant in eerste instantie overdrachtsbelasting verschuldigd zijn en bij een CVR niet. Of er overdrachtsbelasting verschuldigd is heeft ook te maken met het percentage participaties dat een participant bezit, zie daarvoor tabel 1.

Tabel 1: overdrachtsbelasting bij de OVC en de CVR

Belang	Zonder rechtspersoonlijkheid	Met rechtspersoonlijkheid
< 5 procent	Heffing, tenzij uitzondering*	Geen heffing
≥ 5 procent - < 1/3 deel	Heffing	Geen heffing
≥ 1/3 deel	Heffing	Heffing, mits sprake van vastgoedlichaam

Bron: Rozendal, p14

* aan de volgende twee voorwaarden dient te worden voldaan:

- het vastgoedfonds wordt aangemerkt als een beleggingsfonds
- de participaties zijn vrij verhandelbaar

Het beleggen in vastgoed kan op vele verschillende manieren. Voor de kleinere belegger blijft, met het oog op spreiding, enkel het indirect beleggen over. Deze beleggingen worden met name in de CV vorm aangeboden, waarbij het geld voor de periode dat de CV loopt vast staat. Zoals er in de inleiding al is aangegeven spelen er in de vastgoed-CV markt verschillende problemen en stuurt de overheid aan op zelfregulering. Van de zelfregulering zal in het volgende hoofdstuk de theorie worden besproken. Aan de hand hiervan kan bekeken worden of zelfregulering het juiste middel kan zijn om de problemen op te lossen.

⁷ Van Diem, 2006, p 15

3 Theorie zelfregulering

De problemen die voortkomen uit het gebrekkige toezicht van de AFM op vastgoed-CV kunnen op twee manieren opgelost worden. De eerste mogelijkheid is de wet aanpassen. De tweede mogelijkheid is het stimuleren van zelfregulering. De vraag die bij de tweede mogelijkheid gesteld dient te worden is of zelfregulering wel het juiste middel is om de problemen op te lossen. Om hier een antwoord op te kunnen geven zal in dit hoofdstuk de theorie achter zelfregulering uiteengezet worden, want wat is nu precies zelfregulering, wat is het motief achter zelfregulering, welke vormen van zelfregulering zijn er, wat zijn precies alle voordelen en nadelen en is het mogelijk om alle partijen te binden aan zelfregulering?

3.1 Introductie zelfregulering

Zelfregulering kan op vele verschillende manieren worden uitgelegd en dat heeft alles te maken met hoe breed de term wordt opgevat. Men kan bijvoorbeeld het afsluiten van een contract tussen twee partijen al zien als zelfregulering, aangezien het contract het regelend recht van het Burgerlijk Wetboek (BW) vervangt⁸. Giessen vindt deze uitleg van zelfregulering te breed en stelt daarbij dat hier het algemeenheidskenmerk van regulering, en ook van zelfregulering, ontbreekt⁹.

Giessen komt uiteindelijk tot nagenoeg dezelfde definitie als Baarsma¹⁰ namelijk: *Zelfregulering houdt in dat maatschappelijke partijen in bepaalde mate zelf verantwoordelijkheid nemen voor het opstellen en/of uitvoeren en/of handhaven van de regels, indien nodig binnen een wettelijk kader.*¹¹

Het laatste zinsdeel 'indien nodig binnen een wettelijk kader' heeft Giessen toegevoegd ten opzichte van de definitie van Baarsma om zo de eventuele inbreng van de rechter mee te nemen.

Regulering door de overheid is er om problemen te voorkomen of op te lossen, zelfregulering dient daar dus ook voor. De problemen waar regulering een oplossing voor kan zijn kunnen verdeeld worden in twee categorieën, namelijk marktfalen en politieke overwegingen. Deze categorieën kunnen onderling weer onderverdeeld worden.

Tabel 2: soorten problemen

Marktfalen	Politieke overwegingen
<ul style="list-style-type: none">• Gebrek aan concurrentie• Informatieasymmetrie• Externe effecten• Publieke goederen	<ul style="list-style-type: none">• Ongelijke welvaartsverdeling• Paternalistische motieven• Onevenwichtigheid

Bron: *Zelf doen? Inventarisatiestudie van zelfreguleringinstrumenten*, p 8

Voor de niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingsmarkt is vooral het probleem van informatieasymmetrie van belang.

⁸ Giessen, 2007, p76

⁹ Giessen, 2007, p76

¹⁰ Baarsma, 2003, p13

¹¹ Giessen, 2007, p77, Giessen gebruikt in zijn definitie de term alternatieve regelgeving ipv zelfregulering echter deze dienen als synoniem

Informatieasymmetrie

Een marktfalen dat van toepassing is op de niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingsmarkt is informatieasymmetrie. De consumenten hebben vaak moeite om de vastgoedmarkt te begrijpen en dus ook om alle informatie welke wordt gegeven over de beleggingen. Ook blijkt uit de prospectussen vaak niet welke diensten de aanbieder allemaal geeft en wat de kosten daarvan zijn. Door deze ondoorzichtigheid kunnen de consumenten geen goede beoordeling maken en is er voor de aanbieders geen reden om zich in kwaliteit te onderscheiden van hun concurrenten. De informatie die gegeven wordt door de aanbieders is vaak onvoldoende en ondoorzichtig waardoor de consumenten geen goed beeld kunnen scheppen van de belegging. Ook is het lastig voor hen om te beoordelen of een aanbieder betrouwbaar is.

3.2 Motieven achter zelfregulering

Zelfregulering heeft zoals net beschreven hetzelfde doel als reguliere regelgeving, namelijk het oplossen of voorkomen van problemen. Zelfregulering is dus een alternatief voor overheidsregulering. De vraag die dan opdoemt is wanneer er gebruik gemaakt zal worden van zelfregulering, het kan tenslotte ook via overheidsregulering. Het komt mede doordat de overheid zelfregulering stimuleert. De overheid zet druk op de maatschappelijke ondernemingen om tot zelfregulering te komen door te dreigen met strenge overheidsreguleringen. De zelfregulering wordt afgedwongen. Het initiatief kan ook eerder al ontstaan uit de markt om te anticiperen op mogelijke strenge regelgeving. De branche kan ook uit eigen beweging tot zelfregulering overgaan wanneer zij vinden dat meer regelgeving gewenst is maar de overheid daar het nut (nog) niet van inziet.

Tabel 3: motieven achter zelfregulering

- Zelfregulering: in situaties waar in afwezigheid van zelfregulering overheidsregulering noodzakelijk zou zijn omdat er sprake is van marktfalen of politieke motieven.
- Zelfregulering: in situaties waar qua type probleem overheidsregulering aan de orde is (marktfalen of politieke motieven), maar dat overheidsregulering toch niet te verwachten is omdat:
 - de ernst van het probleem overheidsregulering niet rechtvaardigt, of
 - de ruimte om te reguleren voor de overheid beperkt is omdat er grondrechten in het geding zijn die de burgers (in mindere of meerdere mate) tegen overheidsinmenging beschermen, of
 - de kennis die nodig is voor regulering bij de overheid ontbreekt (m.n. in complexe en/of zeer dynamische sectoren).
- Zelfregulering op eigen initiatief, ter aanvulling op overheidsregels, om transactiekosten van het economische verkeer te verlagen.

Bron: Baarsma, 2003, p 15

Samenhangend met deze motieven voor zelfregulering hanteert het ministerie van economische zaken een drietal beschermingsniveau van consumentenbelangen¹². Het eerste niveau heeft betrekking op de gezondheid en veiligheid. Hier zal de overheid altijd regulerend optreden, eventueel is zelfregulering een optie. Het tweede niveau zorgt dat wanneer de consument optreedt als marktpartij zijn economische belangen beschermd worden. De overheid vindt dat de marktpartijen op dit niveau de verantwoordelijkheid van regulering op zich moeten nemen. Wanneer dit achterwege blijft zal de overheid alsnog ingrijpen. Bij het derde niveau laat de overheid alles over aan de zelfregulering omdat het hier gaat om bijvoorbeeld individuele klachten en

¹² Ministerie van Economische zaken, 1985

geschillen. De Sociaal Economische Raad (SER) betwijfelt of in de praktijk een eerste en tweede beschermingsniveau onderscheiden kunnen worden en of er bij het derde niveau wel gesproken kan worden over een beschermingsniveau, aangezien de overheid daar geen verantwoordelijkheid aanvaardt¹³.

Motieven voor de branche

Er zijn ook enkele motieven om tot zelfregulering te komen welke vanuit de branche komen.

Eén van de belangrijkste motieven voor zelfregulering vanuit de branche zelf is het imago. Een negatief imago zal voor een branche economische nadelen geven wat ervoor zorgt dat de marktpartijen gaan nadenken over imagoverbetering en daar is zelfregulering een middel voor. Wanneer door middel van zelfregulering kwaliteitsafspraken worden gemaakt zal het vertrouwen bij de consument weer toenemen, waardoor zij weer meer zullen besteden in de specifieke branche.

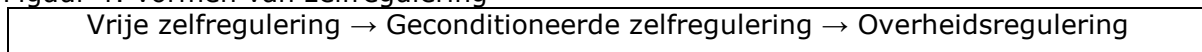
3.3 Voorwaarden voor zelfregulering

Baarsma stelt dat er aan drie randvoorwaarden voldaan dient te worden door de branche om succesvol zelfregulering uit te kunnen voeren¹⁴. Als eerste dient er een bepaald niveau van kennis aanwezig te zijn. Deze kennis zal betrekking moeten hebben op het kunnen opzetten van regulering en het implementeren ervan. Als tweede stelt ze dat er draagvlak moet zijn binnen de sector. De individuele ondernemingen moeten het wel willen dat er zelfregulering plaats vindt. Als derde zal de organisatiegraad in de branche voldoende hoog moeten zijn. Dit maakt het makkelijker voor de brancheorganisatie om regulering en handhaving voor elkaar te krijgen.

3.4 Verschillende vormen van zelfregulering

Er zijn drie verschillende vormen van (zelf)regulering en dat heeft te maken met de invloed welke de overheid uitoefent¹⁵. De eerste vorm is vrije zelfregulering, hierbij laat de overheid de markt helemaal vrij in zijn doen en laten. De tweede vorm is geconditioneerde zelfregulering. Hierbij stelt de overheid bepaalde eisen aan de zelfregulering en zullen ze de zelfregulering bewust toestaan of stimuleren, zodat ze het middel zelfregulering kunnen gebruiken om hun doel te bereiken. De laatste vorm waarin de invloed van de overheid het grootst is kan eigenlijk geen zelfregulering genoemd worden maar is overheidsregulering.

Figuur 4: vormen van zelfregulering



Bron: Baarsma, 2003, p 52

Deze vormen van zelfregulering kunnen op twee manieren plaatsvinden namelijk eenzijdig en tweezijdig¹⁶. Eenzijdig houdt in dat alleen de aanbodkant van de markt de zelfregulering opstelt. Bij tweezijdige zelfregulering houden meerder partijen zich bezig met de zelfregulering.

3.5 Instrumenten van zelfregulering

Er zijn vele verschillende soorten instrumenten te gebruiken om zelfregulering toe te passen. Baarsma heeft deze onderverdeeld in vijf categorieën, namelijk: technisch gerichte instrumenten, gedragsgerichte instrumenten, informerende instrumenten, contractuele instrumenten en geschilbeslechtende instrumenten. Onder deze categorieën vallen bijvoorbeeld een keurmerk, een standaardregeling of een arbitrage. Voor de verschillende soorten problemen kan een specifiek pakket van instrumenten worden ingezet om een zo effectief mogelijke zelfregulering op te zetten.

¹³ Baarsma, 2003, p 15

¹⁴ Baarsma, 2003, p 50 en 51

¹⁵ Baarsma, 2003, p 52

¹⁶ Van Driel, 1989, p 12

3.6 Voor- en nadelen zelfregulering

De overheid zal niet per definitie altijd gelijk voor zelfregulering kiezen ten opzichte van overheidsregulering. Het moet uiteindelijk wel de moeite waard zijn om voor zelfregulering te kiezen. Hetzelfde geldt voor de marktpartijen zij zullen alleen aan zelfregulering beginnen wanneer zij daar voldoende voordelen bij hebben. Naar de volgende voor- en nadelen van zelfregulering zal vooral gekeken worden:

Tabel 4: Voor- en nadelen zelfregulering

Voordelen	Nadelen
<ul style="list-style-type: none">• informatievoorsprong bij marktpartijen• transactiekosten regulering lager bij marktpartijen• betere aansluiting op handelsperspectief• flexibiliteit, regels kunnen sneller en soepeler vastgesteld of gewijzigd worden• verlichting overbelast overheidsapparaat• betrokkenheid van samenleving• geschikt waar overheid liever niet reguleert omdat fundamentele rechten in geding zijn	<ul style="list-style-type: none">• gevaar voor misbruik van informatievoorsprong• transactiekosten voor derden en/of kostenafwenteling consument• gevaar voor 'eenrichtingsverkeer'• gevaar voor concurrentiebeperking• beperkte afdwingbaarheid van regels• gevaar voor lobbygroepen (ook bij reguliere wetgeving)• path dependence, marktpartijen slaan bepaalde richting in met zelfregulering, wanneer overheid de regulering wil aanscherpen is het afhankelijk van deze richting

Bron: Baarsma, 2003, p 21

3.7 Binding van de partijen aan de zelfregulering

Een belangrijk punt bij zelfregulering is de binding aan de regelgeving van de verschillende onderneming waarvoor de regulering is opgesteld. Wanneer zij zich niet binden aan de regelgeving dan zal de poging tot zelfregulering niet slagen. Wagemans¹⁷ omschrijft het als: "het succes van zelfregulering staat of valt met de effectiviteit van de handhaving van de gestelde regels. Het maatschappelijke effect van zelfregulering zal dus niet minder mogen zijn dan die van de publiekrechtelijke regulering, waarvoor zij een vervanging vormt." Om ervoor te zorgen dat de marktpartijen zich binden aan de zelfregulering zijn er drie manieren, namelijk: binding via de wet, binding via consensus en binding via open normen in het Burgerlijk Wetboek¹⁸.

Binding via de wet

Binding via de wet kan op twee verschillende manieren gebeuren namelijk vooraf en achteraf. Bij de binding vooraf neemt de overheid in de wet een bepaling op waarin staat dat er nadere specifieke regels voor een bepaalde branche opgesteld kunnen worden. Deze regels kunnen dan door de marktpartijen / branchevereniging opgesteld worden en gewijzigd worden. Bij het achteraf opnemen in de wet wordt er eerst regelgeving gemaakt door de marktpartijen / branchevereniging waarna de wetgever in de wet een bepaling opneemt dat nadere regels opgesteld kunnen worden door middel van een Algemene Maatregel van Bestuur (AMvB) of dat er door middel van een AMvB gewezen kan worden naar een gedragscode (welke opgericht is vanuit de markt).

Binding via consensus

De binding welke via consensus bereikt kan worden komt voor uit het verenigingsrecht. Daarin staat dat wanneer een marktpartij lid wordt van een vereniging hij zich dient te houden aan de statuten of de reglementen van die vereniging. Hij gaat dus een verplichting aan. De consensus ontstaat wanneer een meerderheid van de leden goedkeuring geven aan de regelgeving. De minderheid van de leden zullen zich aan deze

¹⁷ Wagemans 2002, p 71

¹⁸ Giessen, 2007, p 60 e.v.

regelgeving moeten committeren. Wanneer een marktpartij niet lid is van de vereniging dan zal hij zich niet aan deze regels hoeven te houden.

Binding via open normen in het Burgerlijk Wetboek

De laatste vorm van binding is via de open normen in het BW. Bij de invulling van die open normen, gekenmerkt door termen als 'naar de maatstaven van redelijkheid en billijkheid', 'naar billijkheid', 'de in het verkeer geldende opvattingen' of 'naar hetgeen in het maatschappelijk verkeer betaamt', wordt door de rechter gelet op hetgeen art 3:12 BW uitdraagt, namelijk dat rekening moet worden gehouden met de in Nederland levende rechtsovertuigingen¹⁹. Hier zal de rechter dus beslissen in hoe verre de zelfregulering bindend is op partijen welke zich niet vrijwillig eraan hebben gecommitteerd.

Naast deze rechtsovertuiging kan ook gebruik gemaakt worden van het gewoonterecht. Giessen zegt hierover dat een gewoonte binnen een kring van personen een bron kan zijn van rechtsregels. Zelfregulering kan wellicht zelfs eerder als gewoonte aangeduid worden dan als rechtsovertuiging. Verder geeft hij aan dat de kern van het één en ander is dat het zowel bij de gewoonte als bij de rechtsovertuigingen gaat om de normatieve verwachting die bij de betrokkenen bestaat ten aanzien van bepaald gedrag. En dat is precies wat ook door zelfregulering geschapen wordt: een normatieve verwachting binnen een bepaalde kring van personen. Men zou kunnen zeggen dat zelfregulering een vorm van gewoonterecht in wording is en voordien als rechtsovertuiging kan functioneren²⁰.

