



# Verhuld Vastgoed

Op weg naar meer transparantie bij vastgoed-cv's en -maatschappen

**“Elk systeem kan succesvol zijn als de betrokken mensen bekwaam en integer zijn en verantwoording willen afleggen” *Mr. M. Tabaksblat***

# Verhuld Vastgoed

Op weg naar meer transparantie bij vastgoed-cv's en -maatschappen

Carolina Christina Arendz

Mei 2006

Master Vastgoedkunde

Faculteit Ruimtelijke Wetenschappen

Rijksuniversiteit Groningen

Begeleiders: De heer drs. A. R. Marquard & De heer prof. dr. E.F. Nozeman

# Verhuld Vastgoed

Op weg naar meer transparantie bij vastgoed-cv's en -maatschappen

---

## Voorwoord

Dit is de scriptie waarmee ik mijn studie Vastgoedkunde aan de faculteit Ruimtelijke Wetenschappen van de Rijksuniversiteit Groningen voltooi. Vanaf oktober 2005 heb ik bij de Amsterdam School of Real Estate onderzoek mogen doen naar de markt van vastgoed commanditaire vennootschappen en -maatschappen, ook wel vastgoed-cv's genoemd. Een markt waaraan bij de Amsterdam School of Real Estate, naar eigen zeggen, nog niet veel aandacht was besteed.

Vastgoed-cv's en -maatschappen genieten op dit moment ruime belangstelling. Niet alleen een toenemend aantal beleggers zoekt toevlucht tot deze markt, ook media en politiek tonen interesse om meer over deze markt te weten te komen. De ontstane commotie rond een kritisch rapport van de AFM met als conclusie dat de markt aan gebrekkige transparantie lijdt heeft mijn interesse voor deze sector dan ook gewekt. Immers, waar rook is, is vuur?

De Amsterdam School of Real Estate is een universitair instituut voor Vastgoedkunde en biedt een breed scala aan opleidingen voor vastgoedprofessionals. Naast het onderwijs programma biedt de Amsterdam School of Real Estate ook informatie op het gebied van vastgoed door onder andere de website [www.vastgoedkennis.nl](http://www.vastgoedkennis.nl) en het vastgoedinformatiecentrum. Mede door de goede informatievoorziening die mij ter beschikking stond ben ik in staat geweest dit rapport te schrijven.

Ik bedank mijn begeleiders Dhr. Marquard en Dhr. Nozeman. Zij hebben mij met raad en daad bijgestaan in dit onderzoek. Ook bedank ik alle geïnterviewde deskundigen die mij op enthousiaste wijze van informatie hebben voorzien. De input die zij hebben geleverd is terug te vinden in dit rapport.

Het was mijn persoonlijke doelstelling inzicht te verkrijgen in de markt van indirecte niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Ik wilde weten waarom er ophef over de beperkte transparantie was ontstaan en of dit een terecht verwijt aan de markt was. Deze doelstelling heb ik gehaald en ik heb met veel plezier kennis gemaakt met de markt van vastgoed-cv's en -maatschappen.

Ik heb de gebrekkige transparantie bij vastgoed-cv's en -maatschappen geconfronteerd met principes van corporate governance en daaruit conclusies getrokken. Ik hoop hiermee kennis toe te voegen aan deze markt.

Amsterdam, mei 2006.

---

---

## **Samenvatting**

Een vastgoed commanditaire vennootschap of maatschap (hierna te noemen vastgoed-cv) is een beleggingsproduct dat voornamelijk wordt aangeboden aan particuliere beleggers. Een belegger kan door deel te nemen in een cv met een relatief klein bedrag beleggen in indirect niet-beursgenoteerd vastgoed. Nadat de rendementen op aandelen en obligaties in de afgelopen jaren zijn gedaald, heeft de markt van vastgoed-cv's en -maatschappen zich enorm weten te ontwikkelen en is het aantal aanbieders van deze fondsen sterk gestegen.

### **Vastgoed-cv en -maatschap**

Een vastgoed-cv of -maatschap heeft een beherend vennoot (beheerder) die verantwoordelijk is voor het beleid. De beheerder treedt op namens een groep beleggers (commanditaire vennoten of participanten) die kapitaal verschaffen aan het vastgoedfonds. Deze beheerder koopt een of meer vastgoedobjecten aan, exploiteert het vastgoed en verkoopt het aan het einde van een bepaalde periode. De looptijd van deze belegging is meestal tussen de 7 en 10 jaar. Naast het vermogen dat door participanten bijeen wordt gebracht, wordt er vreemd vermogen aangetrokken. Gedurende de looptijd van de cv krijgen de commanditaire vennoten het economisch eigendom van de investering, wat inhoudt dat zij de opbrengsten van de cv (meestal huur, en aan het einde van de looptijd de opbrengst van de verkoop) en de kosten die uit het beheer van het vastgoed voortvloeien onder elkaar verdelen. Als de looptijd van de belegging is verstreken volgt de exit. Dit houdt in dat het vastgoedobject wordt verkocht, de participanten de inleg terugkrijgen en de eventuele meerwaarde onder elkaar verdelen. Het juridisch eigendom van het vastgoed wordt ondergebracht bij een bewaarder. De bewaarder heeft als taak het passieve beheer te voeren en de bewaring van de activa (het vastgoed) van het fonds te verzorgen.

### **Juridische structuur**

De beherend vennoot is hoofdelijk aansprakelijk jegens derden. De commanditaire vennoten zijn slechts aansprakelijk voor het deel van hun inbreng. Daar staat tegenover dat een commanditaire vennoot geen daden van beheer mag verrichten. De maatschap wordt ook gebruikt voor het opzetten van deze fondsen maar, impliceert voor de belegger grotere risico's wat betreft aansprakelijkheid. Maatschappen en commanditaire vennootschappen zijn juridisch gezien personenassociaties. Dit betekent dat het geen rechtspersonen zijn, maar participanten die samenwerken met een zelfde doel.

### **Aanbieders**

In Nederland zijn er naar schatting ruim vijfendertig aanbieders actief. Deze aanbieders brengen cv op de markt waarin bestaand vastgoed wordt geëxploiteerd. Zij investeren in diverse landen, maar voornamelijk in Nederland en de Verenigde Staten. Onder de noemer cv's en -maatschappen vallen ook fondsen waarin vastgoed ontwikkeld wordt, NV-fondsen en vastgoedobligatiefondsen, maar deze zijn aan andere wet- en regelgeving gebonden en vallen daarom buiten de reikwijdte van dit rapport.

### **Wet- en regelgeving**

Vastgoed-cv's zijn besloten fondsen, hetgeen inhoudt dat de toe- en uittreding van participanten beperkt is. Dit maakt dat de belegging zogenaamd transparant is en daardoor fiscaal aantrekkelijk voor participanten. Een participatie in een vastgoed-cv wordt namelijk bij een individuele participant belast in Box 3 volgens de Wet IB 2001. De cv zelf is niet belastingplichtig voor vennootschapsbelasting.

---

---

Een vastgoed-cv is een product dat aangeboden wordt door een beleggingsinstelling. Beleggingsinstellingen staan in Nederland onder toezicht van De Nederlandse Bank die haar taken heeft gedelegeerd aan de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Dit toezicht bestaat op grond van de Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb). De AFM toetst of de informatieverstrekking en presentatie van gegevens door de aanbieder volledig en correct zijn. Daarnaast onderzoekt de AFM of de beheerder en stichting bewaarder deskundig en betrouwbaar zijn.

### **Nadelen**

Naast de duidelijke voordelen van een vastgoed-cv voor een belegger, zijn er een aantal nadelen aan deze vorm van beleggen verbonden:

- De belegging is zeer illiquide omdat vrije toe- en uittreding niet mogelijk is.
- Een belegging in een cv of maatschap voldoet niet aan goede spreiding omdat, geen enkel besloten niet-beursgenoteerd vastgoedfonds voldoende verschillende huurders en verschillende soorten objecten in haar portefeuille heeft.
- De kosten verbonden aan een besloten niet-beursgenoteerd vastgoedfonds zijn relatief hoog.
- Veel onroerendgoedfondsen financieren mede met vreemd vermogen, wat een extra renterisico impliceert.
- Het toezicht op deze markt is beperkt. De AFM houdt slechts toezicht op een deel van de markt. Ten eerste worden er van rechtswege vrijstellingen verleend met betrekking tot de toezichteisen. Ten tweede wordt een fonds in beperkte mate inhoudelijk beoordeeld door de toezichthouder. Daarnaast is er tot op heden geen enkele vorm van regulering door de markt zelf.
- De belegger heeft meestal beperkt invloed op het management en het is moeilijk 'feeling' te houden met de onroerendgoedmarkt. Een participant is veelal afhankelijk van de beheerder als het gaat om informatie over de gang van zaken.

### **Corporate governance**

De bovenstaande nadelen tonen aan dat de markt voor vastgoed-cv's beperkt transparant is. Aan de beperkte transparantie kan iets gedaan worden door gebruik te maken van corporate governance principes. Dit begrip duidt op een goede bestuurlijke inrichting van een onderneming en de uitvoering van goed ondernemerschap, waaronder begrepen integer en transparant handelen, alsmede goed toezicht hierop en het afleggen van verantwoording over het uitgeoefende toezicht. Het vertrouwen van de commanditaire vennoten is evenredig aan de transparantie die de directie van de vennootschap toepast. Transparantie is noodzakelijk indien er minderheidsvennoten (commanditaire vennoten) zijn omdat, deze vennoten zeer beperkt invloed kunnen uitoefenen op het beheer. Door principes van corporate governance te specificeren voor beleggingsfondsen kan hiervan gebruik worden gemaakt door zowel aanbieders als de toezichthouder en wetgever. Er zijn hiervoor twee toereikende kaders beschikbaar te weten de aanbevelingen van de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen en de aanbevelingen van de Vereniging voor Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland (IVBN).

### **Prisoner's dilemma**

De AFM heeft na het uitbrengen van een alarmerend rapport in april 2005 aangestuurd op zelfregulering in de markt van cv's. Maar de markt lijkt niet in staat tot zelfregulering en bevindt zich in een prisoner's dilemma. Men vraagt zich af of het beter is om samen te werken of om zelf voor de winst te gaan. Als kan worden voorzien dat ook collega-aanbieders voor problemen komen te staan is het beter om samen te werken.

---

---

De aanbieders van deze vastgoed fondsen hebben echter nog geen overeenstemming bereikt over de manier waarop vorm gegeven moet worden aan zelfregulering. De meningen van de aanbieders over invulling van zelfregulering lopen sterk uiteen. Dit verklaart het ontbreken van een actieve branchevereniging of een ander initiatief met kritische massa. Daarom zal corporate governance geïmplementeerd moeten worden via wet- en regelgeving. Het kan niet uitsluitend aan de markt zelf worden overgelaten. Een tegenwicht kan wel geboden worden door vereniging van participanten en initiatieven door commerciële partijen die beleggers willen informeren over vastgoedfondsen.

## **Conclusies**

De belangrijkste conclusies zijn:

1. Transparantie op deze markt kan bevorderd worden door meer aandacht voor corporate governance met als leidraad daarvoor de verbeterpunten van de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen en de IVBN. Met een enkele uitzondering gaan de punten voor een significante verbetering van de transparantie zorgen.
  2. Aanbieders reageren overwegend positief op de aanbevelingen van de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen en de IVBN. Prospectussen zijn echter nog voor vergroting van transparantie vatbaar hoewel op grond van de vernieuwde wet- en regelgeving Wtb er verbetering zichtbaar is.
  3. In essentie kan men zich afvragen of een vastgoed-cv wel een geschikt product is voor een belegger die beperkte kennis heeft van vastgoed. De hoeveelheid risico's en de punten die moeten worden afgewogen voor het maken van een beleggingsbeslissing zijn talrijk.
  4. Het instellen van een Raad van Commissarissen op het niveau van de beheerder is een te zwaar orgaan om dergelijk vaak organisatorisch kleine cv's te controleren. Dit zou zorgen voor onnodige kosten. Het is daarom geen passende maatregel om de trustee functie bij een cv, de onafhankelijke toezichtfunctie op een fonds, te versterken.
  5. Er kan geconstateerd worden dat de initiatieven die genomen worden tot het oprichten van een branchevereniging en daaraan verbonden codes tot op heden nog niet genoeg ontwikkeld zijn om een rol te spelen bij het verbeteren van de transparantie.
  6. Een prospectus is ingewikkeld wanneer men geen specifieke kennis heeft van vastgoed of het recht. De daadwerkelijke rechten en verplichtingen van een commanditaire vennoot staan genoemd in de cv-overeenkomst en deze is lastig te doorgronden.
  7. Regelgeving moet leiden tot uniforme prospectussen en een eenduidige behandeling van aanbieders. Op dit moment bestaan er een vrijstellingsregeling die een beheerder van rechtswege vrijstelt van vergunningsplicht. Op grond van het feit dat de aangeboden participaties groter of gelijk zijn aan € 50.000,- of aan minder dan honderd personen worden aangeboden. Dit zorgt voor een ongelijke behandeling van aanbieders.
  8. Aanbieders moeten een agentschapprobleem voorkomen door in het belang van de belegger te handelen. Het agentschapprobleem bestaat eruit dat de belangen van beide partijen niet identiek aan elkaar zijn.
-

---

## Aanbevelingen

De belangrijkste aanbevelingen zijn:

1. Het instellen van een Raad van Advies dat door sommige aanbieders al wordt gedaan is een goed idee om participanten een stem te geven bij beslissingen die door de beheerend vennoot worden gemaakt. Dit werkt twee kanten op. Enerzijds geeft het de beleggers invloed, anderzijds kan het de aansprakelijkheid van de beheerder beperken. Een Raad van Advies bestaat uit commanditaire vennoten die betrokken worden bij beslissingen door de beheerder van een cv. Dit hoeft voor deze participanten geen aansprakelijkheidsconflict op te leveren, zolang zij geen daden van beheer verrichten.
  2. Een stichting bewaarder zou moeten opkomen voor het belang van de belegger om de eerder genoemde trustee functie te versterken. Een bewaarder zou een meer algemeen controlerende rol moeten krijgen naast de taak om de vermogensbestanddelen veilig te stellen. Dit moet ook worden vastgelegd in de bewaarovereenkomst tussen de cv en de bewaarder. Het belang van de beheerder is namelijk niet gelijk aan het belang van de belegger (agentschapprobleem). De commanditaire vennoten zijn minderheidsvennoten die niet in staat zijn toezicht te houden op de beheerder omdat ze nagenoeg volledig afhankelijk zijn van de informatieverstrekking van diezelfde beheerder.
  3. Aanbieders zouden de intentie uit moeten spreken in de prospectus in het belang van de belegger te handelen. Er zijn aanbieders die dit al expliciet uitspreken in een prospectus. Zij geven aan dat er geen sprake is van belangenverstremming in een cv. Dit brengt voor een beheerder een stukje extra verantwoordelijkheid met zich mee en zou een positieve bijdrage kunnen leveren aan het professionaliseren van de markt van vastgoed-cv's en -maatschappen.
  4. Participanten moeten de mogelijkheid krijgen om de beheerder van een beleggingsinstelling te ontslaan en te benoemen evenals het benoemen van een accountant. Dit is een noodzakelijke voorwaarde om de commanditaire vennoten meer invloed te geven en moet worden opgenomen in de statuten van de commanditaire vennootschap.
  5. Aan de verwerving van het vastgoed zou in de prospectus aandacht moeten worden besteed. Ook over het exit traject moet helder gecommuniceerd worden naar de participanten. Huurcontracten moeten aan beleggers worden getoond. Kortom, de overeenkomsten die ten grondslag liggen aan de cv moeten openbaar zijn voor participanten.
  6. De mogelijkheid dat een aanbieder ook een participatie neemt in het fonds moet verplicht worden. Hiermee geeft de aanbieder een intentieverklaring af aan de beleggers. Een eventuele andere mogelijkheid is dat een branchevereniging of stichting mee participeert in de fondsen van de leden. Daarmee geeft de branchevereniging of de onafhankelijke stichting een keurmerk af aan het fonds.
-



---

## Inhoudsopgave

<b>Hoofdstuk 1 Onderzoeksopzet .....</b>	<b>9</b>
1.1 Inleiding.....	9
1.1.1 Probleemstelling .....	10
1.1.2 Doelstelling .....	10
1.1.3 Vraagstelling .....	10
1.2 Leeswijzer .....	11
1.3 Onderbouwing.....	12
1.4 Conceptueel model .....	12
1.5 Onderzoeksmethoden.....	14
1.6 Definities .....	15
1.7 Relevantie .....	15
<b>Hoofdstuk 2 Vastgoed-cv's en -maatschappen .....</b>	<b>16</b>
2.1 Beleggen in vastgoed .....	16
2.2 Beleggen in vastgoed-cv's .....	17
2.3 Rechtsvorm .....	17
2.4 Financiering en rendement .....	19
2.5 Risicoprofiel .....	20
2.6 Wet toezicht beleggingsinstellingen .....	21
2.7 Vernieuwde wet- en regelgeving.....	21
2.8 Voor- en nadelen van de beleggingsvorm .....	23
<b>Hoofdstuk 3 Corporate governance.....</b>	<b>25</b>
3.1 Corporate governance .....	25
3.2 Visie op de onderneming .....	25
3.3 Agency-probleem/agentschapprobleem .....	26
3.4 Transparantie .....	27
3.5 Toepasselijk kader .....	28
<b>Hoofdstuk 4 Initiatieven tot verbetering .....</b>	<b>29</b>
4.1 Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen.....	29
4.1.1 Trusteefunctie, beheer en toezicht .....	30
4.1.2 Kernbevoegdheden van beleggers .....	30
4.1.3 De rol van de bewaarder .....	31
4.1.4 Het afleggen van verantwoording .....	31
4.2 Aanbevelingen IVBN.....	32
4.3 Andere initiatieven .....	34
<b>Hoofdstuk 5 Corporate governance en vastgoed-cv's, -maatschappen.....</b>	<b>36</b>
5.1 Voorgestelde verbeteringen .....	36
5.2 Uitkomsten enquêtes .....	37
<b>Hoofdstuk 6 De huidige markt van vastgoed-cv's en -maatschappen .....</b>	<b>47</b>
6.1 Prospectusanalyse.....	47
6.2 Uitkomsten prospectusanalyse .....	48

---

---

<b>Hoofdstuk 7 Conclusies en aanbevelingen.....</b>	<b>53</b>
7.1 Conclusies .....	53
7.2 Aanbevelingen .....	55
7.3 Nader onderzoek .....	56
<b>Bronnen.....</b>	<b>57</b>
<b>Artikelen .....</b>	<b>57</b>
<b>Internetsites .....</b>	<b>59</b>
<b>Bijlage 1 Enquête: transparantie bij vastgoed-cv's en -maatschappen.....</b>	<b>60</b>
<b>Bijlage 2 Best Practice Bepaling III.2.2 .....</b>	<b>63</b>
<b>Bijlage 3 Uitkomsten enquête onder aanbieders.....</b>	<b>64</b>
<b>Bijlage 4 Prospectusanalyse .....</b>	<b>66</b>
<b>Bijlage 5 Achtergrondinformatie prospectusanalyse.....</b>	<b>68</b>
<b>Bijlage 6 Interviews .....</b>	<b>72</b>

---

## Hoofdstuk 1 Onderzoeksopzet

Dit hoofdstuk vormt de inleiding van het rapport dat handelt over corporate governance bij vastgoed-cv's en -maatschappen. Er zal uiteen worden gezet met welke problemen deze sector te maken heeft. De probleem-, doel- en vraagstelling van het onderzoek worden behandeld. De krachten die op deze markt spelen zullen worden weergegeven.

### 1.1 Inleiding

De roep om transparantie op de markt van beleggingsproducten is niet nieuw. Al in november 2001 werd tijdens een congres ter gelegenheid van het tienjarig bestaan van de Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb) veelvuldig het verwijt geuit dat deze markt lijdt aan een chronisch gebrek aan transparantie. Dat verwijt lijkt nog sterker te gelden voor de markt van besloten niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen en specifiek voor de markt van vastgoed commanditaire vennootschappen en -maatschappen (hierna te noemen vastgoed-cv's of cv's) (Van Boom en Van den Brink, 2002). Transparantie dient het doel van "goed" besturen, uitvoeren en verantwoording afleggen. Dit betekent dat onderwerpen, besluiten, processen en dergelijke begrijpelijk zijn, dat er genoeg informatie is en dat die informatie gemakkelijk toegankelijk is (Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties, 2005).

Vanaf het moment dat de Autoriteit Financiële Markten (AFM) het rapport 'Vastgoed-CV's en -maatschappen, een verkennende analyse' in april 2005 uitbracht is er in de media veel aandacht voor dit onderwerp. Er gaan stemmen op die beweren dat een soort 'legio-lease affaire' niet uit te sluiten is (PropertyNL Magazine, 2006). De AFM vreest voor de portemonnee van de particuliere belegger. Kritiek op het rapport is echter dat de markt zelf niet aan het woord is geweest en dat de geschetste problemen niet hard gemaakt kunnen worden. Uitwassen op de markt worden door partijen die cv's uitgeven dan ook niet onderschreven. Dit rapport is bedoeld om de markt zelf aan het woord te laten.