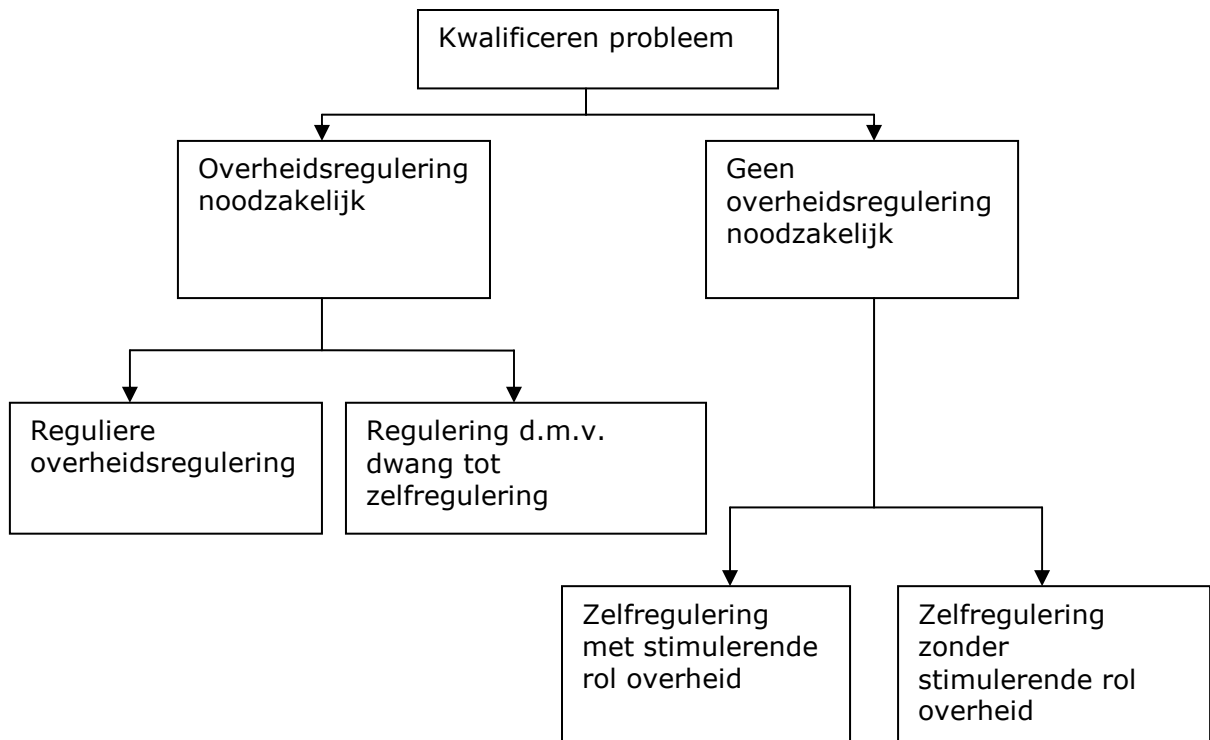
3.8 Conclusie

Op basis van de hierboven beschreven theorie kan er bepaald worden of zelfregulering het juiste middel is om een probleem op te lossen. Als eerste zal het probleem gekwalificeerd moeten worden door de overheid of de marktpartijen. Daarna kan er bepaald worden in hoeverre de overheid verantwoordelijk is om met regulering te komen. Is er de noodzaak voor de overheid dan zal het regulerend optreden eventueel door de markt te dwingen zelfregulerend op te treden. Hiervoor zal een analyse gemaakt moeten worden tussen overheidsregulering en zelfregulering en wat voor dat probleem het meest effectieve middel zal zijn. In de tweede situatie zal de overheid niet de verantwoordelijkheid op zich nemen maar deze bij de markt neerleggen zodat zij overgaan tot zelfregulering. Bij deze zelfregulering kan de overheid een stimulerende rol op zich nemen. De vraag zal hier echter opspelen of alle marktpartijen zich tot de zelfregulering zullen committeren, wat belangrijk is voor een succesvol verloop.

¹⁹ Giessen, 2007, p 68

²⁰ Giessen 2007, p 70 en 71

Figuur 5: keuzeschema regulering



In dit hoofdstuk is de theorie behandeld welke als basis dient voor de keuze tussen regulering door de overheid en zelfregulering. Hierbij is onder andere gekeken naar de verschillende voor- en nadelen van zelfregulering. Aan de hand van deze voor- en nadelen kan bepaald worden of er zelfregulering dient plaats te vinden. Dit zal worden behandeld in hoofdstuk 7. In het volgende hoofdstuk zal er eerst ingegaan worden op de huidige zelfreguleringinitiatieven om daarna in te gaan op de problemen die spelen in de markt.

4 Huidige zelfreguleringsinitiatieven

Op dit moment zijn er vier verschillende partijen welke initiatieven ontplooiën met betrekking tot zelfregulering in de markt voor vastgoed-CV's. Twee initiatieven komen voort vanuit de aanbiederskant. De andere twee initiatieven komen voort vanuit de vraagzijde.

4.1 Initiatieven aan de aanbodszijde

Vereniging vastgoed fondsen

De vereniging vastgoed fondsen (VVF) is de branchevereniging voor de aanbieders van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen die zich voornamelijk op particuliere beleggers richten. De VVF komt voort vanuit de Vereniging van Aanbieders van Besloten Vastgoedbeleggingen (VAB). De doelstellingen die de VVF zichzelf gesteld heeft zijn de volgende²¹:

- het versterken van het vertrouwen van het beleggende publiek in niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingsproducten;
- het formuleren van kwaliteitsvoorwaarden ten aanzien van organisatie, producten alsmede deskundigheid en integriteit van bij leden werkzame personen;
- het voeren van overleg met wetgevende en toezichthoudende instanties;
- het onderhouden en bevorderen van communicatie met andere marktpartijen;
- het verstrekken van adviezen, het nemen van maatregelen en waar mogelijk anticiperend handelen op voor de leden relevante fiscale, financiële en andere maatschappelijke ontwikkelingen.

Om deze doelstelling te realiseren heeft de vereniging onder andere een gedragscode, inclusief prospectusrichtlijnen, opgesteld waar alle leden zich aan dienen te committeren.

Stichting transparantie vastgoedfondsen

De Stichting Transparantie Vastgoedfondsen (STV) is opgericht halverwege 2006. Hun doel is om een concrete bijdrage te leveren aan de gewenste zelfregulering van beleggingsproposities van niet-beursgenoteerde 'closed-end' beleggingsinstellingen in onroerend goed. Om dit doel te realiseren hebben ze de volgende randvoorwaarden opgesteld²²:

- zelfregulering getuigt van het inzicht dat de bedrijfstak een eigen verantwoordelijkheid draagt in het borgen van het vertrouwen bij een belegger;
- het bevorderen van een goede werking van de markt is een zaak van alle (aanbod en vraag) stakeholders. Het is nadrukkelijk een gezamenlijk belang;
- de fondsaanbieder is ten allen tijde verantwoordelijk voor het verstrekken van voldoende en betrouwbare informatie in een prospectus, zodat een belegger een weloverwogen investeringsbeslissing kan nemen;
- door de STV zijn standaarden ontwikkeld voor de informatieverstrekking in een prospectus van een fondsaanbieder. Fondsaanbieders die zich conformeren aan de gedragscode van de STV, zullen deze standaarden toepassen in hun informatieverstrekking;
- de belegger houdt een eigen verantwoordelijkheid voor zijn/haar beleggingsbeslissing. Vaak vereist het beleggen in onroerend goed specifieke kennis. De belegger doet er verstandig aan daarvoor onafhankelijk en professioneel advies in te winnen;
- de STV biedt geen garanties op de juistheid van het cijfermateriaal in een

²¹ www.verenigingvastgoedfondsen.nl

²² www.stichtingtransparantievastgoedfondsen.nl

prospectus en de kwaliteit van de beleggingspropositie of van het onderliggende onroerend goed. Indien een prospectus door de STV is getoetst (zie "Register" op hun website), weet de belegger dat de informatieverstrekking voldoet aan de standaarden van de STV.

4.2 Initiatieven aan de vraagzijde

Vereniging vastgoed participanten

De Vereniging Vastgoed Participanten (VVP) is opgericht begin 2006 en is een non profit-organisatie die zich tot doel stelt de belangen te behartigen van alle beleggers die in collectieve vastgoedconstructies participeren. Zij doen dit door nieuwe aanbiedingen in de markt kritisch te toetsen op redelijkheid en doorzichtigheid. Dit doel wordt ondermeer bereikt door²³:

- nieuwe fondsaanbiedingen in de CV-markt kritisch te toetsen op redelijkheid en transparantie en lopende beleggingsvehikels, op verzoek van beleggers, tot en met het exitscenario te volgen;
- de bevindingen en adviezen van de VVP beschikbaar te stellen aan haar leden, teneinde hen te steunen bij hun besluitvorming en eventuele conflicten;
- de leden enkele additionele diensten te bieden, zoals een online helpdesk voor specifieke vragen.

Om de leden en overige belangstellende te informeren over de betrouwbaarheid van de verschillende fondsaanbieders stelt de vereniging regelmatig een witte lijst, een zwarte lijst en een watchlist op.

Vastgoed belang

De vereniging vastgoed belang (VB) is een vereniging van particuliere beleggers in vastgoed. Ze treden op als belangenbehartiger en als netwerkorganisatie. VB is voortgekomen uit verschillende fusies van verenigingen van huis-en grondeigenaren en bestaat sinds 1998 in haar huidige vorm. De VB stelt zich ten doel de behartiging van de belangen van de eigenaren van en beleggers in vastgoed, voor zover dit betreft het vastgoed in het algemeen en het vastgoed van de leden in het bijzonder. Iedereen die eigenaar of verhuurder van vastgoed is of in vastgoed belegd kan in beginsel lid worden van de VB²⁴.

De VB houdt zich bezig op het gebied van de zelfregulering bij vastgoed-CV's omdat veel van haar leden vastgoed-CV's gebruiken als beleggingsvehikel.

Er zijn vier verschillende partijen actief bij de zelfregulering van de markt voor vastgoed-CV's. Al de partijen hebben hetzelfde doel maar denken anders over de manier hoe dat doel het beste bereikt kan worden. Dit zal nader uitgewerkt worden in hoofdstuk 8 waarin de gehouden interviews met de betrokken partijen uitgewerkt zullen worden. Eerst zal er ingegaan worden op de regelgeving welke van toepassing is op vastgoed-CV's en worden de problemen die daaruit voortkomen behandeld.

²³ Van Diem, 2006, p 45

²⁴ Van Diem, 2006, p 47

5 De regelgeving

In dit hoofdstuk zal de regelgeving en zijn historie welke van toepassing is op vastgoed-CV worden besproken. Als eerste zal de Wet op het financieel toezicht worden besproken. Daarna zal er ingegaan worden op de historie van de wet om zodoende de Wet op het financieel toezicht beter te begrijpen. Dit houdt in een toelichting op zijn voorgangers de Wet toezicht beleggingsinstellingen en de Wet toezicht effecteninstellingen. Vervolgens zal besproken worden wanneer een CV onder één van deze wetten viel. Daarna zullen de wijzigingen in die regelgeving besproken worden die zijn ingevoerd in 2005. Deze gewijzigde regelgeving is bijna in zijn geheel overgenomen in de Wet op het financieel toezicht. Als laatste zal er teruggekomen worden op de Wet op het financieel toezicht om de belangrijkste veranderingen aan te geven. Aangezien de regelgeving te uitgebreid is om volledig te bespreken zullen alleen de belangrijkste punten aan bod komen.

5.1 Wet op het financieel toezicht

Op 1 januari 2007 is de Wet op het financieel toezicht (Wft) ingevoerd. Deze wet bestaat uit nagenoeg alle regels en voorschriften voor de financiële markten en het toezicht daarop. De negen wetten die zijn opgegaan in de Wft zijn: Wet kredietwezen 1992, Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993, Wet toezicht effectenverkeer 1995, Wet toezicht beleggingsinstellingen, Wet toezicht natura-uitvaartverzekeringsbedrijf, Wet melding zeggenschap, Wet op het consumentenkrediet, Wet assurantiebemiddelingsbedrijf en de Wet financiële dienstverlening.

Het doel van deze samensmelting van wetten is de wetgeving voor de financiële markten doelgerichter, marktgerichter en inzichtelijker te maken. Verder zijn de administratieve lasten voor het bedrijfsleven verminderd en zijn de regels waaraan financiële instellingen dienen te voldoen vereenvoudigd. Ook worden de taken van De Nederlandse Bank (DNB) (prudentieel toezicht) en de AFM (gedragstoezicht) zodanig gescheiden dat er geen overlap is²⁵.

Onder Gedragstoezicht moet men denken aan toezicht op transparantie van de ondernemingen of bijvoorbeeld de zorgplicht. Enkele regels waaraan ondernemingen dienen te voldoen gaan over marktmisbruik, emissies, openbare biedingen en melding van zeggenschap.

Bij de samenvoeging van al deze wetten tot één wet zijn diverse wijzigingen ingevoerd. Onder andere is er een nieuwe structuur van de regelgeving ingevoerd en is de terminologie welke gebruikt werd in de verschillende wetten gelijk getrokken. Er is nu meer harmonisatie.

5.2 Historie

Het gedeelte van de nu geldende Wet op het financieel toezicht dat van toepassing is op vastgoed-CV's vindt zijn oorsprong in twee eerdere wetten namelijk de Wet toezicht beleggingsinstellingen en de Wet toezicht effecteninstellingen. Om de Wet op het financieel toezicht beter te kunnen begrijpen zal er eerst een historisch overzicht worden gegeven van de wetten die als grondslag dienen voor een deel van de Wet op het financieel toezicht.

5.2.1 De Wet toezicht beleggingsinstellingen

De Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb) is in werking getreden aan het einde van het jaar 1990, om precies te zijn 15 oktober 1990. De Wtb diende als vervanging van het in 1977 ingediende voorstel van de Wet beleggingsinstellingen. Verder dient het ook als vervanging van enkele bepalingen uit de Wet effectenhandel welke betrekking hebben op

²⁵ AFM, 2006, p 5

fondsen voor gemene rekening. Deze wet is van toepassing op alle beleggingsinstellingen en instellingen voor collectieve effecten (icbe's). Voor de icbe's gelden nog enkele aanvullende regels maar daar wordt niet nader op ingegaan omdat icbe's enkel open-end beleggingsinstellingen zijn en vastgoed-CV's en maatschappen closed-end.

Doel Wtb

De kapitaalmarkt in Nederland groeit en krijgt een steeds internationaler karakter. Door deze kenmerken van de kapitaalmarkt wordt het belang van toezicht groter, want Nederland moet er op toezien dat het zich handhaaft als financieel centrum en zich blijft ontwikkelen. Op de kapitaalmarkt zijn beleggingsinstellingen grote spelers, zij zorgen er als intermediair voor dat beleggers de weg naar beleggingsobjecten vinden. Zij beheren het geld en selecteren de beleggingsobjecten door onder andere te kijken naar rendementen en risico's. Door deze activiteiten van beleggingsinstellingen op de kapitaalmarkt zijn zij een belangrijke financierder voor bedrijven en overheid.

Naar aanleiding hiervan beoogt de Wtb drie doelstellingen²⁶ te bewerkstelligen, namelijk:

- het publiek dient te kunnen vertrouwen op de deskundigheid, betrouwbaarheid en soliditeit van de instellingen die op de financiële markten hun diensten aanbieden;
- de soliditeit en doorzichtigheid van de financiële sector dient zo goed mogelijk te zijn gewaarborgd opdat de via de kapitaalmarkt aangeboden middelen optimaal hun weg vinden naar financiering van bedrijven en overheid;
- bij de toenemende internationalisatie en integratie van kapitaalmarkten dient Nederland erop toe te zien dat het zich als een belangrijke financieel centrum handhaaft en verder ontwikkelt.

Hierbij dient opgemerkt te worden dat het toezicht zich niet toespitst op de bedrijfseconomische aspecten van een fonds. Zo zal de overheid geen marges stellen aan de hoogte van het risico van een belegging. Een kenmerk van beleggen is risico nemen en wanneer participanten geld verschaffen nemen zij bewust het besluit om risico te lopen. De overheid stelt dan ook dat zij voldoende ruimte moeten laten voor marktpartijen om initiatieven te ontplooiën en keuzes te maken. Zonder deze vrijheid zou de efficiënte allocatie van financieringsmiddelen in gevaar komen met alle gevolgen van dien voor het algemeen economisch welzijn²⁷. De overheid hamert dus met name op transparantie van de markt zodat beleggers een goed beeld kunnen scheppen van het aanbod en de risico's van een belegging.

Kernpunten toezicht

Het belangrijkste punt waar het toezicht vanuit de Wtb op gebaseerd is, is de vergunningsplicht. Hierbij wordt er onder andere gekeken naar de deskundigheid en betrouwbaarheid van de aanbieder. Ook wordt de aanbieder verplicht gesteld om informatie te verstrekken. Dit dient te gebeuren in de vorm van een prospectus²⁸. Van deze vergunningplicht kan vrijstelling worden verkregen wanneer er enkel binnen besloten kring²⁹ participaties worden aangeboden.

De verleende vergunning aan een vastgoed-CV heeft een tijdelijk karakter en zal worden ingetrokken wanneer alle participaties zijn uitgegeven en het vastgoed is aangekocht. Hierna zal de CV dus niet meer onder toezicht staan. Dit komt omdat vastgoed-CV na oprichting en de uitgifte van de participatie en het aankopen van het vastgoed doorgaan in besloten vorm.

5.2.2 Effectentypisch gedragstoezicht

Om de Wtb nog completer te maken en het toezicht op de beleggingsfondsen te verbeteren is er per 1 december 2003 effectentypische gedragstoezicht toegevoegd aan

²⁶ Memorie van toelichting, handboek Wtb januari 2002, p 3

²⁷ Memorie van toelichting, handboek Wtb januari 2002, p 3

²⁸ Zie artikel 5 Wtb 1990

²⁹ Zie bijlage I

de Wtb om zodoende enkele artikelen uit de Wet toezicht effectenverkeer (Wte) te kunnen gebruiken.

Als doel voor het effectentypische gedragtoezicht geeft de AFM³⁰: het komen tot een geïntegreerde benadering voor de gehele financiële sector, zodat alle partijen die actief zijn op de effectenmarkt aan materieel dezelfde effectentypische gedragsregels zijn gebonden. De effectentypische gedragsregels dienen bij te dragen aan het waarborgen van integer gedrag op de effectenmarkt. Een goede werking van de markt en het borgen van vertrouwen staan hierbij voorop³¹.

Ook van dit toezicht kan vrijstelling gekregen worden en voor vastgoed-CV's is dat met name de regeling dat beleggingsinstellingen welke besloten zijn en niet vergunningplichtig zijn vrijstelling kunnen krijgen. De vrijstellingen worden gegeven om zo geen onnodige administratieve lasten op te leggen.

5.2.3 De wet toezicht effectenverkeer

De Wet toezicht effectenverkeer (Wte) is er voor alle instellingen welke zich bezighouden met effecten zoals effectenbemiddelaars en vermogenbeheerders. Ook instellingen welke effecten uitgeven vallen onder het toezicht van deze wet evenals het toezicht op effectenbeurzen.

Doel Wte

Doordat de kapitaalmarkt groeit en een steeds internationaler karakter krijgt moet niet alleen het toezicht op beleggingsinstellingen verbeterd worden maar ook het toezicht op het effectenverkeer. De Wte heeft dan ook dezelfde doelstellingen als de Wtb namelijk³²:

- het beschermen van de beleggers;
- het adequaat functioneren van de effectenmarkt.