Aanleiding voor dit onderzoek is het idee om de markt van cv's vanuit een corporate governance kader te bekijken. Corporate governance is aan te duiden als 'het proces van beïnvloeding door belanghebbenden van de gang van zaken bij ondernemingen, zowel ter zake van besluitvorming als ter zake van de uitvoering van het beleid'. De vraag is of bij gebruikmaking van principes uit dit kader de markt transparanter zou kunnen functioneren. Beleggingsinstellingen die participanten werven behoeven immers een uitstekende reputatie. Hoe sterker de reputatie van een instelling, des te meer beleggers bereid zullen zijn te participeren.

Op dit moment wordt er zeer veel over vastgoed-cv's gepubliceerd en worden er bijvoorbeeld tips gegeven om tot een afgewogen beleggingsbeslissing te komen. Veel cv's worden geanalyseerd met methoden die in de afgelopen drie jaar op de markt zijn gekomen. Bewerkstelligt dit daadwerkelijk meer transparantie? In het onderzoek ligt de focus op de aanbodkant van de markt van vastgoed-cv's. De AFM stuurt namelijk aan op zelfregulering onder de aanbieders ter verbetering van de transparantie. In dit rapport zal hier met name nadere invulling aan worden gegeven.

### 1.1.1 Probleemstelling

Door verschillende partijen is er gesignaleerd dat er verbeteringen zouden moeten komen in de transparantie bij vastgoed-cv's en -maatschappen. Welke rol kan het instrument corporate governance spelen ter verbetering van de transparantie en wat kunnen aanbieders van vastgoed-cv's zelf doen om te komen tot verdergaande transparantie. Er zijn door onder andere de AFM, de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen en de Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland (IVBN) voorstellen gedaan tot verbetering. Maar zijn de voorgestelde kaders door bovengenoemde partijen wenselijk en toepasbaar?

### 1.1.2 Doelstelling

Doel van dit onderzoek is om te laten zien of, en zo ja, welke elementen van corporate governance tot meer transparantie kunnen leiden in de markt voor vastgoed-cv's en -maatschappen.

### 1.1.3 Vraagstelling

Kan de markt van vastgoed-cv's en -maatschappen transparanter worden door toepassing van principes uit het corporate governance kader? Zo ja, welke principes en methoden zijn daartoe het meest geëigend?

De volgende vragen zijn van belang bij het beantwoorden van de vraagstelling.

#### 1. Begripsbepaling

- Wat zijn vastgoed-cv's en -maatschappen? Hoe is een cv of maatschap gestructureerd? Hoe functioneert een cv? Hoe wordt de cv gefinancierd? Hoe komt het rendement bij de vastgoed-cv/maatschap tot stand? Wat is het risicoprofiel van deze beleggingsvorm?
- Wat is corporate governance?
- Wat verstaan autoriteiten, brancheorganisaties (zoals AFM en IVBN) alsmede de financiële literatuur onder transparantie?

#### 2. Theorie

- Welke aanwijzingen zijn er voor de klacht dat de markt onvoldoende transparant is?
- Wat kan corporate governance betekenen voor het vergroten van transparantie op een markt?
- Kunnen principes van corporate governance van toepassing zijn op vastgoed-cv's en -maatschappen? Zo ja, welke theorie is op deze markt van toepassing?
- Wat zijn de voor- en nadelen van de beleggingsvorm vastgoed-cv's en -maatschappen?
- Welke wetgeving is er op dit moment van toepassing op deze markt?
- Welke krachten spelen er bij het transparanter maken van deze markt? Met andere woorden wie zouden er initiatieven kunnen ontplooiën om deze markt verder te reguleren?

### 3. Aanbieders

- Wat is de mening van de aanbieders ten aanzien van de regulering op de markt op dit moment?
- Hoe denken aanbieders over de wijze waarop de transparantie vanuit de theorie kan worden verbeterd?
- Hoe zou de markt van vastgoed-cv's en -maatschappen zelf transparantie kunnen waarborgen?

### 4. Beleggers

- Hoe groot is de invloed van de commanditaire vennoot op het beleid bij een besloten fonds?
- Welke initiatieven kunnen beleggers ontplooiën om de luis in de pels van de vastgoed-cv of maatschap aanbieders te zijn?

### 5. Conclusie

#### 1.2 Leeswijzer

In deze paragraaf wordt aangegeven welke onderwerpen in de komende hoofdstukken behandeld zullen worden. Na de onderzoeksopzet in het eerste hoofdstuk volgt in het tweede hoofdstuk een nadere toelichting op de te onderscheiden vormen van beleggen in vastgoed. Waar vastgoed-cv's en -maatschappen toe behoren wordt aangeduid. Wat een vastgoed-cv precies is en hoe deze beleggingsvorm werkt wordt uiteen gezet. De rechtsvorm komt aan bod en de daarmee samenhangende toepasselijke wet- en regelgeving. De risico's die op deze belegging van toepassing zijn worden vanuit de theorie beschreven. Dit resulteert in een aantal voor- en nadelen van deze beleggingscategorie.

Het derde hoofdstuk handelt over corporate governance en schetst het theoretisch kader. Er wordt uiteen gezet wat corporate governance precies is en inhoudt voor een onderneming. Er komt aan bod waarvoor corporate governance een oplossing wil bieden. Vervolgens wordt er een vertaalslag gemaakt naar de onderdelen die bruikbaar zijn voor de ondernemingsvorm vastgoed-cv's en -maatschappen.

Met aanbevelingen van de IVBN en op basis van het rapport van de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen zal in het vierde hoofdstuk een kader worden geschetst van corporate governance wat direct toepasbaar is op vastgoed-cv's. Er wordt aangegeven welke verbeteringen moeten plaatsvinden op basis van deze theorie. Daarnaast wordt er aandacht besteed aan initiatieven die reeds genomen zijn.

Het vijfde hoofdstuk geeft het antwoord op de vraag in hoeverre de aangereikte verbeterpunten vanuit de theorie toepasbaar zijn op de markt voor zover de aanbieders daar uitspraken over hebben gedaan. De uitkomsten van het onderzoek worden gepresenteerd. Er wordt besproken wat er in de interviews en de vragenlijsten naar voren is gekomen. Om een indicatie te krijgen over wat de markt ontbeert aan transparantie worden een aantal prospectussen onder de loep genomen. Wat de prospectussen zeggen over transparantie en corporate governance is in hoofdstuk zes de leidende vraag. In de tweede paragraaf is een tabel te vinden waarin is weergegeven hoe het is gesteld met transparantie in de prospectussen.

Het slot van de scriptie wordt gevormd door het zevende hoofdstuk waarin conclusies worden getrokken. Ook worden er concrete, toepasbare aanbevelingen gedaan.

### **1.3 Onderbouwing**

Het doel van dit onderzoek is om de transparantie op de markt van cv's te vergroten door gebruikmaking van corporate governance principes. Om dit te bewerkstelligen wordt gekeken naar de mogelijkheden die de aanbieders zelf hebben tot het vergroten van deze transparantie. De markt zal voornamelijk worden onderzocht aan de aanbodkant. Een theoretisch kader van wat corporate governance inhoudt zal allereerst uiteen worden gezet. Om tot een toepassing van de theorie in de praktijk op de markt te komen wordt gebruik gemaakt van twee initiatieven, namelijk het rapport van de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen en de aanbevelingen van de IVBN. Voor deze kaders is gekozen omdat zij van toepassing zijn op beleggingsinstellingen en daarmee van toepassing zijn op de markt van cv's. Bovenstaande theorie wordt voorgelegd aan de markt van aanbieders en hieruit zal de wenselijkheid van aanpassingen voortvloeien.