Bij het beschermen van de beleggers kan gedacht worden aan bescherming tegen malafide aanbiedingen, onvoldoende informatie en ondeskundig optreden van effecteninstellingen. Bij het adequaat functioneren van de effectenmarkt valt te denken aan de liquiditeit van de effectenmarkten, de ondoorzichtigheid en doelmatigheid van de effectenmarkten en het vertrouwen van de belegger in de markt.

Kernpunten toezicht

De belangrijkste punten welke zijn opgenomen in de Wte die van toepassing zijn voor vastgoed-CV's zijn de vergunningplicht en de prospectusplicht.

De vergunningplicht/prospectusplicht

Voor het aanbieden van effecten onder de Wte is geen vergunning nodig, dat is enkel nodig voor intermediairs (effectenbemiddelaars en vermogenbeheerders). In artikel 3 van de Wte wordt aangegeven dat er alleen een prospectus opgesteld en uitgegeven dient te worden om effecten aan te bieden. Van deze prospectusplicht kan vrijstellingen worden verkregen op basis van het "besloten kring" criterium. Een tweede vrijstelling is een minimale tegenwaarde van € 45.378,02 per coupures.

In 2003 zijn er enkele wijzigingen in de vrijstellingsregels doorgevoerd. Zo is de minimale participatie grens verhoogd naar € 50.000. Een tweede vrijstelling die daarbij aansluit is een pakket van participaties van ten minste € 50.000. Verder is er een vrijstelling bijgekomen voor aanbiedingen welke enkel gericht zijn op personen die beroeps- of bedrijfsmatig handelen of beleggen.

5.2.4 De financiële bijsluiter

De financiële bijsluiter is door de overheid geïntroduceerd op 1 juli 2002 en vernieuwd vanaf 1 oktober 2006. Deze bijsluiter dient ervoor om de belegger een duidelijk en kort overzicht te geven van een complex financieel product. De financiële bijsluiter dient altijd

³⁰ AFM, 2003, p 4

³¹ Zie bijlage I voor de artikelen waar het effectentypische gedragtoezicht op is gebaseerd

³² AFM, 2001, p 4

in dezelfde volgorde opgemaakt te worden zodat de verschillende aanbiedingen goed kunnen worden vergeleken. In de financiële bijsluiter dienen de volgende gegevens opgenomen te worden:

- het product;
- de risico's;
- de kosten;
- de opbrengsten;
- eerder stoppen.

Onder de term complex financieel product vallen producten welke een combinatie zijn van soorten producten. Bijvoorbeeld combinaties tussen beleggen, sparen, verzekeren of lenen. Verder heeft de overheid bepaalde producten aangewezen als complex en hieronder vallen bijvoorbeeld beleggingsfondsen. De fondsen die vallen onder de Wtb zijn verplicht om een financiële bijsluiter op te stellen echter wanneer ze vallen onder de Wte is dat niet verplicht.

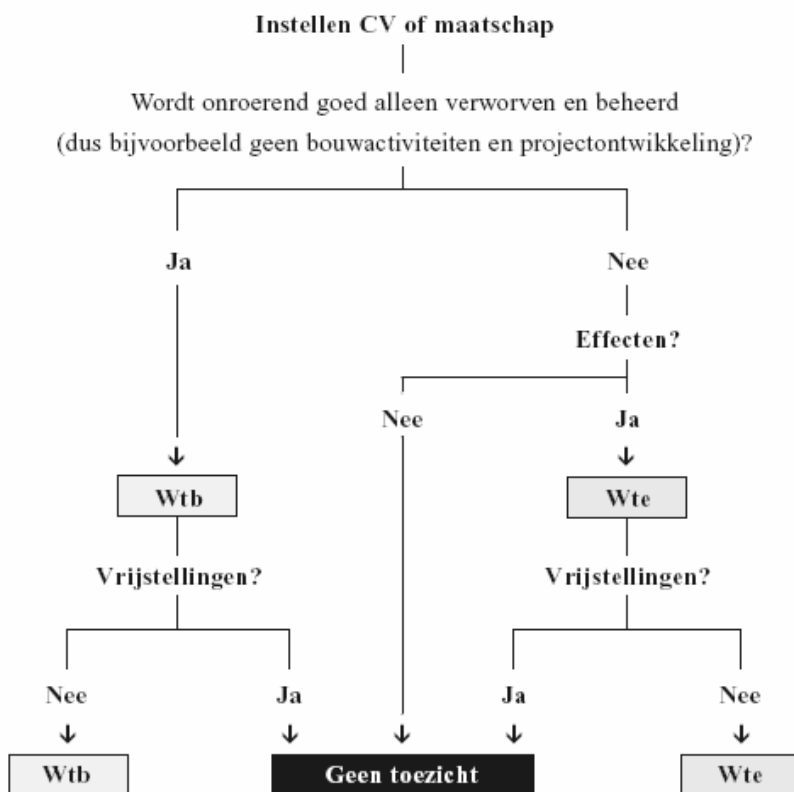
5.2.5 Wanneer de Wtb of Wte

Of een vastgoed-CV valt onder de Wtb dan wel de Wte hangt af van het type vastgoed-CV. Er zijn twee type vastgoed-CV's. De vastgoed-CV welke belegd in reeds bestaand vastgoed en dit verder alleen passief beheerd en de vastgoed-CV's welke zich bezighouden met ontwikkelen. Naar aanleiding van de activiteit welke de CV uitvoert, het passief beheren of ontwikkelen, wordt bepaald onder welke regelgeving hij valt. Wanneer het een CV is welke enkel passief wordt beheerd dan wordt het aangemerkt als een beleggingsinstelling en valt hij zodoende onder de Wtb. Wanneer er ondernemende activiteiten plaatsvinden en het dus om een ontwikkelings-CV gaat is er sprake van effecten en valt de CV onder de Wte.

Wanneer bij een ontwikkelings-CV de belegger eigenaar wordt van bijvoorbeeld een appartement dan is er geen sprake van effecten en valt de CV niet onder de Wtb of de Wte.

Schematisch komt dit er zo uit te zien:

Figuur 6: keuzeschema oude toezichtregime



Bron: AFM, 2005, p 22

5.3 Regelgeving vanaf 2005

De overheid heeft in 2005 twee grote wijzigingen ingevoerd in de regelgeving met betrekking tot vastgoed-CV. Zij heeft nieuwe prospectusrichtlijnen ingevoerd en de Wtb 1990 vernieuwd. Als eerste zullen de wijzigingen in de Wtb worden besproken om daarna in te gaan op de ingevoerde prospectusrichtlijnen.

5.3.1 Wijzigingen Wtb 2005

In 2005 heeft de overheid de herziene wet toezicht beleggingsinstellingen ingevoerd (Wtb 2005). Bij deze invoering is gelijk een nieuw besluit toezicht beleggingsinstellingen ingevoerd en een nieuwe nadere regelgeving beleggingsinstellingen. Hieronder zal beschreven worden wat de redenen waren voor deze herziening en wat de belangrijkste wijzigingen zijn geweest voor vastgoed-CV's.

Redenen herziene Wtb

Er zijn eigenlijk twee redenen waarom besloten is om de Wtb te wijzigen. De eerste reden is Europese regelgeving. In de herziene Wtb zijn de Europese richtlijnen 2001/107/EG en 2001/108/EG geïmplementeerd. De tweede reden is modernisering van de regelgeving. De marktomstandigheden zijn dusdanig veranderd ten opzicht van toen de Wtb in 1990 ingevoerd werd dat modernisering wenselijk was.

De modernisering die wenselijk was blijkt uit een tweetal rapporten die zijn uitgekomen in opdracht van de AFM. Het eerste rapport is: "Zicht op beleggingsinstellingen". Dit rapport gaat in op de wijze waarop beleggingsinstellingen omgaan met de Nederlandse regelgeving.

Uit dit rapport is de conclusie getrokken dat er verschillende tekortkomingen zijn. Deze tekortkomingen liggen onder andere op het gebied van:

- vergelijking van aan beleggers in rekening gebrachte kosten met de kosten die in het prospectus staan vermeld;
- prijsvorming en handel met gelieerde partijen en derden;
- kwaliteit van de administratieve organisatie.

Naar aanleiding van dit onderzoek is er een commissie in het leven geroepen waaruit het tweede rapport is voortgevloeid: "Rapport commissie modernisering beleggingsinstellingen". In dit rapport staan aanbevelingen om de geconstateerde problemen in het rapport "Zicht op beleggingsinstellingen" op te lossen.

Belangrijkste wijzigingen herziene Wtb

De Wtb en het Besluit Toezicht Beleggingsinstellingen (Btb) hebben op verschillende punten wijzigingen ondergaan. De belangrijkste wijzigingen zijn³³:

- een permanente in plaats van een tijdelijke vergunning voor de beheerder;
- verscherping toezicht op de administratieve organisatie en interne controle;
- opstellen registratiedocument;
- aparte bewaarder wanneer het beleggingsbeleid van een fonds een zodanig risico vormt voor het vermogen van andere fondsen;
- verscherping van de regels op het gebied van informatieverstrekking;
- het verplicht opstellen van een financiële bijsluiter is verdwenen voor vastgoed-CV's welke verhandelbare deelnemingen hebben.

5.3.2 De prospectusrichtlijnen

Op 1 juli 2005 heeft de overheid nieuw prospectusrichtlijnen ingevoerd, naar aanleiding van Europese richtlijnen. Deze Europese richtlijnen zijn door het Europese Parlement en de raad op 4 november 2003 goedgekeurd en op 31 december 2003 in werking getreden. De nationale overheden hebben tot 1 juli 2005 de tijd gehad om deze richtlijnen in de eigen wetgeving te implementeren. De nieuwe prospectusrichtlijn 2003/71/EEG dient als vervanging van 89/298/EG en 90/390/EEG welke voorzagen in een onvolledig en

³³ Een toelichting op deze wijzigingen vind u in bijlage I

complex stelsel van wederzijdse erkenning³⁴. De prospectusrichtlijnen hebben betrekking op zowel de Wtb als de Wte.

Doel

Het doel van een Europese prospectusrichtlijn is om harmonisatie tussen de verschillende landen te krijgen. Door de richtlijn zullen eisen betreffende opstelling, goedkeuring en verspreiding van het prospectus overal hetzelfde worden. Het voordeel hiervan is dat wanneer een prospectus in één land goedgekeurd is de belegger makkelijker in andere landen geld kan ophalen aangezien hij daar niet weer een goedkeuringsprocedure hoeft te doorlopen voor het prospectus.

Voor de beleggers is het voordeel dat het prospectus ongeacht waar het in de Europese Unie wordt uitgegeven, aan dezelfde eisen voldoet. Zodat beleggers overal voldoende informatie hebben om een goede beleggingsbeslissing te maken. Kort gezegd dient de richtlijn dus voor het beschermen van de beleggers en de efficiëntie van de markt te waarborgen.

Kernpunten

De prospectusrichtlijnen zijn te uitgebreid om in zijn geheel te bespreken daarom zal er hier alleen ingegaan worden op de belangrijkste punten van de richtlijn met betrekking tot vastgoed-CV's.

Vrijstellingen

De Europese prospectusrichtlijn geeft in artikel 1 weer wanneer de richtlijn niet van toepassing is. Voor aanbieders van vastgoed-CV's is vooral sub h van belang. Daarin wordt de richtlijn niet van toepassing verklaard op effecten die deel uitmaken van een aanbidding waarbij de totale tegenwaarde van de aanbidding minder dan 2.500.000 euro bedraagt, welk grensbedrag wordt berekend over een periode van twaalf maanden. Ook kan er van de prospectusplicht vrijstelling verkregen worden voor de aanbieders van vastgoed-CV's. Dit kan op basis van artikel 3 van de Europese prospectusrichtlijn, daarin zijn vijf gronden genoemd:

- een uitsluitend tot gekwalificeerde beleggers gerichte aanbidding van effecten;
- een aanbidding van effecten aan minder dan 100 natuurlijke of rechtspersonen per lidstaat die geen gekwalificeerde belegger zijn;
- een aanbidding van effecten aan beleggers die bij elke afzonderlijke aanbidding effecten aankopen tegen een totale tegenwaarde van ten minste 50.000 euro;
- een aanbidding van effecten met een nominale waarde per eenheid van ten minste 50.000 euro;
- een aanbidding van effecten met een totale tegenwaarde van minder dan 100.000 euro. Dit grensbedrag wordt berekend over een periode van twaalf maanden.

Deze laatste vrijstellingsgrond is opvallend aangezien aanbidding met een bedrag van onder de 2,5 miljoen euro niet onder de reikwijdte van deze richtlijn vallen. Een aanbidding met een bedrag lager van 100.000 euro zal er dus automatisch ook niet onder vallen maar daar is dan ook nog eens een vrijstellingsgrond voor opgenomen.

Gekwalificeerde beleggers

Onder gekwalificeerde beleggers worden natuurlijke personen of rechtspersonen verstaan welke beroeps- of bedrijfsmatig handelen of beleggen in effecten. Verder dient opgemerkt te worden dat de aanbieder in advertenties en dergelijke moet vermelden dat het aanbod enkel voor professionele marktpartijen is. Er wordt van deze partijen verondersteld dat zij deskundig zijn en een hoge mate van eigen verantwoordelijkheid kunnen dragen.

³⁴ Richtlijn 2003/71/EG pagina 1 punt 1

Minder dan 100 natuurlijke personen of rechtspersonen

Wanneer bij een aanbieding minder dan 100 participanten worden gezocht en uiteindelijk deelnemen is er een vrijstelling van de prospectusplicht. Het mag dan niet aangeboden worden aan professionele marktpartijen dus aan natuurlijke personen of rechtspersonen welke handelen in uitoefening van beroep of bedrijf. De achterliggende gedachte bij deze vrijstelling is dat het in verhouding te veel werk is om een prospectus op te stellen voor een aanbieding welke enkel aan minder dan 100 personen wordt aangeboden.

Waarde van ten minste € 50.000

Wanneer de effecten die gekocht worden een waarde hebben van ten minste € 50.000 dan is er een vrijstelling voor de uitgifte van het prospectus. Deze € 50.000 kan bestaan uit één enkele participatie of een pakket participaties met een minimale afname van € 50.000. Ter verduidelijking: wanneer participaties worden aangeboden van bijvoorbeeld € 12.500 per stuk is er een prospectusplicht, echter wanneer men verplicht is deze in een pakket van minimaal vier af te nemen (totale waarde € 50.000) dan is er geen prospectusplicht.

Deze vrijstelling is opgenomen omdat de wet bescherming dient te bieden aan niet-deskundige beleggers en er wordt verondersteld dat beleggers die deze bedragen neerleggen deskundig zijn en dus een behoorlijk inzicht hebben op de effecten.

Uitgifte minder dan € 100.000

Wanneer de uit te geven effecten bij elkaar niet boven een bedrag uitkomt van in totaal € 100.000 (wat berekend wordt over een periode van twaalf maanden) dan zal men gebruik kunnen maken van de vrijstellingsregels.

Motieven vrijstellingen

Achter de vrijstellingen liggen de volgende motieven: voor de € 50.000 grens is dat er van de beleggers die zulke bedragen beleggen verwacht wordt dat zij verstand hebben van wat ze doen met hun geld. Bij de vrijstellingen minder dan 100 personen en minder dan 2,5 miljoen euro weegt de hoeveelheid werk die de prospectusplicht tot gevolg heeft voor de aanbieders zwaarder dan de opbrengsten daarvan voor de beleggers.

Inhoud prospectus

Elke prospectus dient een samenvatting te hebben waar ten minste enkele waarschuwingen aan de potentiële beleggers genoemd zijn. Dit zijn de volgende waarschuwingen³⁵:

- de samenvatting moet gelezen worden als een inleiding op het prospectus;
- iedere beslissing om in de effecten te beleggen moet gebaseerd zijn op de bestudering van het gehele prospectus;
- wanneer een vordering met betrekking tot de informatie in een prospectus bij een rechtelijke instantie aanhangig wordt gemaakt, de belegger die als eiser optreedt eventueel volgens de nationale wetgeving van de lidstaten de kosten voor de vertaling van het prospectus moet dragen voordat de rechtvordering wordt ingesteld;
- de personen die de samenvatting, met inbegrip van een vertaling ervan, hebben ingediend en om kennisgeving ervan hebben verzocht, wettelijk aansprakelijk kunnen worden gesteld, doch enkel indien de samenvatting wanneer zij samen met de delen van het prospectus wordt gelezen misleidend, onjuist of inconsistent is.

Na de samenvatting volgt de volledige prospectus waarin ondermeer vermeld dient te worden:

- de verantwoordelijke personen;
- gegevens over de aanbieder inclusief track record;
- inlichtingen over de aanbieding;

³⁵ Richtlijn 2003/71/EG, artikel 5 lid 2

- de financiële gegevens;
- een accountantsverklaring.

Prospectusverordening

Als aanvulling op de Europese prospectusrichtlijnen is er een verordening³⁶ opgesteld. In deze verordening zijn nadere regels opgesteld over onder andere de vormgeving, minimumvereisten en publicatiewijze van het prospectus. Voor vastgoed-CV is artikel 18 van de verordening belangrijk. Daarin staat vermeld welke artikelen van bijlage I van toepassing zijn. Verder staat er aangegeven dat bijlage XV van toepassing is op beleggingen van het closed-end type.

Niet verhandelbare participaties

Wanneer participaties niet door de beleggers tussentijds aan een ander persoon overgedragen mogen worden, worden ze gekwalificeerd als niet verhandelbare participaties. Het verbieden van de overdracht van participaties door de belegger heeft gevolgen met betrekking tot de prospectusplicht. Wanneer participaties namelijk niet verhandelbaar zijn is het geen effect als bedoeld in artikel 1a sub d van het Besluit toezicht effectenverkeer 2005. Omdat het geen effect is valt het fonds niet onder de prospectusrichtlijnen. Wel dienen de aanbieders het fonds bij de AFM aan te melden. De AFM zal het prospectus echter niet keuren op volledigheid.

5.4 Gevolgen invoering Wft

Met de invoering van de Wft is er voor de aanbieders van vastgoed-CV's op enkele punten iets veranderd. De regelgeving hoe die er was onder de Wtb en Wte is echter niet veranderd. Aanbieders die onder de Wtb vielen worden in de Wft aangeduid als beleggingsinstelling en aanbieders die onder de Wte vielen worden aangeduid als beleggingsonderneming. De belangrijkste kernpunten van het toezicht onder de Wft blijven de doorlopende vergunningsplicht en de Europese prospectusrichtlijnen. Met de daarbij behorende mogelijkheden om vrijstelling te verkrijgen.