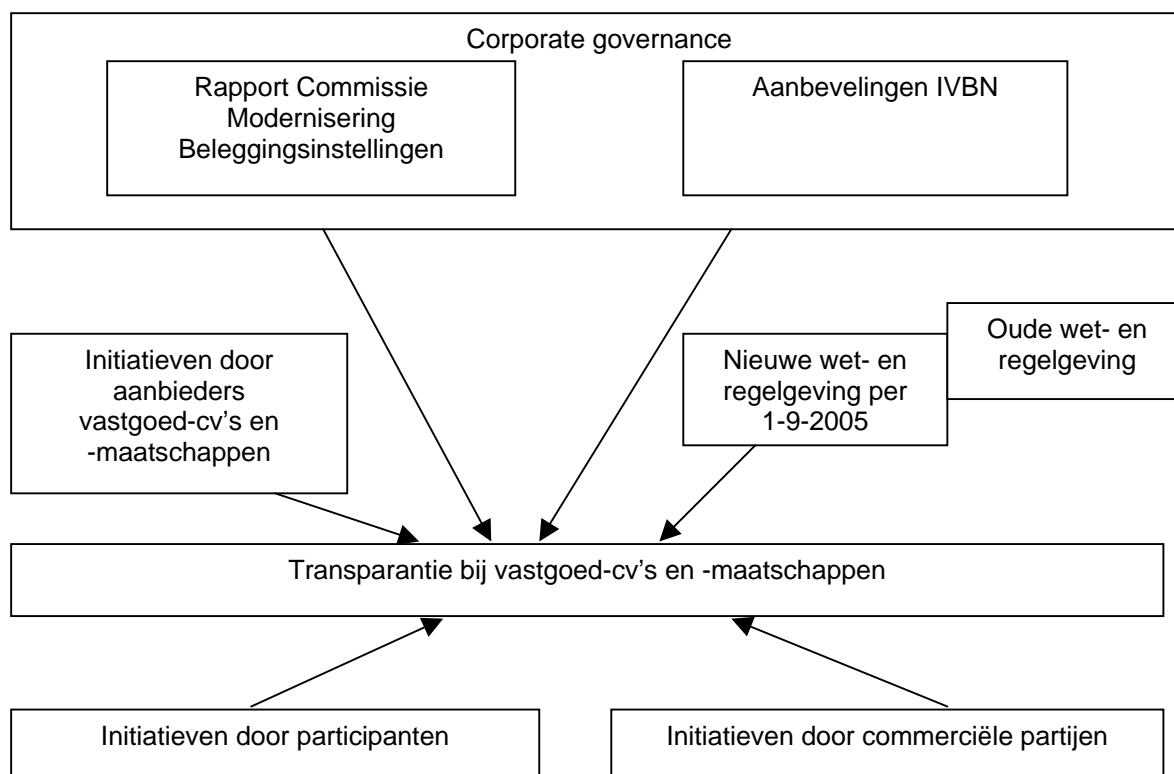
### **1.4 Conceptueel model**

In het onderstaand conceptueel model (figuur 1) wordt aangegeven welke krachten er spelen wanneer transparantie bij vastgoed-cv's moet worden bereikt. Het is van belang overzicht te hebben van de factoren die van invloed kunnen zijn op transparantie.

Niet alleen aanbieders kunnen door initiatieven te nemen en door zelfregulering verdergaande transparantie bevorderen. Ook wetgeving en toezicht op naleving van de wet zorgen voor transparantie en spelen een grote rol bij verdergaande regulering van de markt. Het doel van wetgeving en toezicht is het beschermen van de belegger. Zoals in het model wordt aangegeven, is er vernieuwde regelgeving van kracht bij vastgoed-cv's.

Commerciële partijen kunnen de belegger van advies voorzien bij het maken van een gewogen beleggingsbeslissing. Deze initiatieven doen een uitspraak over de inhoud van het product vastgoed-cv's en zijn daarom aan te merken als een factor die de markt van transparantie kan voorzien. Het laatste initiatief kan genomen worden door de beleggers zelf. Participanten in vastgoed-cv's kunnen een tegenpool zijn voor aanbieders. Hiermee kan het krachtenveld rondom een vastgoed-cv worden aangeduid. In het rapport zal verder inhoudelijk worden ingegaan op de te nemen initiatieven.

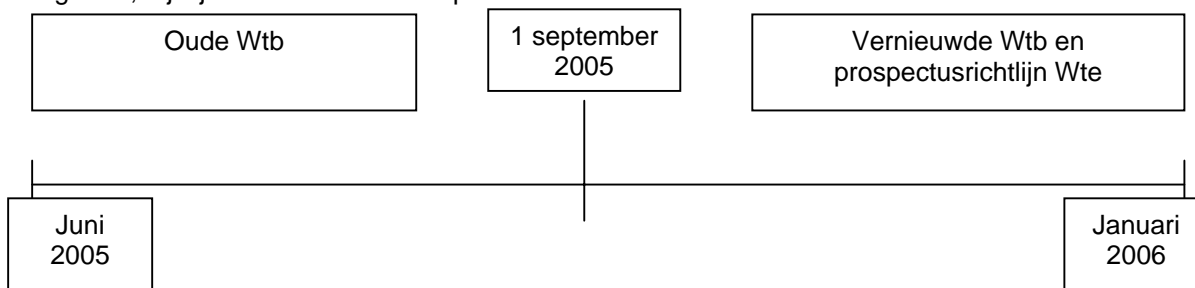
Figuur 1, Conceptueel model



(bron: eigen bewerking)

Belangrijk is de periode waarin dit onderzoek tot stand is gekomen. Omdat er enerzijds vernieuwde wet- en regelgeving in werking is getreden, anderzijds is het van belang voor het bepalen van het aantal aanbieders van cv's en de frequentie van het aanbieden van het product vastgoed-cv's. In het tweede halfjaar van 2005 zijn er aanbieders benaderd om deel te nemen aan dit onderzoek. Ook de prospectussen die op de markt zijn gekomen in dit tijdsbestek komen aan bod. In de onderstaande figuur 2 is een tijdlijn uitgezet waaruit blijkt in welke periode dit onderzoek heeft plaatsgevonden.

Figuur 2, Tijdlijn van de onderzoeksperiode



(bron: eigen bewerking)

## 1.5 Onderzoeksmethoden

Dit onderzoek is voornamelijk kwalitatief van aard en is aan te duiden als enerzijds exploratief onderzoek en anderzijds als toetsend onderzoek. Het eerste deel van het rapport bestaat uit een theoretisch kader van het beleggen in vastgoed en specifiek in cv's. Daarnaast wordt er een algemeen kader van corporate governance geschetst, waarna een specifiek op vastgoed-cv's toepasbaar kader vanuit de theorie wordt vormgegeven. Hierna wordt getoetst in hoeverre deze theoretische kaders van toepassing zijn op de markt. Aanbieders worden benaderd om hun mening te geven over voorgestelde verbeteringen voor de sector. Er wordt in de prospectus gekeken naar de huidige mate van transparantie. De volgende onderzoeksmethoden zullen worden gebruikt om antwoord te kunnen geven op vraagstelling en onderzoeksvragen.

Desk research; door het uitgebrachte rapport van de AFM en het toegenomen aanbod van vastgoed-cv's is er in de afgelopen jaren zeer veel over dit onderwerp gepubliceerd en hiervan zal gebruik worden gemaakt bij dit onderzoek. De kennis van corporate governance en specifiek voor Nederland de code Tabaksblat en andere bronnen zal worden vergroot door bestudering van relevante literatuur.

Interview; er worden personen benaderd die specifieke kennis hebben van corporate governance, commanditaire vennootschappen en maatschappen in het algemeen en specifiek op vastgoedgebied. Aanbieders van cv's zullen gevraagd worden hoe met transparantie en verantwoording wordt omgegaan en hoe dit gewaarborgd is. Daarnaast worden de aanbieders benaderd om kritiek te geven op voorgestelde verbeterpunten voor de markt. Er zal ook naar initiatieven van andere partijen worden gekeken, zoals beschreven in het conceptueel model van figuur 1. Het gaat hier om beleggers die zich verenigen en op die manier een tegenwicht voor de aanbieders proberen te zijn. Ook commerciële partijen verschijnen op de markt en verschaffen particuliere beleggers inzicht door middel van een analyse van het, vaak complexe, product.

Documentenanalyse; er zal een prospectusanalyse plaatsvinden waarbij gekeken wordt naar vormen van (belofde) corporate governance in de prospectussen. Van belang is de principes van corporate governance (ontleend aan de literatuur) te confronteren met de praktijk (zowel op papier in prospectussen als de in werkelijkheid gevoerde corporate governance). De hypothese bij de prospectusanalyse luidt dat prospectussen onder de vernieuwde wetgeving transparanter zijn dan prospectussen die tot stand zijn gekomen onder de oude wetgeving. De analyse wil ook reflectie opleveren ten aanzien van de uitkomsten van de vragenlijst, zodat er gespiegeld kan worden of voorgestelde verbeteringen reeds worden toegepast bij de aanbieder van de vastgoed-cv. Er wordt verondersteld dat er een discrepantie is tussen wat de aanbieders zeggen en wat ze daadwerkelijk doen. Tot slot wordt getoetst of de aanbieders gebruik maken van de vrijstellingsregeling en in hoeverre dit de transparantie van het prospectus beïnvloedt.

Het doel is om conclusies te trekken over de afstand tussen praktijk en theorie van corporate governance bij vastgoed-cv's en daarnaast om aanbevelingen te doen over eventuele verbetering daarvan met het doel de transparantie te verbeteren.



## 1.6 Definities

Onderstaande begrippen zullen in het rapport worden gebruikt:

- a) Aanbieder; Initiatiefnemer van de vastgoed-cv, tevens beheerder.
- b) Beleggingsinstelling; Beleggingsmaatschappij of beleggingsfonds.
- c) Beleggingsmaatschappij; De rechtspersoon die gelden of andere goederen ter collectieve belegging vraagt of heeft verkregen teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen.
- d) Beleggingsfonds; Een niet in een rechtspersoon ondergebracht vermogen waarin ter collectieve belegging gevraagde of verkregen gelden of andere goederen zijn of worden opgenomen teneinde de deelnemers in de opbrengst te doen delen.
- e) Beheerder; De rechtspersoon die het beheer voert over een of meer beleggingsinstellingen. De beherend vennoot in de commanditaire vennootschap.
- f) Bewaarder; Degene die belast is met de bewaring van de activa van een beleggingsinstelling, meestal in de vorm van een stichting.
- g) Participant; De commanditaire vennoot die vermogen inbrengt in de cv.
- h) Stakeholder; Belanghebbende in ruime zin bij een onderneming.
- i) Trustee; De onafhankelijke toezichtfunctie op een beleggingsinstelling.
- j) Wtb; Wet toezicht beleggingsinstellingen.
- k) Wte; Wet toezicht effectenverkeer.

## 1.7 Relevantie

Het doel van dit onderzoek is om inzicht te verschaffen in de markt van vastgoed-cv's. Het is moeilijk voor een onderzoeker om de misstanden in de markt aan te tonen met beperkte middelen, maar wegens het feit dat de markt zelf ook aangeeft dat er iets moet gebeuren is dit onderzoek maatschappelijk relevant.

Verder wordt er een brug geslagen tussen theorie en de praktijk. Principes van corporate governance zullen in de markt worden getoetst. Er zal vergelijking tussen aanbieders plaatsvinden om een oordeel te kunnen vormen over de aangeboden beleggingen.

## Hoofdstuk 2 Vastgoed-cv's en -maatschappen

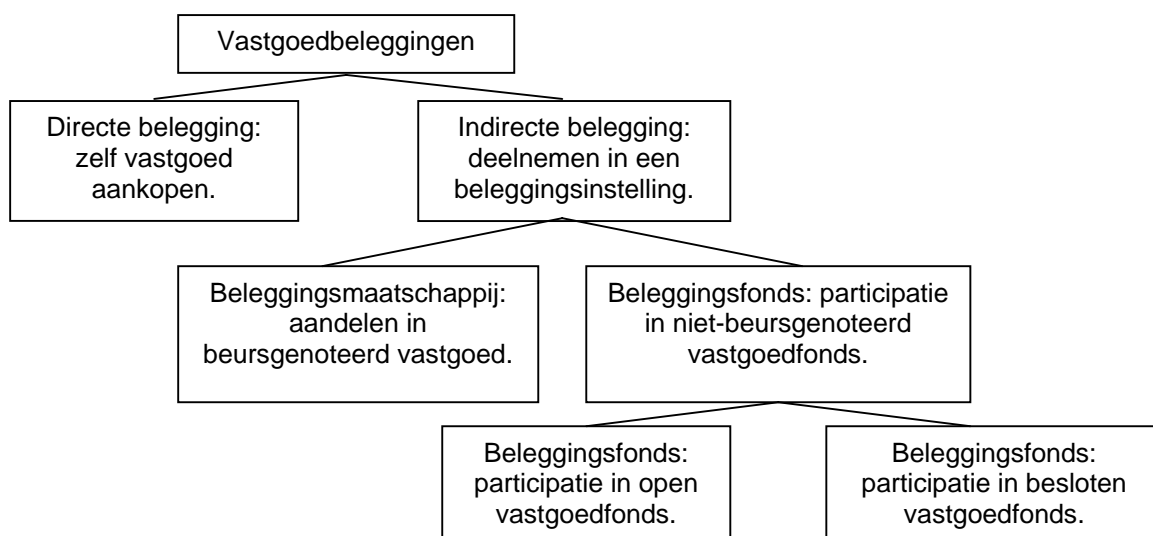
In dit hoofdstuk worden de beleggingskenmerken van vastgoed-cv's uiteengezet. Na de inleiding over beleggen in vastgoed worden achtereenvolgens de rechtsvorm, de financiering, het risicoprofiel en de toezichtstructuur behandeld. Dit zal resulteren in de voor- en nadelen van deze beleggingsvorm.