Om een goed beeld te geven over hoe de regelgeving in de loop der jaren is veranderd volgt er in tabel 5 een overzicht met de belangrijkste kernpunten van de verschillende wetten die hiervoor zijn besproken.

³⁶ Nr. 809/2004

Tabel 5: overzicht veranderingen wetgeving

	Wtb 1990	Wte tot 2005	Wft Beleggingsinstellingen (Wtb 2005)	Wft Beleggingsondernemingen (Wte na 2005)
Toezichtsituatie	AFM verstrekt tijdelijke vergunning. Vergunning wordt ingetrokken na einddatum van toetreding tot de CV en na ontvangst van de accountantsverklaring of verklaring van de bewaarder dat uitgangspunten in prospectus zijn nageleefd AFM heeft geen toezichtstaak tav juistheid gegevens in prospectus wel tav de volledigheid en consistentie van het document	Geen vergunning van AFM noodzakelijk	AFM verstrekt doorlopende vergunning	Geen vergunning van AFM noodzakelijk
Prospectus	AFM toetst prospectus conform bijlage A en B van Btb 1990	AFM toets niet inhoudelijk, checkt alleen of accountantsverklaring aanwezig is	Toetsing op basis van Europese richtlijnen	Toetsing op basis van Europese richtlijnen
Periodieke verslaglegging	Jaarrekening, accountantsverklaring, jaarverslag en halfjaarcijfers dienen te worden overlegd. De AFM beoordeelt deze niet	Jaarrekening, accountantsverklaring, jaarverslag en halfjaarcijfers dienen te worden overlegd. De AFM beoordeelt deze niet	Jaarrekening, halfjaarcijfers dienen te worden gepubliceerd. De AFM beoordeelt deze niet	Jaarrekening, accountantsverklaring, jaarverslag en halfjaarcijfers dienen te worden overlegd. De AFM beoordeelt deze niet
Financiële bijsluiter	Moet worden verstrekt	Hoeft niet te worden verstrekt	Alleen wanneer de participaties niet-verhandelbaar zijn	Alleen wanneer de participaties niet-verhandelbaar zijn

Bestuurders-toetsing	Zowel de beheerder als de bewaarder van de CV moet twee goedgekeurde bestuurders hebben. Toetsingscriteria zijn betrouwbaarheid en deskundigheid	Geen bestuurderstoetsing	Bij de aanvraag van de vergunning worden de bestuurders getoetst	Geen bestuurderstoetsing
Vergunning-vrijstellingen	Besloten kring criterium	N.v.t.	Uitsluitend gekwalificeerde beleggers Minder dan 100 natuurlijke personen Totale tegenwaarde ten minst € 50.000 Minimale nominale waarde ten minste € 50.000 Totale tegenwaarde minder dan € 2.500.000	N.v.t.
Prospectus-vrijstellingen	Vrijstelling wanneer er ook vrijstelling is van de vergunningplicht	Besloten kring criterium Minimale nominale waarde ten minste € 45.378,02 Wijzigingen in 2003: Minimale nominale waarde ten minste € 50.000 Enkel personen welke beroeps- of bedrijfsmatig handelen	Uitsluitend gekwalificeerde beleggers Minder dan 100 natuurlijke personen Totale tegenwaarde ten minst € 50.000 Minimale nominale waarde ten minste € 50.000 Totale tegenwaarde minder dan € 2.500.000	Uitsluitend gekwalificeerde beleggers Minder dan 100 natuurlijke personen Totale tegenwaarde ten minst € 50.000 Minimale nominale waarde ten minste € 50.000 Totale tegenwaarde minder dan € 2.500.000

Bron: deels gebaseerd op AFM, 2005, p 25

5.5 De vergunningsplicht en de prospectusplicht in verschillende situaties

Op het eerste gezicht is het niet altijd duidelijke of een aanbieder een vergunning nodig heeft en of hij zijn prospectus heeft moeten laten keuren door de AFM. Met behulp van de volgende voorbeeldsituaties en de voorbeeldtabel zal inzicht gegeven worden op de toetsing door de AFM in verschillende situaties.

Situatie 1

De BV Steen richt een vastgoed-CV (Steen I) op welke een stuk grond gaat aankopen om daarop een kantoor te bouwen. Voor de financiering worden participaties uitgegeven met een waarde van € 50.000.

Het gaat hier om projectontwikkeling en daarom valt deze CV te kwalificeren als een beleggingsonderneming. De regels uit de Wft met betrekking tot beleggingsondernemingen zijn dus van toepassing. Volgens deze regels is het niet nodig om een vergunning te hebben en zodoende valt de CV buiten het toezicht van de overheid.

Voor deze uitgifte van participaties is geen goedgekeurde prospectus nodig want doordat de participaties een waarde hebben van € 50.000 valt men onder de vrijstellingsregels.

Situatie 2

De BV Steen richt een tweede vastgoed-CV op namelijk Steen II. Wederom wordt er een stuk grond gekocht om daarop een nieuw kantoor te bouwen. Voor de financiering worden wederom participaties uitgegeven van € 50.000 euro echter deze worden verkocht met behulp van een effectenbemiddelaar.

Het gaat hier om projectontwikkeling en dus om een beleggingsonderneming. De regels uit de Wft met betrekking tot beleggingsondernemingen zijn dus van toepassing. Volgens deze regels zal er geen vergunning nodig zijn voor Steen BV en wederom valt men onder de prospectusvrijstellingsregels. De effectenbemiddelaar dient wel een vergunning te hebben op grond van de Wft echter deze vergunning zegt niets over Steen BV of het fonds Steen II.

Situatie 3

Wederom gaat Steen BV een vastgoed-CV (Steen III) oprichten. Dit keer gaat het om de aankoop van een bestaand kantoor welke ze gaan exploiteren. De participaties zullen een omvang hebben van € 25.000 met een minimale afname van twee stuks.

De vastgoed-CV zal passief met het vastgoed omgaan en dus gaat het om een beleggingsinstelling zodoende zijn de regels m.b.t. beleggingsinstellingen uit de Wft van toepassing. In eerste instantie dient er dus een vergunning aanwezig te zijn en zal het prospectus getoetst moeten worden door de AFM. Echter doordat er een minimale afname is van € 50.000 valt men onder de vrijstellingsregels van de vergunningsplicht en de prospectusplicht en zal er geen toezicht zijn door de overheid op deze aanbieding.

Tabel 6: voorbeeldsituaties

Soort CV	Regelgeving	Participatie grootte	Minimale participatie afname	Totaal investeringsbedrag > € 2.500.000	Vergunning noodzakelijk	Prospectustoetsing door de AFM
Ontwikkel-CV	Wft Beleggingsonderneming	€ 50.000	1	nee	nee	nee
Ontwikkel-CV	Wft Beleggingsonderneming	€ 50.000	1	nee	nee	nee
Beheer-CV	Wft Beleggingsinstelling	€ 25.000	2	nee	nee	nee
Beheer-CV	Wft Beleggingsinstelling	€ 12.500	1	ja	nee	nee
Beheer-CV	Wft Beleggingsinstelling	€ 12.500	2	nee	ja	ja
Ontwikkel-CV	Wft Beleggingsonderneming	€ 25.000	1	ja	nee	ja

Conclusie

Een CV kan op verschillende manieren vorm gegeven worden. Dat begint bij de keuze voor het vastgoed. Gaat er ontwikkeld worden of enkel beheer plaatsvinden. Deze keuze heeft direct gevolg voor het toezicht, zo hebben ontwikkel-CV's nooit een vergunning nodig. Als tweede is er de keuze voor het participatiebedrag en het minimaal aantal af te nemen participaties voor een belegger. Hierbij wordt ook het totale investeringbedrag voor de participanten bepaald. Na deze keuzes is duidelijk of een prospectus getoetst dient te worden door de AFM en in het geval van een beheer-CV of er een vergunning aangevraagd dient te worden. Wanneer er bij de verkoop gebruikt gemaakt wordt van een effectenbemiddelaar dient deze altijd te beschikken over een vergunning. Deze vergunning zegt echter niets over de CV, enkel over de effectenbemiddelaar.

5.6 Conclusie

De regelgeving welke van toepassing is op vastgoed-CV's heeft de afgelopen 20 jaar verschillende veranderingen ondergaan. De meest recente verandering is de samenvoeging van alle regels in de Wft. Alle veranderingen hebben invloed op de bescherming van de consument door de overheid. Op sommige punten is deze bescherming verbeterd en op sommige punten verminderd.

Wat is er verbeterd?

Verscheidene punten in de regelgeving zijn verbeterd met de invoering van de wijzigingen in de afgelopen jaren. Als eerste is er de invoering van de doorlopende vergunning voor beheer-CV's. Hierdoor staan ze niet meer alleen tijdens de oprichting onder toezicht maar de gehele periode dat een fonds loopt. Hieraan gekoppeld is de publicatie van hun jaarstukken in plaats van het enkel overhandigen aan de AFM. Met de invoering van de Europese prospectusrichtlijnen dienen ontwikkel-CV's voortaan ook hun prospectus te laten toetsen door de AFM, mits er geen vrijstelling is. Voor ontwikkel-CV's met niet verhandelbare participaties is het nu verplicht om een financiële bijsluiter op te stellen. Wanneer er verhandelbare participaties zijn is de financiële bijsluiter opgenomen in de prospectus onder de noemer van de vereenvoudigde prospectus. Dit laatste geldt alleen wanneer er geen vrijstelling is. Verder is het besloten kring criterium vervangen door minder dan 100 personen. Dit zorgt voor meer duidelijkheid. Als laatste heeft met de invoering van de Wft een harmonisatie in het woordgebruik plaatsgevonden, waardoor de duidelijkheid over termen is vergroot.

Wat is er verminderd?

De financiële bijsluiter is voor beheer-CV's met verhandelbare participatie als de vereenvoudigde prospectus opgenomen in de prospectus, echter hiervan kan vrijstelling gekregen worden waardoor dus niet meer elk fonds deze bijsluiter heeft. De regels met betrekking tot de vergunningvrijstelling zijn verruimd. Waar er eerst alleen het besloten kring criterium speelde, zijn er nu vier vrijstellingsmogelijkheden voor beheer-CV's. Bij de prospectusvrijstelling is hetzelfde gebeurd er zijn daar ook meer vrijstellingsmogelijkheden bijgekomen. Dit geldt niet alleen voor de beheer-CV's maar ook voor de ontwikkel-CV's.

Waar liggen nog probleempunten

Voor de ontwikkel-CV's is nog geen vergunningplicht ingevoerd terwijl dat bij de beheer-CV's wel het geval is. Ze bieden praktisch hetzelfde product aan dus is hier nog steeds een gebrek aan rechtlijnige regelgeving. De prospectussen worden enkel getoetst op volledigheid. Dit houdt in dat een aanbieder volledige onzin in zijn prospectus kan zetten als er maar instaat wat er volgens de regels in moet staan. Uiteraard kan hij geen leugens verkondigen want dan kan hij daarop aangeklaagd worden. Maar wel kan hij het zo opzetten dat het voor een consument niet duidelijk is welk risico hij loopt en wat de aanbieder aan het fonds verdiend. De toetsing door de AFM houdt niet in dat alle gegevens over het fonds transparant naar de consument worden gecommuniceerd.

Doel regelgeving

De regelgeving met betrekking tot vastgoed-CV's streeft voornamelijk twee doelen na, het beschermen van de consument en het goed laten functioneren van de beleggingsmarkt.

Wanneer er gekeken wordt naar de regelgeving die er is en de bijbehorende doelen kan er geconcludeerd worden dat de tweede doelstelling, het goed laten functioneren van de beleggingsmarkt, wordt behaald. De aanbieders kunnen op vele manieren vrijstellingen krijgen en zijn zodoende niet gebonden aan vele regels welke ze moeten volgen.

Hierdoor treedt marktwerking op. Echter wanneer er gekeken wordt naar de andere doelstelling, het beschermen van de consument, kan er geconcludeerd worden dat de regelgeving te kort schiet. Juist door de vele vrijstellingenmogelijkheden wordt de consument onvoldoende beschermd. Zo staan door de vergunningvrijstellingen en de prospectusvrijstellingen vele aanbieders niet onder toezicht en worden prospectussen niet gecontroleerd op volledigheid. Daarbij wordt er al helemaal niet gekeken naar de inhoud van een prospectus. Bij dit laatste dient wel de vraag gesteld te worden of dit überhaupt een taak van de overheid moet zijn.

Uiteindelijk kan geconcludeerd worden dat de AFM de doelstellingen welke zij beoogd met de regelgeving niet haalt.

De regelgeving heeft verschillende veranderingen ondergaan welke niet positief zijn voor het toezicht op vastgoedfondsen. De grootste negatieve verandering is de verruiming van de prospectusvrijstellingen. In het volgende hoofdstuk worden de resultaten van een onderzoek over deze prospectusvrijstellingen besproken. Hierdoor wordt inzicht gegeven hoeveel fondsen gebruik maken van de vrijstellingsregels.

6 Marktonderzoek

Uit de markt voor vastgoed-CV's zijn er geluiden te horen dat er bijna geen enkel fonds is dat onder toezicht staat van de AFM. De vraag is nu is het echt zo erg gesteld met het gebrek aan toezicht op de vastgoedfondsen door de AFM? Als er inderdaad massaal gebruik wordt gemaakt van de vrijstellingsmogelijkheden, welke de overheid heeft ingevoerd in 2005, welke is er dan het meest populair onder de aanbieders? Om deze vragen te beantwoorden is er een marktonderzoek uitgevoerd onder de aanbieders van vastgoedfondsen. Als eerste zal de opzet van het onderzoek aan bod komen. Daarna wordt er ingegaan op de resultaten van het onderzoek gevolgd door een conclusie.

6.1 Opzet onderzoek

Het onderzoek naar het gebruik van de vrijstellingsmogelijkheden bij de fondsaanbieders vindt plaats om zo een goed beeld te krijgen in hoeverre zij daadwerkelijk gebruik maken van de vrijstellingsregels welke de regelgeving biedt. Ook wordt er gekeken in hoeverre aanbieders een vergunning hebben aangevraagd bij de AFM. Wanneer zij geen vergunning hebben zullen zij altijd gebruik maken van een vrijstellingsregel. Er zijn echter ook aanbieders die een vergunning hebben en toch gebruik maken van een vrijstelling. Hoeveel zullen dat er zijn? Als laatste is het interessant om te weten van welke vrijstellingsgrond er het meeste gebruik wordt gemaakt. Particuliere beleggers kunnen hier dan extra op worden gewezen.

6.2 Toetsingspunten

Er zal bij de toetsing van de prospectussen naar verschillende criteria gekeken worden. Als eerste zal er gekeken worden of er een vergunning is welke op grond van de Wft is afgegeven. Om deze gegevens te achterhalen is het register op de website van de AFM doorgenomen hierop staan namelijk alle instellingen geregistreerd welke een vergunning hebben gekregen. Als tweede is nagegaan of de door het fonds uitgegeven prospectus is getoetst door de AFM. Ook deze gegevens zijn terug te vinden in de registers op de website van de AFM. Tevens staat het nogal eens in het prospectus vermeld of dat deze is goedgekeurd door de AFM of niet. Wanneer er gebruik is gemaakt van een vrijstelling van de prospectustoetsing is nagegaan van welke vrijstellingsmogelijkheid er gebruik is gemaakt. Bijvoorbeeld de 50.000 euro grens of minder dan 100 beleggers. Veelal was dit uit de prospectus op te maken, wanneer dit niet het geval was is er contact opgenomen met de desbetreffende aanbieder om de gegevens alsnog te achterhalen.

6.3 Samenstelling lijst aanbieders

Alle aanbieders van vastgoed-CV's zijn in aanmerking gekomen om op de uiteindelijk samengestelde lijst te komen. Echter niet alle aanbieders zijn op de lijst terechtgekomen omdat er van die aanbieders te weinig informatie gevonden kon worden en ze daarbij niet bereid waren mee te werken aan het onderzoek. De lijst met aanbieders is bijgewerkt tot en met december 2007. De lijst met aanbieders is samengesteld door gebruik te maken van gegevens uit PropertyNL, en de websites van de Vereniging Vastgoed Fondsen en de Vereniging Vastgoed Participanten.

6.4 Voorwaarden onderzoek

Om te toetsen in hoeverre er gebruik wordt gemaakt van de vrijstellingsmogelijkheden is er van alle aanbieders, welke vastgoed-CV's aanbieden, informatie ingewonnen in hoeverre zij bij hun laatste uitgegeven vastgoed-CV gebruik hebben gemaakt van de vrijstellingsmogelijkheden. Er is gekozen om alleen de laatst uitgegeven CV van een aanbieder onder de loep te nemen aangezien een aanbieder veelal via hetzelfde principe een fonds opzet. Bijvoorbeeld altijd met een participatiegrootte van € 50.000 of altijd met een maximale inleg van € 2,5 miljoen. Dit zijn ook twee criteria waaraan een vrijstelling is verbonden.

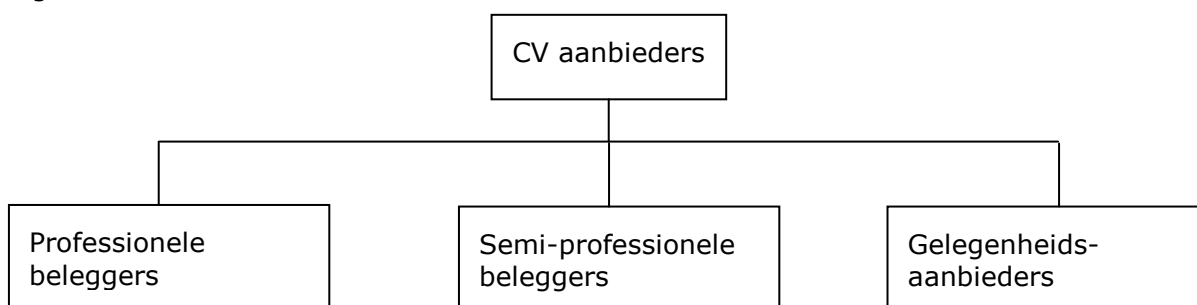
Deze fondsen moeten minimaal zijn opgericht nadat de Europese prospectusrichtlijnen in de Nederlandse wetgeving zijn geïntegreerd, aangezien het onderzoek gericht is op de vrijstellingsmogelijkheden die daarbij zijn ontstaan. Verder dienen de fondsen niet enkel op institutionele investeerders gericht te zijn maar op particuliere beleggers.

6.5 Resultaten onderzoek

Aantal aanbieders

Het aantal aanbieders van vastgoedfondsen is op te delen in verschillende categorieën³⁷. Als eerste zijn er de professionele aanbieders welke zich enkel bezig houden met het opzetten van vastgoedfondsen. Als tweede zijn het de semi-professionele aanbieders welke af en toe een vastgoedfonds aanbieden maar ook nog andere bedrijfsactiviteiten hebben. Als derde zijn er de gelegenhedaanbieders. Dit alles bij elkaar maakt dat er in de afgelopen jaren door ongeveer 120 verschillende aanbieders vastgoedfondsen zijn opgericht. Vele van deze aanbieders hebben al meer dan twee jaar geen nieuw fonds opgericht. Zij zijn of gestopt met het aanbieden van fondsen of ze hebben geen mogelijkheden gezien om een nieuw fonds op te zetten. Het aantal aanbieders dat in de laatste twee jaar, dus na invoering van de nieuwe regelgeving, een fonds heeft opgericht en is meegenomen in het onderzoek komt uit op 73.

Figuur 7: soorten aanbieders



Vergunning

Van alle onderzochte aanbieders is nagegaan of zij in het bezit zijn van een doorlopende vergunning op basis van de Wft. Hiervoor is gebruik gemaakt van het openbare register van de AFM welke op hun website te raadplegen is. Uit het onderzoek blijkt dat van de 73 aanbieders er 19 zijn met een doorlopende vergunning, wat neerkomt op 26 %. Wanneer dit percentage wordt vergeleken met de uitkomsten van een onderzoek van de AFM blijkt dat er sinds de invoering van de nieuwe regelgeving minder aanbieders een vergunning hebben. Uit het onderzoek van de AFM, *de markt voor vastgoed-CV's en maatschappen: een tussenbalans*, blijkt dat bijna de helft van de aangeboden fondsen viel onder het strengere Wtb regime en dus een vergunning hadden. Echter voor dit onderzoek heeft de AFM maar 23 prospectussen van 10 aanbieders bekeken. Wanneer er vanuit gegaan wordt dat een aanbieder zijn fondsen elke keer op dezelfde wijze opzet zal dit onderzoek geen betrouwbaar beeld geven omdat het aantal aanbieders daarvoor de laag is.

Echter uit deze resultaten kan wel geconcludeerd worden dat vele aanbieders geen vergunning hebben namelijk 74 % en zij zullen dus bij elke aanbieding gebruik maken van een vrijstellingsregel.

Gecontroleerde prospectus

Alle aanbieders van de fondsen zijn verplicht om voor elk fonds een prospectus op te stellen. Echter er wordt veel gebruik gemaakt van de verschillende vrijstellingen welke worden geboden. Van de 73 onderzochte fondsen van de aanbieders hebben er 6 een

³⁷ Van Boom, 2007, p 125

door de AFM gecontroleerde prospectus. Dat betekent dat 92 % van de fondsen geen door de AFM goedgekeurde prospectus heeft. Bij die fondsen is gebruik gemaakt van de verschillende vrijstellingsregels. Uit de cijfers blijkt ook dat 13 aanbieders, welke een doorlopende vergunning hebben, hun prospectussen niet laten keuren door de AFM. Een verklaring hiervoor kan zijn dat het keuren van het prospectus door de AFM een zodanig lange tijd in beslag neemt dat de aanbieders met opzet de fondsen zo structureren dat zij vrijstelling van de prospectuskeuring hebben. De prospectussen van deze aanbieders voldoen over het algemeen wel aan de eisen die in de prospectusverordening gesteld zijn.

De vrijstellingsregels

Hiervoor is aangegeven dat 92 % van de aanbieders hun prospectussen niet laten toetsen door de AFM. Zij maken gebruik van de geboden vrijstellingsregels. Van al deze aanbieders is nagegaan van welke vrijstellingsregel zij gebruik hebben gemaakt. Daarbij dient opgemerkt te worden dat een aantal fondsen aan meerdere vrijstellingseisen voldoen. Bijvoorbeeld participatie van € 50.000 en minder dan 100 participanten. Of met een totale inleg van minder dan € 2,5 miljoen. Bij deze fondsen is de € 50.000 vrijstellingsmogelijkheid in het onderzoek gekozen als vrijstelling aangezien deze het beste bekend is bij de particuliere beleggers en omdat deze vrijstellingsregel het meeste in het nieuws komt.

Uit het onderzoek komt naar voren dat de meeste gebruikte vrijstellingsregel de minimale participatiegrens van € 50.000 is. Van de 61 aanbieders maken er 37 gebruik van deze regel wat neer komt op een percentage van 61 %. Van een pakket participaties met een minimale omvang van € 50.000 maken nog eens 12 aanbieders (20 %) gebruik. Het totaal aantal aanbieders dat dus fondsen aanbied met een minimale investering van € 50.000 ligt boven de 80 %. Het aantal aanbieders dat fondsen aanbied met een totale inleg lager dan € 2,5 miljoen komt uit op 12, de overige 20 %.

Uit de cijfers komt naar voren dat er geen fondsen zijn met minder dan 100 personen. Dit komt voort uit het feit dat deze fondsen dan ook aan een andere vrijstellingsregel voldoen en daar is gekozen om ze te vermelden onder de andere vrijstellingsregel.

Niet verhandelbare participaties

Er zijn ook fondsen welke de participaties niet verhandelbaar hebben gemaakt. Dit heeft tot gevolg dat de participatie niet gekwalificeerd wordt als een effect zoals genoemd in de Wft. Voor deze fondsen geldt dat zij hun prospectus niet hoeven te laten keuren door de AFM maar dat ze de prospectus alleen hoeven te deponeren. Er zijn 6 fondsen van de 73 welke gebruik hebben gemaakt van deze mogelijkheid wat neer komt op 8 %.

De uitkomsten in cijfers

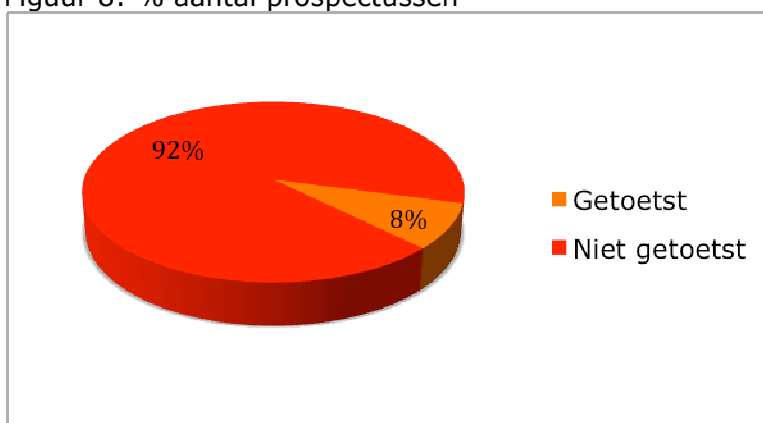
De uitkomsten van het onderzoek staan weergegeven in de onderstaande tabellen.

Tabel 7: uitkomsten onderzoek

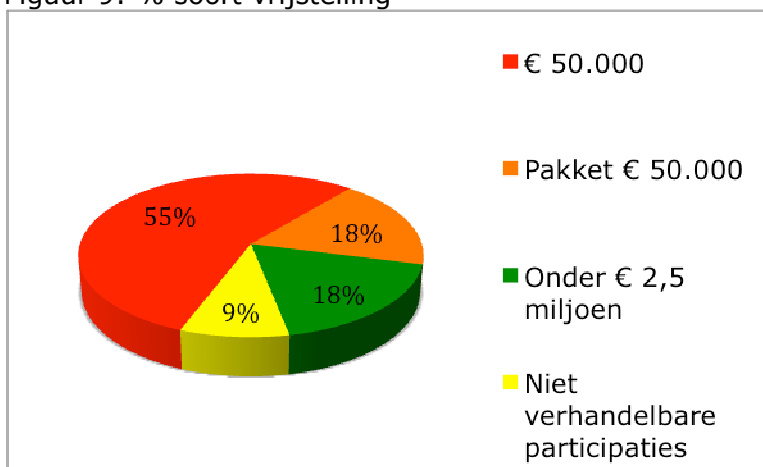
	Aantal	Aantal %	Getoetste prospectussen	%	Vrijstelling obv vrijstellingsregels	%	Niet verhandelbare participaties	%	Totaal	Totaal %
Aanbieder met vergunning	19	26%	6	32%	8	42%	5	26%	19	100%
Aanbieder zonder vergunning	54	74%	0	0%	53	98%	1	2%	54	100%
	73	100%	6	8%	61	84%	6	8%	73	100%

	Aantal	Aantal %	€ 50.000	%	Pakket € 50.000	%	Onder € 2,5 miljoen	%	Totaal	Totaal %
Aanbieder met vergunning	8	13%	5	63%	2	25%	1	13%	8	100%
Aanbieder zonder vergunning	53	87%	32	60%	10	19%	11	21%	53	100%
	61	100%	37	61%	12	20%	12	20%	61	100%

Figuur 8: % aantal prospectussen



Figuur 9: % soort vrijstelling



6.6 Conclusie

De cijfers geven een zeer negatief beeld weer van het toezicht dat de AFM houdt op de markt. Een percentage van 8 % van alle aanbieders die een prospectus laat keuren is laag. Dit houdt ook in dat de AFM niet het doel van de regelgeving naleeft. Het doel is namelijk het beschermen van de consument maar wanneer er geen toezicht wordt gehouden kan de consument onmogelijk beschermd worden. Het is dus zeer dringend nodig dat de consument beter beschermd wordt. Ook al omdat er steeds meer gevallen van fraude bij vastgoedfondsen worden gemeld.

Het is voor de consument lastig te beoordelen wanneer een fonds betrouwbaar is. Een hulpmiddel daarbij is de uitgegeven prospectus behorende bij een fonds. Echter 92 % van deze prospectussen is niet getoetst op een minimale informatievereisten door de AFM. De consument kan er dus niet van op aan dat zij door een prospectus voldoende worden geïnformeerd over een belegging. Hierbij moet wel vermeld worden dat het niet zo is dat wanneer een prospectus niet is getoetst deze gelijk niet aan de minimale informatievereisten voldoet. Er zit veel verschil tussen de prospectussen van de verschillende aanbieders.

Uit de cijfers blijkt dat het imago, dat vastgoedfondsen niet onder toezicht staan van de AFM, klopt. Het is dus van belang dat de zelfregulering van de grond komt om zodoende de consumenten te beschermen tegen onder andere frauduleuze aanbieders.

Zoals in het vorige en dit hoofdstuk is aangetoond spelen er problemen met betrekking tot het toezicht op vastgoed-CV's. Om deze problemen op te lossen kan de overheid of met andere regelgeving komen of aansturen op zelfregulering. In het volgende hoofdstuk zal de theorie van zelfregulering toegepast worden op de problemen in de markt om zodoende te bepalen of zelfregulering het juiste middel is.

7 Zelfregulering en de vastgoedmarkt

Op de markt voor niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen is al een begin gemaakt met het realiseren van zelfregulering om zo de informatiesymmetrie te verhelpen. Hierbij zijn vijf verschillende partijen actief vanuit drie invalshoeken. Deze vijf partijen zijn de Autoriteit Financiële Markten (AFM) namens de overheid, de Vereniging Vastgoed Fondsen (VVF) en de Stichting Transparantie Vastgoedfondsen (STV) namens de aanbieders, en de Vereniging Vastgoed Participanten (VVP) en Vastgoed Belang (VB) namens de consumenten. Hier zal bekeken worden in hoeverre dit zelfreguleringsinitiatief binnen de theorie past.

7.1 Probleem beschrijving

Het probleem waar de branche mee te maken heeft is onder te verdelen in verschillende problemen. Waarvoor per probleem gekeken dient te worden of zelfregulering het juiste middel is. Hier zullen nu eerst de verschillende problemen beschreven worden.

Gebrekkig toezicht

Het eerste probleem is een gebrekkig toezicht. Veel aanbieders van vastgoedfondsen ontlopen het toezicht dat de AFM dient te houden namens de overheid omdat zij gebruik maken van de geboden vrijstellingen welke zijn opgenomen in de wet. Het gaat hier om vrijstelling van de vergunningplicht en de prospectusplicht. Meer hierover is te vinden in hoofdstuk 5.

Gebrekkige transparantie

Het tweede probleem is een gebrek aan transparantie bij de aanbieders van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Transparantie houdt in dat de beleggers voldoende geïnformeerd dienen te worden over beslissingen die worden genomen, kosten die worden gemaakt, of over een goed onderbouwd toekomst perspectief e.d. Dit gebeurt tot nu toe nog te weinig.

Slecht imago

Keer op keer komt de vastgoedmarkt negatief in het nieuws en vaak heeft dat ook betrekking op beleggingen in vastgoed-CV's. Hierdoor is een negatief imago ontstaan over vastgoed-CV's welke nadelige gevolgen heeft. Beleggers zullen namelijk eerder afzien van het beleggen in vastgoed-CV's wat nadelig is voor de aanbieders.

7.2 De probleemcategorie

Zoals eerder beschreven zijn er verschillende probleemcategorieën te benoemen. Om tot een goede beslissing te komen met het oog op wel of geen zelfregulering zal het probleem onder één van deze categorieën ondergebracht dienen te worden. De categorie waaronder alle drie de problemen onder gebracht kunnen worden is informatieasymmetrie. Voor het probleem van gebrekkig toezicht geldt dit omdat over het algemeen de particuliere belegger te weinig afweet van het beleggen in vastgoed-CV's. Hier speelt het toezicht in eerste instantie wel op in met een vergunningplicht en prospectuseisen, echter doordat er vrijstellingen zijn van deze plicht en eis wordt een groot deel van de particuliere beleggers niet via die toezichtinstrumenten beschermd. Dit is niet wenselijk en ook tegenstrijdig met het doel van de toezicht wet.

De gebrekkige transparantie heeft onder andere te maken met de vrijstelling welke gekregen kan worden van de prospectusplicht, echter het gebrek aan transparantie gaat verder. Ook wanneer er aan de prospectuseisen wordt voldaan blijft er gebrek aan transparantie. Zo kunnen beleggers niet goed de kwaliteit van de verschillende

aanbieders inschatten en is het vaak onduidelijk wat de aanbieders voor werk verrichten voor de fee die zij ontvangen. Dit kan nadelige gevolgen hebben op de geboden kwaliteit. Het slechte imago heeft te maken met kennisasymmetrie omdat het de beleggers niet goed duidelijk is waar het slechte imago vandaan komt. Vele negatieve publiciteit over een enkeling zet de gehele markt in een kwaad daglicht terwijl bijna alle aanbieders respectabele en betrouwbare aanbieders zijn. Alle aanbieders worden om een spreekwoord te gebruiken over één kam geschoren.

7.3 Het motief achter zelfregulering

Er zijn op de markt verschillende motieven welke leiden tot de zelfregulering welke al is ingezet. Bij de eerste twee problemen is hetzelfde motief van toepassing en dat is zelfregulering in situaties waar qua type probleem overheidsregulering aan de orde is, maar waar overheidsregulering niet te verwachten is (zie tabel 3). Voor het probleem gebrekkig toezicht geldt dit omdat de overheid met het oog op de prospectusrichtlijnen gebonden is aan Europese regelgeving en hier geen veranderingen in kan aanbrengen. Met het oog op de vergunningplicht is het de ernst van het probleem dat overheidsregulering niet rechtvaardigt. De overheid blijft namelijk achter hun standpunt staan dat particulieren zelf onderzoek dienen te doen naar de instelling waarin zij willen beleggen.

Voor het derde probleem, het slechte imago, komt het motief uit de markt zelf (punt 3 tabel 3). De overheid heeft geen rede om regelgeving in te voeren om een imago van een branche te verbeteren dus op dit gebied moet het altijd uit de markt zelf komen. Samenhangend met deze motieven speelt het beschermingsniveau welke de overheid aan thema's toekent een rol. De eerste twee problemen kunnen onder het tweede beschermingsniveau ingedeeld worden, wat inhoudt dat de overheid vindt dat de marktpartijen hun verantwoordelijkheid moeten nemen. Zij zullen dan ook aansturen op zelfregulering. Volgens de theorie zal, wanneer de marktpartijen het laten afweten, de overheid alsnog regulerend optreden. Dit laatste valt te betwijfelen, want bij bijvoorbeeld de prospectuseisen is er sprake van Europese regelgeving en de overheid kan daar niet in wijzigen. Bij het derde probleem zal het derde beschermingsniveau van toepassing zijn, of terwijl de overheid zal niets doen.

7.4 De randvoorwaarden

Aan de in hoofdstuk 3.3 genoemde randvoorwaarden dient voldaan te worden om zelfregulering succesvol te laten verlopen. Voor de vastgoedmarkt geldt het volgende over deze randvoorwaarden. Als eerste randvoorwaarde wordt gesteld dat er genoeg kennis aanwezig dient te zijn. In de vastgoedmarkt wordt daaraan voldaan. Er zijn verschillende partijen welke zich richten op de zelfregulering en binnen deze partijen is kennis aanwezig. Ook zijn er al enkele onderzoeken gedaan op het gebied van zelfregulering op de vastgoedmarkt voor niet-beursgenoteerde fondsen.

Aan de tweede voorwaarde, voldoende draagvlak, wordt ook voldaan. Op dit moment heeft ongeveer de helft van alle actieve aanbieders zich aangesloten bij een organisatie welke streeft naar zelfregulering. Hieronder vallen op een enkeling na alle grote aanbieders. Dit is een teken dat zij zelfregulering willen. Hiermee wordt ook gelijk aan de derde randvoorwaarde voldaan namelijk dat de organisatiegraad voldoende is. Hierbij moet wel opgetekend worden dat er aan de aanbieders (VVF, STV) kant en de beleggers (VB, VVP) kant twee partijen zijn wat tot nu toe nog niet efficiënt is gebleken.