### 2.1 Beleggen in vastgoed

De definitie van beleggen in onroerend goed ofwel vastgoed is het vastleggen van vermogen in onroerend goed, direct dan wel indirect, met als doel uit de exploitatie en verkoop van het onroerend goed een toekomstige stroom geldelijke opbrengsten te realiseren (van Gool, 2001). Een beleggingskarakteristiek van onroerend goed is dat het voor een stabiele en langdurige stroom van inkomsten zorgt door middel van huurpenningen (exploitatie), het laat een aantrekkelijk rendement zien bij een beperkt risico en beleggen in vastgoed biedt bescherming tegen inflatie. Dit maakt vastgoed tot een aantrekkelijke beleggingscategorie.

Er zijn vele vormen van beleggen in vastgoed en een heldere indeling van de categorieën is dan ook vereist. Zoals in de definitie van beleggen in onroerend goed wordt aangehaald wordt direct beleggen in vastgoed onderscheiden van indirect beleggen in vastgoed. Onder direct beleggen in vastgoed verstaan we investeren in grond en gebouwen. Dit in tegenstelling tot indirect beleggen, waarbij wordt geïnvesteerd in aandelen van onroerend goed beleggingsmaatschappijen. Bij indirect beleggen in onroerend goed onderscheiden we beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde fondsen. Beursgenoteerde fondsen kunnen gerangschikt worden naar regio en sector waarin zij opereren. Niet-beursgenoteerde fondsen kennen verschillende verschijningsvormen, bijvoorbeeld die van fiscale beleggingsinstelling voor institutionele beleggers, een opportunity fund voor ontwikkeling van vastgoed of de vorm van een vastgoed commanditaire vennootschap of maatschap voor particuliere beleggers (Van Gool, 2001). Aan besloten fondsen in de vorm van commanditaire vennootschappen en -maatschappen wordt in dit rapport aandacht besteed. Het onderscheid in categorieën vastgoedbeleggingen wordt schematisch weergegeven in figuur 3.

Figuur 3, Categorieën vastgoedbeleggingen



(bron: Sala, 2005)

## 2.2 Beleggen in vastgoed-cv's

Door middel van een vastgoed commanditaire vennootschap of maatschap wordt er belegd in niet-beursgenoteerd indirect vastgoed. Een vastgoed-cv of -maatschap heeft een beheerder die verantwoordelijk is voor het beleid en namens een groep beleggers (de participanten of de maten) een of meer vastgoedobjecten of projecten aankoopt, exploiteert en verkoopt aan het einde van een bepaalde periode. De beheerder is verantwoordelijk voor het actieve beheer van het fonds. Hier wordt onder verstaan het administratieve, financiële, commerciële en technische beheer van een fonds (Van Boom & Slettenhaar, 2006). De looptijd van deze belegging is meestal tussen de 7 en 10 jaar. Naast het vermogen dat door de participanten wordt ingelegd wordt er tevens vreemd vermogen aangetrokken. Gedurende de looptijd van de cv krijgen de participanten/commanditaire vennoten/maten het economisch eigendom over de investering, wat inhoudt dat zij de opbrengsten van de cv (meestal huur, en aan het einde van de looptijd de opbrengst van de verkoop) en de kosten die bij het beheer van het vastgoed horen onder elkaar verdelen. Het juridisch eigendom wordt ondergebracht bij een bewaarder (Van Boom & Slettenhaar, 2006). De bewaarder heeft als taak het passieve beheer te voeren en de bewaring van de activa van het fonds te verzorgen. De bewaarder is onafhankelijk van de beheerder en heeft een controlerende en toezichthoudende functie ten behoeve van de cv, zo houdt de bewaarder onder andere toezicht op de geldstromen.

PropertyNL publiceert ieder jaar een ranglijst met daarop aanbieders van cv's, vastgoedmaatschappen, vastgoedobligatiefondsen en vastgoed-NV's. De totale inleg aan eigen vermogen door participanten in deze cv's bedroeg eind 2004 2,6 miljard euro en steeg eind 2005 naar ruim 3 miljard euro. Doordat participanten investeren en er een hypothecaire lening wordt afgesloten heeft deze markt een grote omvang. Het totale fondsvermogen lag ruim boven de 8 miljard euro eind 2004 en steeg eind 2005 naar 10 miljard (PropertyNL Magazine, 2005 en 2006). "Aanbieders van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen zijn inmiddels een van de grootste afnemers van commercieel vastgoed in Nederland", aldus de heer Hentenaar van PropertyNL Magazine. Uitgaande van de lijst met daarop bijna zeventig aanbieders moet onderscheid gemaakt worden tussen verschillende soorten fondsen. De vastgoed-NV's en vastgoedobligatiefondsen op de ranglijst worden niet betrokken in dit onderzoek wegens het feit dat zij zijn onderworpen aan andere wet- en regelgeving. Verder kan er onderscheid gemaakt worden tussen cv's waarbij belegd wordt in de ontwikkeling van vastgoed en cv's die beleggen in bestaand vastgoed. Het is deze laatste categorie die in dit rapport wordt onderzocht. De fondsen op de ranglijst verschillen dusdanig van elkaar dat zij op verschillende punten niet vergelijkbaar zijn. In Nederland zijn er naar schatting ruim vijfendertig aanbieders van cv's actief op de markt waarbij bestaand vastgoed wordt geëxploiteerd. In de afgelopen jaren is het aantal aanbieders sterk gegroeid. Zij investeren in diverse landen, maar voornamelijk in Nederland en de Verenigde Staten.

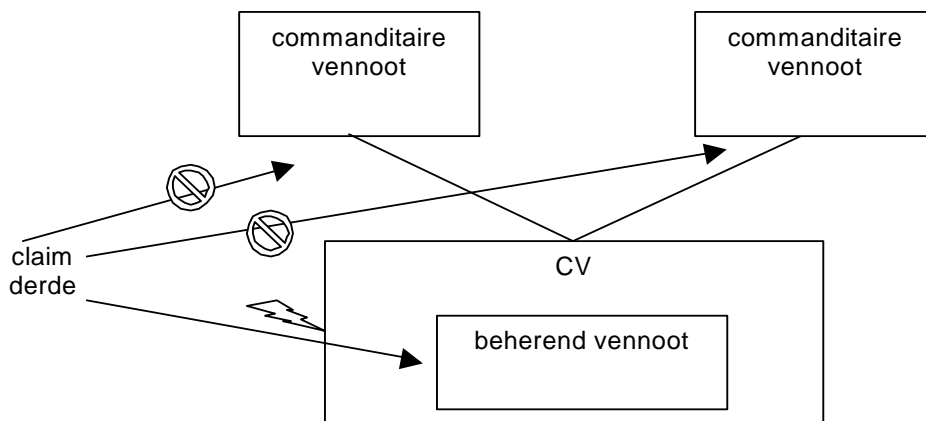
## 2.3 Rechtsvorm

Maatschappen en commanditaire vennootschappen zijn juridisch gezien personenassociaties. Dit betekent dat het geen rechtspersonen zijn, maar participanten die samenwerken met een zelfde doel. We spreken van een maatschap indien onder een gemeenschappelijke naam een beroep wordt uitgeoefend (Sala, 2004). Dit in tegenstelling tot de cv waarin gezamenlijk een bedrijf wordt uitgeoefend onder een gemeenschappelijke naam.