7.5 De zelfreguleringvorm

De zelfreguleringvorm wordt niet zozeer door de markt zelf gekozen maar door de overheid bepaald. In het geval van de vastgoedmarkt zal de overheid kiezen voor geconditioneerde zelfregulering welke tweezijdig is. Hiervoor moet de overheid kiezen want op die manier kan er richting gegeven worden aan het zelfreguleringproces. Ook heeft dit als voordeel dat de kennis welke aanwezig is bij de overheid benut kan worden om te komen tot goed werkende zelfregulering. Het moet tweezijdig zijn zodat de wensen en eisen vanuit de aanbiederszijde en de beleggerszijde meegenomen kunnen worden. Zodoende zal de beste regulering tot stand komen. Dit alles geldt echter alleen

bij de eerste twee problemen. Bij het derde probleem zal er vrije zelfregulering moeten zijn en dat hoeft maar eenzijdig te zijn. Het slechte imago dienen de aanbieders zelf met zelfregulering op te lossen. Hier is de hulp van de overheid of de beleggers niet benodigd.

7.6 Voorlopige conclusie

Met hetgeen dat hierboven is geconcludeerd kan een eerste antwoord worden gegeven op de vraag of er sprake dient te zijn van regulering door de overheid of van zelfregulering. Het eerste probleem, het gebrekkige toezicht, kan opgesplitst worden in twee delen. Het eerste deel is het toezicht dat voortvloeit uit de Nederlandse wetgeving (de vergunningplicht met de bijbehorende verplichtingen), hier kan een regulering en aanvullende zelfregulering worden toegepast. Bij het tweede deel (prospectuseisen) waarbij het toezicht voortvloeit uit Europese richtlijnen is regulering door de overheid geen optie want de Europese richtlijnen kunnen door de Nederlandse wetgever niet veranderd worden. Hier zal dus enkel zelfregulering uitkomst bieden om het probleem op te lossen.

Bij het tweede probleem, gebrekkige transparantie, zijn de beide mogelijkheden, regulering door de overheid en zelfregulering, een optie. Voor het imagoprobleem is overheidsregulering geen optie omdat zij daar geen motief voor hebben, hier kan alleen zelfregulering uitkomst bieden.

7.7 Afweging overheidsregulering of zelfregulering

Er zijn nu twee situaties over waarbij de keuze tussen zelfregulering en overheidsregulering niet gemaakt is. Om deze keuze te kunnen maken zal er naar de voor- en nadelen van zelfregulering gekeken worden. Hiervoor zal tabel 4 gebruikt worden waarin deze voor- en nadelen beschreven staan. Per situatie zal gekeken worden welke voor- en nadelen het zwaarste wegen om zodoende een keuze te kunnen maken tussen de twee reguleringsvormen. Deze wegingsfactor zal aangegeven worden door middel van een + of een -.

Tabel 8: gebrek aan toezicht in de Nederlandse wetgeving

Voordelen	Oordeel	Nadelen	Oordeel
Informatievoorsprong bij marktpartijen	-	Gevaar voor misbruik van informatievoorsprong	+
Transactiekosten regulering lager bij marktpartijen	+/-	Transactiekosten voor derden en/of kostenafwenteling consument	+ +
Betere aansluiting op handelsperspectief	-	Gevaar voor 'eenrichtingsverkeer'	+
Flexibiliteit, regels kunnen sneller en soepeler vastgesteld of gewijzigd worden	+	Gevaar voor concurrentiebeporing	+
Verlichting overbelast overheidsapparaat	+ +	Beperkte afdwingbaarheid van regels	+ +
Betrokkenheid van samenleving	+	Gevaar voor lobbygroepen (ook bij reguliere wetgeving)	+/-
Geschikt waar overheid liever niet reguleert omdat fundamentele rechten in geding zijn	+/-	Path dependence, marktpartijen slaan bepaalde richting in met zelfregulering, wanneer overheid de regulering wil aanscherpen is het afhankelijk van deze richting	+

Uit de hierboven staande analyse kan geconcludeerd worden dat de nadelen van zelfregulering in dit geval zwaarder wegen dan de voordelen. Het is hier dan ook aan te bevelen om overheidsregulering toe te passen.

Tabel 9: gebrek aan transparantie

Voordelen	Oordeel	Nadelen	Oordeel
Informatievoorsprong bij marktpartijen	+	Gevaar voor misbruik van informatievoorsprong	+
Transactiekosten regulering lager bij marktpartijen	+	Transactiekosten voor derden en/of kostenafwenteling consument	+ +
Betere aansluiting op handelsperspectief	+ +	Gevaar voor 'eenrichtingsverkeer'	+/-
Flexibiliteit, regels kunnen sneller en soepeler vastgesteld of gewijzigd worden	+	Gevaar voor concurrentiebeperking	+/-
Verlichting overbelast overheidsapparaat	+ +	Beperkte afdwingbaarheid van regels	+
Betrokkenheid van samenleving	+	Gevaar voor lobbygroepen (ook bij reguliere wetgeving)	+
Geschikt waar overheid liever niet reguleert omdat fundamentele rechten in geding zijn	+/-	Path dependence, marktpartijen slaan bepaalde richting in met zelfregulering, wanneer overheid de regulering wil aanscherpen is het afhankelijk van deze richting	-

Uit de hierboven staande analyse kan geconcludeerd worden dat de voordelen van zelfregulering in dit geval zwaarder wegen dan de nadelen. Het is hier dan ook aan te bevelen om zelfregulering toe te passen.

7.8 De binding aan zelfregulering

Er zijn nu twee situaties waar zelfregulering op toegepast dient te worden namelijk bij het toezicht op de prospectussen en de gebrekkige transparantie. Wanneer er zelfregulering komt moet er bedacht worden in hoeverre de partijen eraan gebonden dienen te worden en hoe dat gerealiseerd dient te worden. Zoals beschreven zijn er drie mogelijkheden om partijen aan zelfregulering te binden. De eerste vorm, binding via de wet, zal met betrekking tot de prospectussen tot problemen kunnen leiden aangezien hier al iets over is geregeld in de wet. Wanneer er in de wet verwezen gaat worden naar een AMvB met strenge prospectusvoorschriften zal dit tegenstrijdig zijn, wat niet wenselijk is. Voor de gebrekkige transparantie kan het een mogelijkheid zijn, echter de transparantie van de aanbieders zal met name in de prospectussen tot uiting moeten komen. Daarom is het verstandig om deze twee problemen tegelijkertijd aan te pakken en met eenzelfde vorm van binding de partijen eraan te binden.

De tweede vorm van binding, binding via consensus, kan wel gebruikt worden om partijen mee te binden. Voorwaarde is wel dat zij lid worden van de branchevereniging. Wanneer zij lid worden van de branchevereniging zullen zij zich moeten houden aan hun regels. Deze binding zal in eerste instantie vrijwillig zijn aangezien een aanbieder er voor kiest om lid te worden. Is een aanbieder al lid en de regels van de vereniging worden gewijzigd door een groep vertegenwoordigers vanuit de leden dan zal het lid zich aan deze wijzigingen moeten houden. Deze binding is niet geheel vrijwillig, echter wanneer men het echt niet eens is met de wijzigingen kan men er altijd voor kiezen om het

lidmaatschap op te zeggen. De zelfregulering kan via deze vorm dus niet gedwongen opgelegd worden.

De derde vorm van binding welke uitgaat van de open normen in het BW zal in eerste instantie niet gebruikt kunnen worden. Deze vorm gaat uit van in Nederland levende rechtsovertuigingen of het gewoonterecht. Dit is nu nog niet mogelijk bij de eerste fase van zelfregulering. Zelfregulering zal namelijk niet direct een levende rechtsovertuiging geven of een gewoonte zijn. Zeker niet wanneer maar de helft van de branche zich eraan committeert. Echter wanneer nagenoeg alle aanbieders zich aan de zelfregulering committeert door lid te worden van de branchevereniging en de zelfregulering op een zodanige wijze bekend is en er verondersteld mag worden dat alle aanbieders zich eraan houden dan is er wellicht een mogelijkheid om van deze vorm gebruik te maken.

Al met al kan geconcludeerd worden dat de binding aan zelfregulering in dit geval alleen gerealiseerd kan worden wanneer de aanbieders lid worden van de branchevereniging.

7.9 Conclusie

In de markt voor niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen dient voor drie problemen die er spelen zelfregulering opgesteld te worden. Deze problemen zijn de gebrekkige prospectustoetsing, de gebrekkige transparantie en het slechte imago. In de eerste twee gevallen zal er op basis van literatuur gebruik moeten worden gemaakt van tweezijdige zelfregulering om zo alle wensen van de aanbieders en de beleggers mee te kunnen nemen in de zelfregulering. Er zullen duidelijke regels opgesteld moeten worden waar de aanbieders van vastgoedfondsen zich aan gaan houden. De regels zullen betrekking moeten hebben op het geven van duidelijke en betrouwbare informatie aan de particuliere belegger. Zodat hij een goede keuze kan maken met betrekking tot het kiezen van het fonds waarin hij wil beleggen.

Voor het slechte imago is eenzijdige zelfregulering voldoende, alleen de aanbieders zullen zich hier mee bezig houden. Zij kunnen het imago proberen te verbeteren door middel van reclame campagnes. Een goed werkende zelfregulering met betrekking tot de prospectustoetsing en de gebrekkige transparantie kan hiervoor een impuls zijn. Het is dus van groot belang dat deze zo snel mogelijk gaat lopen.

De binding aan de zelfregulering zal via consensus moeten gaan en hiervoor zullen de aanbieders lid moeten worden van de branchevereniging. De aanbieders kunnen niet gedwongen worden lid te worden maar wanneer de zelfregulering goed gaat en de beleggers op de voordelen worden gewezen van het beleggen in fondsen van aanbieders die zich aan de zelfregulering houden zal iedere aanbieder toch lid moeten worden anders zal hij problemen krijgen om beleggers te werven.

Het gebrekkige toezicht vanuit de Nederlandse wetgeving en dan met name de vergunningplicht kan de overheid zelf oplossen. Zij kunnen ten opzichte van de Europese regelgeving deze wel aanscherpen. Zij kunnen bijvoorbeeld de vrijstellingen met betrekking tot de vergunningplicht afzwakken waardoor meerdere aanbieders een vergunning benodigd hebben met daaraan verbonden het bijbehorende toezicht door de AFM.

Dit hoofdstuk heeft laten zien dat zelfregulering het middel is om de problemen in de markt op te lossen. Er zijn al enkele zelfreguleringpartijen actief met het opzetten van deze zelfregulering. Hoe denken de personen van deze partijen over de problemen en wat zijn hun visies op de zelfregulering. Dit zal in het volgende hoofdstuk behandeld worden.

8 Wat zegt de markt over het onderwerp

8.1 Waarom

Tot nu toe is er een theoretisch en kwantitatief beeld geschapen over hoe het staat met de zelfregulering in de markt voor vastgoed-CV's. Echter het is daarbij interessant om te weten hoe er in de markt over de zelfregulering gedacht wordt en hoe zij het huidige toezicht beoordelen. Ook hoe zij de transparantie van de verschillende fondsen vinden.

Om na te gaan hoe er in de markt gedacht wordt over de hiervoor genoemde onderwerpen zijn er enkele interviews gehouden. Er is gekozen om interviews te houden omdat op deze manier dieper ingegaan kan worden op de problemen in de markt. Belangrijker nog is dat het mogelijke oplossingen voor de problemen voort kan brengen. Via diepte-interviews kan dit alles beter toegelicht worden.

Tabel 10: citaten

"Bij de meeste kleinere en nieuwe aanbieders is de kwaliteit van de prospectus van zeer slecht kwaliteit"

"Particulieren gaan bij de aankoop van een auto alle mogelijke alternatieven na en overleggen met kennissen, een vastgoedparticipatie kopen ze direct na het zien van een mooie commercial of folder"

"Met beter toezicht had in ieder geval een deel van de fraude zaken voorkomen kunnen worden"

8.2 Vertegenwoordiging

De markt van vastgoed-CV's telt twee zijden: de beleggers aan de ene zijde en de aanbieders van de fondsen aan de andere zijde. Voor de vertegenwoordiging van deze kanten zijn Dhr. R.M.L. Krijthe en Dhr. P. van Harderwijk geïnterviewd.

Dhr. R. Krijthe is Directeur Business Development bij Schretlen & Co en heeft grote interesse in het beleggen in vastgoed-CV's. Hij neemt vele prospectussen van de verschillende aanbieders door om te kijken of het interessante mogelijkheden kan opleveren voor de klanten van Schretlen & Co. Hij geeft zijn mening vanuit de hoek van de belegger.

Dhr. P. van Harderwijk geeft zijn mening vanuit de hoek van de aanbieders van vastgoed-CV's. Hij is werkzaam bij Westplan Investors welke sinds 1996 vastgoed-CV's op de markt brengen. Tevens stond hij aan de basis van de oprichting van de STV.

Op de markt zijn verschillende partijen actief welke zich richten op de vorming van de zelfregulering. Met al deze partijen (VVF, STV, VVP, VB en AFM) is er gesproken. Vanuit de VVF is er gesproken met Dhr G. Van Boom. Voorzitter van de vereniging en mededirecteur van Van Boom & Slettenhaar welke sinds 1997 actief zijn op de markt voor vastgoedbeleggingen. Bij de STV is er gesproken met Dhr. R. Weisz, voorzitter van het bestuur en partner van Timevest, een particuliere internationale beleggingsgroep. Bij de VVP is Dhr. D. Bartels geïnterviewd. Hij is voorzitter van de vereniging en tevens directeur van Bartels Advocaten. Een advocatenkantoor dat is gespecialiseerd in vastgoedrecht.

Vanuit Vastgoed Belang is er gesproken met Dhr. H. Bos. Hij voert de dagelijkse directie en is deelnemen aan het overleg over zelfregulering tussen de verschillende belangenbehartigers partijen. Tevens is hij namens vastgoed belang betrokken bij meerder op vastgoed gerelateerde reguleringsinitiatieven.

Namens de AFM, de partij die bij de zelfregulering betrokken is vanuit de overheid, is er gesproken met Dhr. M. Denkers, strategisch analist. Hij heeft overleg tussen de verschillende partijen bijgewoond.

De verschillende personen hadden veelal een zelfde kijk op de verschillende onderwerpen welke aan bod zijn gekomen tijdens de interviews daarom zullen ze tegelijkertijd worden besproken wel zullen de eventuele afwijkende meningen tegenover elkaar worden afgezet.

8.3 Vragen

De onderwerpen die aan bod zijn gekomen tijdens de interviews zijn: de markt voor vastgoed-CV's in het algemeen, het toezicht van de AFM, de prospectussen, de zelfregulering en mogelijke oplossingen om de problemen te verhelpen³⁸. Veel vragen hangen met elkaar samen en daarom zullen de interviews niet per vraag maar per onderwerp worden besproken.

De markt voor vastgoed-CV's is kort besproken als inleiding op het verdere interview. Hier is alvast kort ingegaan op de kwaliteit van de verschillende aanbieders en de transparantie die zij geven op de aangeboden belegging. Het toezicht is besproken om zodoende een beeld te krijgen over hoe men tegen de controle van de AFM aankijkt. Aan de hand hiervan kan gekeken worden wat mogelijke verbeterpunten zijn. Bij de bespreking van de prospectussen is er vooral ingegaan op de mogelijkheden tot het krijgen van vrijstelling van de prospectustoetsing. Bij de zelfregulering wordt ingegaan op de huidige situatie en de wenselijke situatie. Als laatste is er, tot zover het nog niet aan bod was gekomen bij de verschillende voorgaande onderwerpen, gevraagd naar mogelijke oplossingen voor de problemen. Aan de AFM zijn nog wat aanvullende vragen gesteld met betrekking tot hun rol in het zelfreguleringproces dit zal als laatste aan bod komen.

8.4 De uitkomsten

Hier zullen de uitkomsten van de interviews worden besproken aan de hand van de hiervoor reeds genoemde onderwerpen.

8.4.1 De markt in het algemeen

Als eerste is er ingegaan op de kwaliteit van de verschillende aanbieders. Hierop werd aangegeven dat dit erg uiteenloopt, de verschillen zijn groot. De kwaliteit bij vooral de grotere aanbieders en de banken zit wel goed maar bij de veelal kleinere en nieuwere aanbieders is de kwaliteit te laag. Wanneer er ingegaan wordt op de transparantie van de aanbieders blijkt dat dit bij het merendeel van de aanbieders onvoldoende is. Er worden onvolledige beelden geschapen en in sommige gevallen vind er agressieve verkoop plaats.

Wanneer er gekeken wordt naar de kosten van de verschillende fondsen blijken deze erg uiteen te lopen. Dit kan men ook zien wanneer er gekeken wordt naar de benchmark van de VVF. De kosten van de fondsen lopen uiteen van 4% tot 15%.

Over de exit strategie wordt nog gezegd dat dit vaak een inschatting is. Er wordt een verkoopwaarde aan de belegging gegeven voor bijvoorbeeld over 10 jaar. Deze verkoopwaarde is eigenlijk niet in te schatten en dus een nietszeggende voorspelling.

8.4.2 Het toezicht

Het huidige toezicht vanuit de AFM wordt door de beleggers gezien als te gebrekkig en te beperkt. Zij vinden dat de aanbieders niet voldoende worden gecontroleerd waardoor de beleggers niet optimaal worden beschermd. Dit blijkt ook wel uit het feit dat er recent

³⁸ De vragenlijst is te vinden in bijlage II

verschillende fraude zaken aan het licht zijn gekomen. Zo zijn er de fraudezaken van Hooghuis & Versteeghe (Golden Sun), Van Puijmbrouck (Royal Dubai) en Palm Invest (Palm Invest). Er lopen echter nog onderzoeken naar meerdere aanbieders. Al deze fondsen hebben gebruik gemaakt van de geboden vrijstellingsregels en vielen niet onder het toezicht van de AFM.

Vanuit de aanbieders kant komt vooral naar voren dat de toetsing van de prospectussen door de AFM te veel tijd in beslag neemt. Voordat er uiteindelijk goedkeuring is verkregen voor het prospectus zijn de aanbieders enkele weken of maanden verder. Deze tijd hebben ze niet of willen ze hier niet aan besteden. Meerdere aanbieders willen hun prospectussen wel laten keuren door de AFM, echter door de lange procedure richten ze het fonds zo in dat er toch vrijstelling wordt verkregen van toezicht door de AFM. Dhr. Weisz denkt dat de lange toetsingstermijn geen belemmering vormt maar dat de aanbieders of vinden dat ze het goed genoeg doen of zeker weten dat ze er niet door komen.

Het gebrekkige toezicht heeft naast de vrijstellingsmogelijkheden ook te maken met het toetsingskader van de AFM. Zij toetsen enkel of het prospectus wettelijk inhoudelijk compleet is. Dat houdt in dat zij nagaan of het prospectus aan de wettelijke eisen voldoet welke de Wft stelt. Er wordt alleen gekeken of alles erin staat vermeld. Naar de inhoudelijke tekst wordt niet gekeken en een toetsing door de AFM is dus zeker geen zekerheid van een goed fonds. Particulieren kunnen hier nog wel eens onterecht anders over denken. Dhr. van Harderwijk geeft aan dat hij deze manier van toetsing prima vindt mits er een inhoudelijke toetsing van de prospectussen bijkomt door de STV.

Over de afgegeven Wft vergunning wordt gezegd dat ze maar een kleine kans op fraude uitsluiten. Wat er tevens bij de gesprekken naar voren komt is dat de belegger zichzelf ook beter moet laten voorlichten over waarin hij belegt.

8.4.3 Het prospectus

Als eerste is er ingegaan op de vrijstellingsmogelijkheden die er zijn van de prospectustoetsing. Deze mogelijkheden zijn bij de geïnterviewde personen bekend aangezien zij professioneel met de vastgoed-CV's om gaan. Er wordt door de beleggers kant aangegeven dat de vrijstellingsregels bij de achterban oftewel de daadwerkelijke participanten niet goed bekend zijn. Ook wat de gevolgen zijn van de vrijstellingen zijn niet goed bekend. Er is door de participanten wel eens gehoord van de 50.000 euro grens maar dat zegt hen niet zo veel. De andere vrijstellingsgronden zijn vrijwel helemaal niet bekend.

Het idee achter de vrijstellingsregel van 50.000 euro is dat degene die dat bedrag beleggen gezien kunnen worden als professionele belegger en zij worden dus geacht er verstand van te hebben. Uit de interviews blijkt dat beleggers maar weinig verstand hebben van wat ze doen met hun geld en vaak enkel kijken naar de hoogte van het rendement. Om deze reden wordt er nogal eens geroepen om de grens van 50.000 euro te verhogen alleen zal dit niet mogelijk zijn omdat er bij de vrijstellingsregels sprake is van Europese regelgeving. Mocht deze grens in een gedragscode wel omhoog gaan, dan zullen de andere vrijstellingsgronden ook aangepakt moeten worden anders zullen aanbieders de fondsen zo inrichten dat ze onder die andere vrijstellingsgronden vallen. Kijkt men naar de transparantie welke geboden wordt met betrekking tot de risico's welke een belegger loopt dan valt vooral op dat er alleen algemene risico's worden genoemd welke oppervlakkig zijn weergegeven. Er wordt vaak niet naar de specifieke risico's van een gebouw gekeken, bijvoorbeeld de huidige onderhoudsstaat, de lengte van de huurcontracten en naar de solvabiliteit van de huurders. Veel risico paragrafen kunnen van de ene prospectus zo overgenomen worden in een andere prospectus. Ook worden er geen zwaarte aan de verschillende risico's verbonden, terwijl het ene risico veel waarschijnlijker is om voor de komen dan een ander risico. De gevolgen van de verschillende risico's zijn ook anders en worden niet goed toegelicht. Met betrekking tot aangekocht vastgoed stelt Dhr. Bartels voor om een objectpaspoort in te voeren. Hierin moet onder andere terug te vinden zijn wie de vorige eigenaren geweest zijn van het pand en voor welke bedragen zij het object hebben aangekocht. Het moet de geschiedenis van het pand weergeven.

Wat ook nooit verteld wordt is dat er geen A maar B categorie panden in de CV worden gestopt. Het zijn middle of the road panden, wat noodzakelijk is anders kan er geen hoog genoeg rendement worden geboden.

Niet alleen op het gebied van de risico's zijn de prospectussen niet transparant ook op het gebied van kosten. De kosten welke gemaakt worden bij een fonds zijn vaak niet specifiek op te maken uit het prospectus en zodoende kan men bijvoorbeeld niet nagaan hoeveel fee de aanbieder ontvangt.

8.4.4 De zelfregulering

Bij de vragen over zelfregulering is er ingegaan op de vraag of het proces om tot zelfregulering te komen op de goede weg is en of zelfregulering wel het juiste middel is om de problemen op te lossen. Maar als eerste is er ingegaan over de verschillende partijen die er zijn bij de zelfregulering en de rollen welke zij vervullen.

Bij de heren Bartels, Bos, van Boom, Denkers, van Harderwijk en Weisz zijn de verschillende partijen bekend en zij weten wat hun rol is in het zelfreguleringproces. Dit is ook logisch aangezien zij erbij betrokken zijn. Bij de heer Krijthe is het minder bekend. Er wordt door de verschillende partijen aangegeven dat het zelfreguleringproces bij de particuliere beleggers vrijwel onbekend is.

Over de rolverdeling van de verschillende belangenpartijen wordt gezegd dat deze niet optimaal is. Twee partijen aan de aanbieders kant welke hetzelfde doel nastreven is te veel en brengt onnodige vertraging mee in het tot stand komen van de zelfregulering. Echter er zijn al reeds plannen tussen de twee partijen om te komen tot een fusie en door te gaan als één³⁹. Aan de aanbieders kant is het goed om twee partijen te hebben mits zij een goede en duidelijke rolverdeling maken en niet zoals nu met twee verschillende gedragscodes komen. Eén partij moet voor de belangen van de aanbieders opkomen de andere partij moet een controlerende functie krijgen. Op die wijze is de kwaliteit gewaarborgd en zullen beide partijen geen dubbel werk verrichten. Er zijn al stappen genomen om deze situatie te creëren maar het moet nog meer vorm gegeven worden.

Op de vraag of de zelfregulering op de goede weg is wordt door iedereen positief geantwoord. Er wordt aangegeven dat men er nog niet is, dat het ideaalbeeld nog niet is bereikt maar dat er de goede richting wordt gegeven aan het zelfreguleringproces. Hieruit kan geconcludeerd worden dat er een goed draagvlak is om door het gaan op de ingeslagen weg.

De geïnterviewden vinden allen dat zelfregulering het juiste middel is om de problemen die spelen op de markt op te lossen. Het is bekend dat de prospectusvrijstellingen niet weggenomen kunnen worden door de overheid en dat het alleen te ondervangen is door middel van zelfregulering. Verder kan de transparantie van de aanbieders te gelijktijd met het ondervangen van de prospectusvrijstellingen verbeterd worden. Dhr. Bartels geeft wel aan dat er op dit moment nog geen goed eindpunt in kaart is gebracht waar naar toe gewerkt kan worden.

8.4.5 De AFM

De AFM neemt deel aan het overleg over zelfregulering tussen de vertegenwoordigers van de aanbieders kant en de beleggers kant. Tijdens het interview met de heer Denkers is er hierover het een en ander gevraagd zoals bijvoorbeeld naar de rol van de AFM tijdens het overleg.

De rol welke de AFM heeft tijdens de gesprekken is een faciliterende, sturende en stimulerende rol. De faciliterende rol heeft betrekking tot het vergemakkelijken van de gesprekken. Zo stelt de AFM ruimte en middelen beschikbaar. De sturende rol hangt samen met een lijst uitgangspunten welke de AFM heeft opgesteld. De zelfregulering zal minimaal aan deze uitgangspunten moeten voldoen wil de AFM er tevreden mee zijn en haar volledige medewerking eraan geven. De stimulerende rol hangt samen met het actief zijn van vergaderingen inplannen en dergelijke om zodoende het proces op gang te houden of te versnellen. Hierbij wordt aangegeven dat wanneer de zelfregulering niet het

³⁹ Per 1 juli 2008 is de VVP ontbonden en zijn de leden overgedaan aan VB

gewenste resultaat oplevert dat het ministerie heeft aangegeven om met regelgeving te komen. Verder komt er uit het interview naar voren dat er voldoende kennis is bij de verschillende partijen om de zelfregulering tot een goed einde te brengen. Dit is toch één van de vereisten om te komen tot zelfregulering.

Wat de AFM verder nog wil bewerkstelligen is dat de beleggersvertegenwoordigers hun achterban gaan stimuleren om beter naar de beleggingsaanbiedingen te kijken. Samenhangend hiermee zullen er meerdere tools moeten komen om de verschillende fondsen te vergelijken en te beoordelen.

8.4.6 Mogelijke oplossingen

Tijdens de gesprekken is er ook gesproken over mogelijke oplossingen voor de problemen die er spelen. Deze zullen hier besproken worden.

Als eerste is er de indeling van de zelfregulering. Uit de gesprekken blijkt dat deze nog niet optimaal is. Er is aan de beleggers kant één partij te veel en aan de aanbieders kant zijn de taken nog niet duidelijk verdeelt. Uit de gesprekken komt de volgende ideale situatie naar voren. Aan de beleggerszijde komt één partij welke deel neemt aan het overleg over zelfregulering. Dit is te realiseren wanneer de VVP en Vastgoed Belang gaan fuseren⁴⁰. Deze plannen zijn er al dus dat gaat de goede kant op. Aan de aanbieders kant zal de VVF als enige belangenbehartiger voor de beleggers moeten gaan optreden. Zij zullen de zelfreguleringregels aan hun leden opleggen. Voor goed werkende zelfregulering is het van belang dat alle aanbieders lid zullen worden van de VVF dus ook de aanbieders die nu niet lid zijn maar wel de STV ondersteunen. Er wordt ook aangegeven dat alle leden van de VVF lid moeten worden van de STV. Iedere aanbieder zal dus lid moeten worden van beide partijen. De STV zal een controlerende rol moeten gaan vervullen. Deze onafhankelijke stichting zullen de leden van de VVF moeten gaan controleren of zij zich houden aan de door de VVF gestelde regels. Als uit de controle blijkt dat leden zich niet aan de regels houden zal daar een sanctie op moeten staan en dit zal aan de beleggers bekend moeten worden gemaakt. Om de onafhankelijkheid van de stichting te waarborgen zal er, een van beide partijen (VVF, VVP/VB), onafhankelijke directie moeten zijn. Op dit punt denkt de heer Bos dat het beter is om vanuit de beide partijen, de VVF en de VVP/VB, één bestuurslid toe te voegen. Een voordeel hiervan is dat de communicatie tussen de verschillende partijen soepeler kan verlopen. Dhr. Weisz vindt dat de STV compleet onafhankelijk dient te zijn en er geen leden van de VVF of de VVP/VB in het bestuur moeten zitten.

Ten tweede is er het keurmerk dat er wellicht dient te komen voor de aanbieders van fondsen. Dit keurmerk zal gegeven worden aan fondsen welke voldoen aan de eisen welke gesteld worden door de invoeren van de zelfregulering. Aan de hand van dit keurmerk kunnen beleggers dan zien of een fonds transparant opereert en voldoende betrouwbare informatie in hun prospectus hebben staan. Dit keurmerk zal uitgedeeld kunnen worden door de STV.

De beleggers juichen de eventuele komst van een keurmerk toe. Zij vinden dat het aan de participanten een hoop duidelijkheid geeft. Zij kunnen dan kiezen voor een fonds welke een keurmerk heeft en dus betrouwbaar is. Dat een fonds betrouwbaar is wil nog niet zeggen dat het risicoloos is. Het "normale" beleggingsrisico zal men altijd houden en dit zal per fonds verschillen in grootte. Dit is dan ook gelijk een kritiek punt vanuit de aanbieders. Het moet goed aan de consumenten gecommuniceerd worden dat het keurmerk niet inhoud dat er geen risico is. Ook dient er gelet te worden op de aansprakelijkheid die er is bij het uitreiken van een keurmerk. Het gaat bij vastgoedfondsen altijd om grote bedragen en wanneer de STV aansprakelijk gesteld kan worden zal dat enorme financiële gevolgen hebben. Volgens Van Boom zal het op het korte termijn niet mogelijk zijn om een keurmerk in te voeren maar in de toekomst is het zeker een mogelijkheid. Hij geeft aan dat het belangrijker is dat eerst de organisatie goed staat en de controle van de fondsen plaats gaat vinden. Als dat soepel loopt kan er gekeken worden naar een keurmerk.

⁴⁰ Per 1 juli 2008 is de VVP ontbonden en zijn de leden overgedaan aan VB

Met betrekking tot de personen achter de fondsen wordt als derde aangegeven dat een DSI controle ingevoerd moet worden. DSI staat voor Dutch Securities Institute en zij screenen werknemers op integriteit, deskundigheid en ervaring. Ze doen dit onder andere op het gebied van effectenspecialisten en financiële adviseurs. Deze screening moet in de zelfreguleringsregels opgenomen worden omdat op deze wijze de foute personen buiten de markt gehouden kunnen worden. De kans dat er fraude wordt gepleegd met fondsen door niet integere personen zal kleiner worden. Tijdens overleg tussen de verschillende partijen is deze screening reeds aan bod gekomen. Een oplossing welke verder in elk gesprek naar voren komt is dat de participanten zelf beter moeten opletten waar zij hun geld in investeren. Het gaat vaak om bedragen groter dan 50.000 euro en daarvoor mogen ze best op onderzoek uit gaan of zich laten informeren door gespecialiseerde adviseurs. Er ligt hier ook een taak voor de behartigers van de beleggers belangen door hun achterban erop te wijzen dat ze zichzelf goed moeten laten voorlichten of wanneer er verstand van zaken is zelf onderzoek te doen naar een aanbieder. Een ander punt, wat niet zozeer betrekking heeft op de zelfregulering, waar onderzoek naar gedaan dient te worden is een secundaire markt voor vastgoedparticipaties. In Amerika en Engeland is zo een markt er al en dit verhelpt het lock-in risico welke aanwezig is bij vastgoedobligaties. Voor de particulieren geeft dit veel meer handelingsruimte.

8.5 Conclusie

Er zijn verschillende partijen geïnterviewd naar hun mening over de zelfregulering om zodoende erachter te komen of er hetzelfde over wordt gedacht of dat er verschillen zijn in mening. Uit de gesprekken kan opgemaakt worden dat alle partijen achter de zelfregulering staan en dat ze er ongeveer dezelfde ideeën over hebben. Wanneer er de theorie uit hoofdstuk 3 naast gelegd wordt kan er nogmaals gekeken worden of er een basis is voor zelfregulering welke een kans van slagen heeft. In hoofdstuk 3.3 werd gesteld dat er drie randvoorwaarden zijn voor succesvolle zelfregulering namelijk: een bepaald kennisniveau, draagvlak en voldoende organisatiegraad.

Uit de gesprekken is af te leiden dat de personen goed weten waar ze mee bezig zijn. Ze weten waar ze over praten en hebben heldere ideeën over de zelfregulering. Aan randvoorwaarde één, het kennisniveau, wordt dus voldaan. Aan randvoorwaarde twee, het draagvlak, wordt ook voldaan. De meeste individuele partijen ondersteunen de verschillende zelfreguleringsinitiatieven en zijn zodoende dan ook lid van de STV of de VVF. Doordat er twee verschillende partijen zijn aan de aanbieders zijde is de markt verdeeld en daardoor wordt niet aan de derde randvoorwaarde voldaan. De organisatiegraad is nog niet voldoende. Echter is er wel een basis waar het zelfreguleringsproces op kan voortborduren.

De markt staat positief tegenover zelfregulering en er wordt bijna aan de randvoorwaarden voldaan om succesvolle zelfregulering te kunnen uitvoeren. Er is nu een compleet beeld geschapen over de problemen die er spelen in de markt en of zelfregulering het middel is om die problemen op te lossen. Nu zullen nog de eindconclusie en aanbevelingen volgen.

9 Conclusie

De Markt voor vastgoed-CV's is de laatste jaren veelvuldig negatief in het nieuws gekomen. Een negatief rapport over de markt geschreven door de AFM en later enkele fraude zaken hebben de markt alert gemaakt op het feit dat meer toezicht noodzakelijk is. In plaats van meer toezicht kan er beter gezegd worden dat toezicht noodzakelijk is want het huidige toezicht door de AFM is zo gebrekkig dat op 92% van de aangeboden vastgoed-CV's geen toezicht is.

Dit gebrekkige toezicht komt voort uit de regelgeving waar het toezicht op is gebaseerd. In 2005 zijn de regels aangepast en daarbij is de Europese prospectusrichtlijn ingevoerd. Door de invoering van deze richtlijn zijn er vrijstellingsmogelijkheden om onder de prospectustoetsing uit te komen bijgekomen. Door de markt wordt hier massaal gebruik van gemaakt en zodoende is er geen toezicht meer door de AFM op de markt. In plaats van beter toezicht op de prospectussen is het toezicht afgenomen en doordat het hier Europese regelgeving betreft kan de overheid er niets aan veranderen. Tevens is er nog geen vergunningplicht voor ontwikkel-CV's met de bijbehorende controle op hun bestuurders. De veranderingen in de regelgeving hebben hun doel, betere controle, duidelijk niet bereikt.

De AFM stimuleert nu de komst van zelfregulering welke door de markt zelf dient te worden opgezet. Deze zelfregulering zal de problemen met betrekking tot de gebrekkige prospectustoetsing en de gebrekkige transparantie op moeten lossen. Wanneer er gekeken wordt naar de voordelen van zelfregulering ten opzichte van overheidsregulering verdient zelfregulering de voorkeur.

Aan de hand van de theorie achter zelfregulering is er gekeken of er een basis is om tot zelfregulering te komen in de markt. Wanneer er naar de markt wordt gekeken aan de hand van de drie randvoorwaarden voor zelfregulering, te weten: is er voldoende kennis aanwezig met betrekking tot het kunnen opzetten van regulering en het implementeren ervan, is er draagvlak binnen de sector en is de organisatiegraad in de branche voldoende hoog, dan kan er geconcludeerd worden dat er nog werk is te verzetten. In de markt is kennis aanwezig over het opzetten en implementeren van zelfregulering echter het zijn geen specialisten daarin. De AFM zou hier een meer sturende rol in kunnen vervullen aangezien zij daarin het meeste ervaring hebben. Draagvlak is er wel binnen de sector, de meest grootste partijen zijn lid van de VVF of de STV en geven hiermee blijk dat zij het zelfreguleringsinitiatief ondersteunen. Tevens zijn er meerdere partijen welke overwegen lid te worden van één van de twee partijen.

De aanbieders zijn verdeeld over twee verschillende zelfreguleringpartijen en er zijn nog aanbieders welke van geen van beide partijen lid zijn. Op het gebied van de organisatiegraad zal dus nog het één en andere dienen te gebeuren om te bewerkstelligen dat er één sterke partij komt waar alle aanbieders lid van zijn.

De voorwaarden voor zelfregulering zijn in beginsel aanwezig echter deze zullen versterkt moeten worden wil de zelfregulering echt kans van slagen hebben.

Ook zullen de verschillende zelfreguleringpartijen hun ideeën over de zelfregulering gelijk moeten trekken. Op dit moment wordt er door elke partij anders over de indeling van de zelfregulering gedacht, waardoor het proces erg moeizaam verloopt. Wanneer men het niet eens kan worden over de precieze indeling dan zal de zelfregulering niet goed van de grond af komen met alle gevolgen van dien, zoals bijvoorbeeld nieuwe fraudezaken. De partijen werken ook te veel langs elkaar heen en doen zodoende dubbel werk. Zo zijn er twee verschillende gedragscodes wat enkel maar verwarring opwekt bij de aanbieders en de beleggers.

Wanneer men de problemen op het gebied van transparantie niet oplost kan de consument door de ondoorzichtigheid geen goede beoordeling maken en is er voor de aanbieders geen rede zich in kwaliteit te onderscheiden. Het imago van de markt kan zodoende niet verbeteren en enkel negatieve effecten kunnen het gevolg zijn.

Echter wanneer er kwaliteitsafspraken worden gemaakt zal het consumenten vertrouwen toenemen en zullen de bestedingen stijgen.

10 Aanbeveling

Het zelfreguleringsproces in de markt voor vastgoed-CV's verloopt moeizaam. Dit blijkt ook uit de gevoerde gesprekken met de betrokken partijen. Wat vooral naar voren komt is dat de taakverdeling tussen de partijen onduidelijk is. Zo hebben de STV en de VVF beide een gedragscode opgesteld waaraan hun leden zich moeten houden. Eén uniforme gedragscode zou meer duidelijkheid opleveren. Ook bij de kant van de particulieren zijn er twee partijen die zich bezighouden met de zelfregulering, dit komt het zelfreguleringsproces niet ten goede.

Om te komen tot een goede zelfregulering zullen de verschillende partijen een duidelijke rolverdeling moeten maken. Deze rolverdeling zal er mijn inziens als volgt uit moeten zien:

- de VVP en VB samen als één partij voor de belangenbehartiging van de particulieren;
- de VVF voor de belangenbehartiging van de aanbieders;
- de STV als volledig onafhankelijk instituut die controle uitoefent.

Het belangrijkste instrument voor het toepassen van zelfregulering in de sector is een gedragscode. In deze gedragscode kunnen voorwaarden worden opgenomen over hoe aanbieders dienen te handelen. Het zijn voorwaarden waaraan ze zich moeten houden, zeg maar een tweede wet. In deze gedragscode zullen regels moeten staan waarmee de problemen die er zijn uit de weg worden genomen. Zo zullen er regels met betrekking tot transparantie opgenomen moeten worden en voorwaarden waaraan de prospectussen moeten voldoen.

De binding aan een gedragscode kan in dit geval alleen plaatsvinden via consensus. Dit houdt in dat aanbieders zich er vrijwillig aan moeten committeren. Hier komt de rol van de VVF in beeld. Via hun statuten kunnen ze verplicht stellen dat alle leden zich aan de gedragscode moeten onderwerpen. Hiervoor is het dus wel van belang dat alle aanbieders lid zullen worden van de VVF.

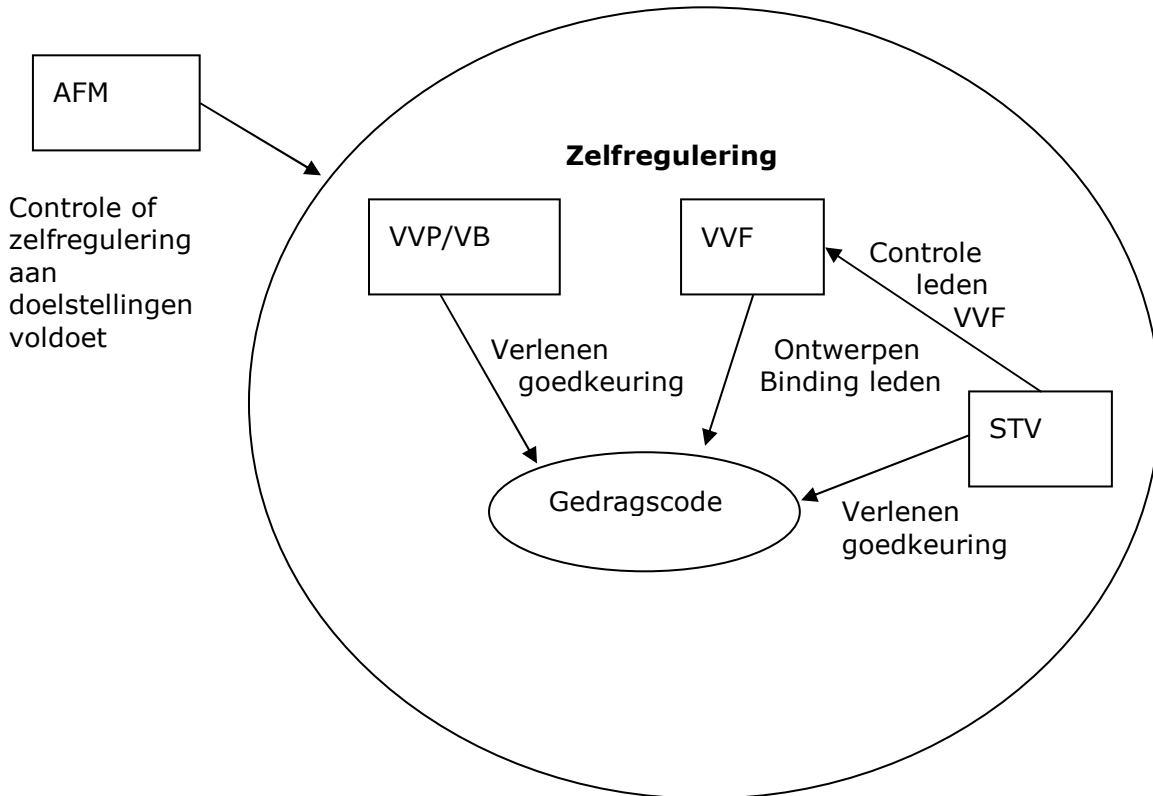
Wanneer aanbieders zich committeren aan de gedragscode zal er gecontroleerd moeten worden of zij zich er ook daadwerkelijk aan houden. Om ervoor te zorgen dat deze controle betrouwbaar is voor de buitenwereld zal dit moeten gebeuren door een onafhankelijke stichting, de STV. Zij zullen moeten toezien of de aanbieders hun prospectussen opstellen zoals ze dat verplicht zijn door de gedragscode. Ook op het verdere gebied van transparantie zullen zij controle moeten uitvoeren. Dit houdt onder andere in dat ze de jaarcijfers en het jaarverslag doornemen.

De rol van de nieuw te vormen fusie partij, welke hier verder VVP/VB genoemd zal worden, is het opkomen voor de belangen van de particulieren. Dit houdt in dat zij mee overleggen over de te vormen gedragscode. Zij moeten als behartiger van de particulieren met deze gedragscode instemmen, er dient sprake te zijn van tweezijdige zelfregulering. Het dient ook vastgelegd te worden dat de gedragscode niet gewijzigd kan worden zonder voorafgaande toestemming van de VVP/VB. De STV zal overigens ook eventuele wijzigingen in de gedragscode goed moeten keuren.

Een andere belangrijke taak voor de VVP/VB moet zijn het informeren van de particulieren over de eigen onderzoeksplicht. Elke particulier moet goed nadenken waar hij zijn geld in investeert en dient ook onderzoek te doen of het betrouwbaar is. Verder zal de VVP/VB de aanbieders onder de loep kunnen nemen welke zich niet wensen aan te sluiten bij de VVF. Hierbij kan er gewerkt worden met de zwarte en witte lijst welke nu reeds in gebruik is door de VVP.

De rol van de AFM bij deze zelfreguleringopzet is dat zij in het oog dienen te houden of de zelfregulering ook echt werkt. Verder zullen zij de zelfregulering naast hun gestelde doelstellingen moeten leggen om te kijken of die gehaald worden. Mochten ze niet tevreden zijn dan zal er vanuit de overheid actie ondernomen moeten worden.

Figuur 10: indeling zelfregulering



De STV is de onafhankelijke controlerende stichting en om deze onafhankelijkheid te waarborgen zal het bestuur uit onpartijdige leden moeten bestaan. Wanneer er een bestuurslid zijn functie opzegt zal het huidige bestuur een nieuw lid benoemen. In verband met de onafhankelijkheid is het beter wanneer de huidige sponsors van de STV zich terugtrekken, anders kan het lijken alsof zij worden voorgetrokken. Hierdoor vallen echter wel de inkomsten weg voor de stichting. Dit dient de VVF te compenseren aangezien de STV hun leden gaat controleren. Het betalen van een fee door een aanbieder per prospectuscontrole kan in stand gehouden worden.

Aangezien de aanbieders via de VVF worden gebonden aan de gedragscode is het de taak van de VVF om deze op te zetten. Echter omdat de particulieren ook een wezenlijk belang hebben bij de controle op de aanbieders zullen zij door middel van de VVP/VB de gedragscode goed moeten keuren alvorens deze van kracht wordt. Dit kan ook nog dieper gaan door de VVP/VB mee te laten helpen met het ontwerp van de gedragscode. De STV heeft ook nog een rol bij het ontwerp van de gedragscode, aangezien zij de aanbieders er aan moeten gaan toetsen. Zij zullen er op moeten toezien dat op basis van de gedragscode een goede toetsing mogelijk is.

Nadat alle drie de partijen goedkeuring hebben verleend aan de gedragscode kan deze in de praktijk worden toegepast. Dit ontwerpproces zal ook bij wijzigingen aan de gedragscode moeten worden doorlopen, alle drie de partijen zullen weer goedkeuring aan de gedragscode moeten geven.

De toetsing door de STV zal als uitgangspunt moeten hebben, dat alles wat in de prospectus staat duidelijk is voor de particuliere belegger. De informatie dient

overzichtelijk en volledig in de prospectus te staan. De toetsing zal geen kwalitatief oordeel inhouden en zodoende zal er geen waarde oordeel over de berekeningen worden gegeven, daar dient een accountant voor.

DSI toetsing

Uit de gesprekken met de marktpartijen kwam naar voren dat ze willen dat er een DSI toetsing plaats zal gaan vinden van de bestuurders van de aanbieders, anders gezegd een toetsing op betrouwbaarheid en integriteit. Dit zal een taak moeten zijn van de VVF. Zij kunnen in hun statuten opnemen dat een aanbieder enkel lid kan worden nadat hun bestuurders aan een DSI toetsing zijn onderworpen. Het doel hierachter is om zo frauduleuze personen te weren. Naast de bestuurders zullen ook de aandeelhouders en financiers gescreend moeten worden.

Keurmerk

Op dit moment is de zelfregulering nog niet rijp voor een keurmerk. Allereerst zal de basis onder de zelfregulering goed moeten staan voordat er gedacht kan worden aan een keurmerk. Op dit moment is dit nog niet het geval, de verschillende partijen denken nog te anders over de zelfregulering. Wanneer het moment daar is om over een keurmerk na te denken zal men goed in de gaten moeten houden of de consument aan een keurmerk toe is. Het kan namelijk zo zijn dat de consument het idee krijgt dat er bij een fonds met een keurmerk niets fout kan gaan, echt zal er altijd het normale beleggingsrisico aanwezig blijven. Dit zal de consument goed moeten begrijpen, alvorens er een keurmerk wordt ingevoerd.

Transparantie

Aandachtspunten met betrekking tot het verbeteren van de transparantie om de verschillende fondsen beter te vergelijken zijn het opstellen van taxatie richtlijnen en exit strategie richtlijnen. Taxatie richtlijnen zijn nodig om ervoor te zorgen dat het vastgoed van elk fonds op dezelfde manier wordt getaxeerd hierdoor is een objectievere vergelijking mogelijk van de waarde van de panden. Hetzelfde geldt maar in mindere mate voor de exit strategie. De fondsen gebruiken daar nu verschillende methodes voor en subjectieve gegevens. Er moet gekeken worden of het mogelijk is om voor de exit strategie één waarderingsmethode te kiezen en de gegevens die in die methode worden gebruikt gelijk te stellen voor de fondsen. Hierdoor zullen de waarderingen beter te vergelijken zijn.

Literatuurlijst

Boeken

Gool, P. van, P. Jager en R.M. Weisz, *Onroerend goed als belegging*. Wolters-Noordhoff, Groningen/Houten, 2001

Boom, G. van en S.J van den Brink, *Beleggen in Vastgoed, Alles over vastgoedfondsen*. Van Boom & Slettenhaar Beleggingsconsultants BV, Uitgeverij Verbum, Laren (NH), 2007

Driel, M. Van, *Zelfregulering. Hoog opspelen of thuisblijven*, Kluwer, Deventer, 1989

Giessen, I., Alternatieve regelgeving in privaatrechtelijke verhoudingen, in: W.J. Witteveen, I. Giessen en J.L. Wijkerslooth, *Alternatieve regelgeving*, Kluwer, Deventer, 2007

Wagemans, A.W., Zelfregulering, in: R.E. van Esch en J.E.J. Prins, *Recht en elektronische handel*, Kluwer, Deventer, 2002

Artikelen/scripties

AFM, *De markt voor vastgoed-CV's en -maatschappen: een tussenbalans*, Amsterdam, maart 2007

AFM, *Effectentypisch gedragstoezicht*, Amsterdam, december 2003

AFM, *Inzicht*, nummer 9 , Amsterdam , september 2005

AFM, *Nieuwe controlestrategie van de STE*, 2001, Amsterdam, 2001

AFM, *Vastgoed-CV's en maatschappen: Een verkennende analyse*, Amsterdam, april 2005

AFM, *Wet op het financieel toezicht. Belangrijkste wijzigingen gedragstoezicht bij invoering Wft*, Amsterdam, Oktober 2006

AFM, *Wet op het financieel toezicht voorlichtingsbrochure uitgevende instellingen, bestuurders en commissarissen*, Amsterdam, februari 2007

AFM, *Zicht op beleggingsinstellingen*, Amsterdam, april 2004

Arendz, C.C, *Verhuld vastgoed*, Groningen, april 2006

Baarsma B. e.a., *Goed(koop) geregeld: Een kosten-baten analyse van wetgeving en zelfregulering*, SEO, Amsterdam, maart 2004

Baarsma B. e.a., *Zelf doen? Inventarisatiestudie van zelfreguleringsinstrumenten*, SEO, Amsterdam, April 2003

Bekooij S., M. Denkers en R. Barth, *Vastgoed-CV's een gevoeligheidsanalyse*, Vastgoed, p 5-7, oktober 2006

Boekel en Nerée, *Financieel recht Nieuwsbrief*, december 2006

Brauw blackstone westbroek, *Besluit toezicht beleggingsinstellingen en nieuwe Wtb op 1 september 2005 van kracht*, legal alert, augustus 2005

- Diem, J.K., *Zelfregulering van de Nederlandse CV-markt*. Amsterdam, augustus 2006
- Ernst & Young, *Gewijzigde regelgeving voor beleggingsinstellingen en de gevolgen voor de compliance functie*
- Hentenaar, R., *Kwart meer inleg in vastgoed-CV's*, PropertyNL, nr. 5, pagina 52-61, Amsterdam, april 2007
- Hentenaar, R., *Meer toezicht op vastgoed-CV's*, PropertyNL, nr 15, pagina 32-33, Amsterdam, september 2005
- Hoedjes, M.C.H., *Vastgoedmaatschappen en CV's in Nederlands Vastgoed, een kwaliteitsonderzoek*, scriptie MRE Amsterdam, augustus 2004
- Holland van Gijzen, Ernst & Young, *De nieuwe wet en regelgeving voor beleggingsinstellingen*, 2005
- Maks, J.A.H. en N.J. Philipsen, *De economische beginselen van zelfregulering*, Maastricht
- Ministerie van Economische zaken, *Deregulering op het consumentenbeleid: een benadering voor toekomstige instrumentenkeuze*, Rapport van de door de Interdepartementale Coördinatiecommissie voor Consumentenzaken (ICC) ingestelde werkgroep dereguleringsinvloeden consumentenbeleid, 1985
- Molenaar J. en Arno Jacobs, *Het optuigen van een maatschap of CV*, PropertyNL, p 100-102, Amsterdam, juni 2004
- Preijde e.a., *gewijzigde regelgeving voor beleggingsinstellingen en de gevolgen voor de compliance functie*
- Rozendal, A., H. Vermeulen, *Overheid verandert rechtsvorm vastgoedfondsen, vastgoedmarkt*, p 14, november 2007.
- Sala, L., *Risico en rendement van besloten vastgoedbeleggingen*, scriptie Rijksuniversiteit van Groningen, februari 2004
- Tijum A. Van en mr. A.Q.R. Paijmans, *Toezicht van de AFM op aanbiedingen van effecten*, Tijdschrift voor financieelrecht 2005 – 8/9 p 232-239, 2005
- Verhoef W., *Een objectieve fondsvergelijking voor vastgoed-CV's*, Amsterdam, scriptie universiteit van Amsterdam, maart 2007
- Winter, J. e.a., *Rapport commissie modernisering beleggingsinstellingen*, AFM, Amsterdam, december 2004

Wetgeving

- Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wet op het financieel toezicht
- Besluit toezicht beleggingsinstellingen
- Inleiding Wet toezicht beleggingsinstellingen
- Memorie van toelichting Wet toezicht beleggingsinstellingen
- Memorie van toelichting, wijzigingen wet toezicht beleggingsinstellingen
- Richtlijn 2003/71/EG
- Uitvoeringsregeling Wet toezicht beleggingsinstellingen
- Vrijstellingsregeling Wet op het financieel toezicht
- Vrijstellingsregeling wet toezicht beleggingsinstellingen
- Vrijstellingsregeling Wet toezicht effectenverkeer

Wet op het financieel toezicht
Wet toezicht beleggingsinstellingen
Wet toezicht effectenverkeer

Websites

www.afm.nl
www.dnb.nl
www.euroadviseurs.nl
www.mijneigenhaard.nl (afbeelding titelblad)
www.nl.pwc.com
www.notarisscherfke.nl
www.stichtingtransparantievastgoedfondsen.nl
www.vastgoedbelang.nl
www.verenigingvastgoedfondsen.nl
www.vvp.nu