De commanditaire vennootschap is een bijzonder soort maatschap, waarbij er sprake is van twee soorten vennoten; een beheerend venoot en commanditaire vennoten (participanten). De rechten en verplichtingen van de betrokkenen bij de cv moeten worden afgeleid uit de cv-overeenkomst (ook wel statuten genoemd) en de wettelijke regels die van toepassing zijn op de cv. Deze wettelijke bepalingen zijn terug te vinden in het Burgerlijk Wetboek, daarnaast zijn er enkele bepalingen opgenomen in het Wetboek van Koophandel (Fiscaal praktijkblad, 2004).

De beheerend venoot is hoofdelijk aansprakelijk jegens derden. De commanditaire vennoten zijn slechts aansprakelijk voor het deel van hun inbreng. Daar staat tegenover dat een commanditaire venoot geen daden van beheer mag verrichten. Bij daden van beheer kan gedacht worden aan het vertegenwoordigen van de vennootschap jegens derden. Wanneer een commanditaire venoot wel daden van beheer verricht wordt hij hoofdelijk aansprakelijk. In figuur 4 wordt aangegeven hoe aansprakelijkheid bij een cv in zijn werk gaat. Een eventuele claim richt zich niet op de commanditaire vennoten maar op de beheerend venoot.

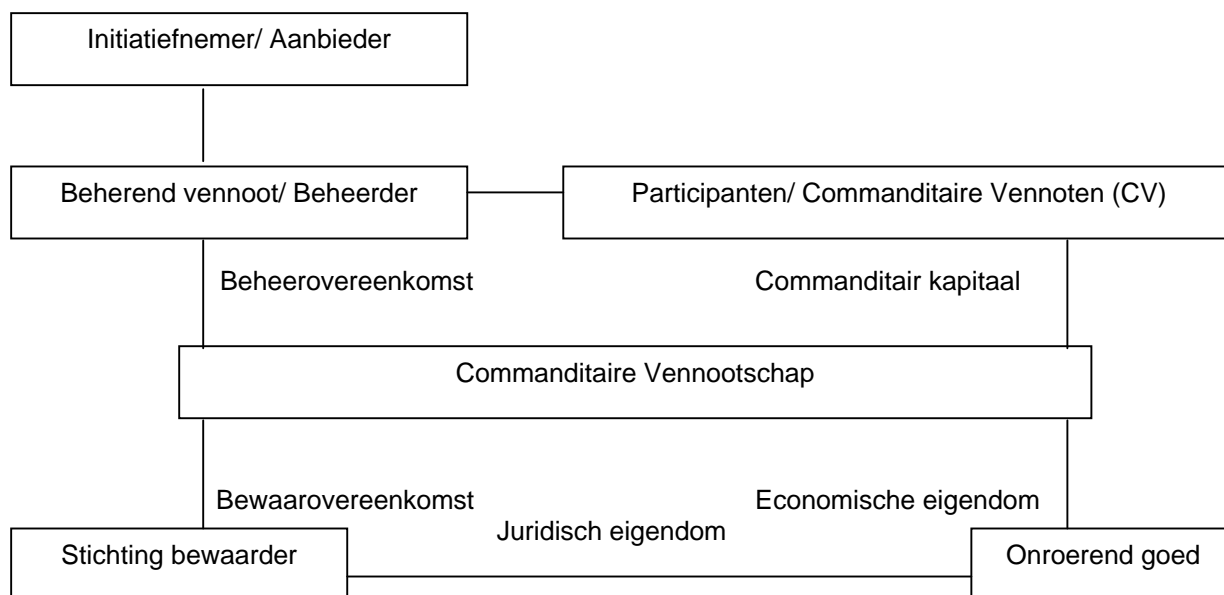
Figuur 4, Aansprakelijkheid bij een commanditaire vennootschap



(bron: Van Schooten, 2005)

Op grond van de beperkte aansprakelijkheid van de stille venoot wordt de cv constructie vaak gebruikt bij het aanbieden van beleggingsproducten zoals de vastgoed-cv. De maatschap komt ook voor maar, impliceert voor beleggers grotere risico's wat betreft aansprakelijkheid en is daarom een minder aantrekkelijk alternatief. Figuur 5 op pagina 19 geeft de juridische structuur van een vastgoed-cv weer en hierin komt tot uitdrukking welke overeenkomsten tussen de betrokken partijen worden gesloten. Er is te zien dat vanuit de initiatiefnemer (ook aanbieder genoemd) de beheerder afkomstig is. Dit is overwegend een en dezelfde (rechts)persoon.

Figuur 5, Schema juridische structuur commanditaire vennootschap



(bron: Van Boom en Van den Brink, 2005)

## 2.4 Financiering en rendement

Het aantrekken van vreemd vermogen naast het eigen vermogen dat de participanten inbrengen bij een cv of maatschap heeft twee redenen. De eerste is dat de investeringsbegroting sluitend wordt gemaakt met de hypothecaire geldlening waarmee het object(en) wordt aangekocht. De tweede reden is de aantrekkelijkheid van het te behalen leverage effect. Dit betekent dat door het aantrekken van vreemd vermogen een hoger rendement op het eigen vermogen kan worden behaald. Het totale fondsvermogen ligt door bijkomende kosten vaak hoger dan de aankoopwaarde van het object dat wordt aangekocht. Het totale rendement van cv's wordt bepaald door het directe en indirecte rendement. Direct rendement kan hierbij behaald worden uit het exploitatierendement. Dit is de saldering van inkomsten en uitgaven betreffende de onroerende zaak. Het indirecte rendement wordt gevormd door de waardegroei van de onroerend goed portefeuille. Wanneer de rente zou gaan stijgen kunnen veel cv's in de problemen komen en zelfs negatief rendement opleveren als de rentekosten de huurinkomsten overstijgen. Dit vloeit voort uit het hoge percentage financiering met vreemd vermogen in de fondsen. De huidige lage rentestand zorgt echter voor veel rendement op het eigen vermogen door het leverage (hefboom) effect (Hoedjes, 2004).

Fiscaal gezien is een cv aantrekkelijk voor zowel beheerder als belegger. Een cv is een transparant lichaam en dit zorgt ervoor dat niet de cv zelf belastingplichtig is, maar de individuele participanten. Een participatie in een vastgoed-cv wordt daardoor belast in Box 3 van de Wet IB 2001. Een cv is transparant wanneer de cv besloten is. Dit houdt in dat er geen vrije toe- en uittreding kan plaatsvinden onder de participanten van een vastgoed-cv. Het overdragen van participaties is in theorie wel mogelijk, maar alleen met toestemming van alle andere vennoten. Bij een zogenaamd transparant vastgoedfonds, zoals een maatschap of een besloten cv, wordt het vermogen en resultaat van de maatschap of cv toegerekend aan de individuele participanten in het fonds.

## 2.5 Risicoprofiel

Er zijn risico's op deze beleggingsvorm van toepassing. In grote lijnen kunnen de risico's echter als volgt worden beschreven:

- Het marktrisico wordt beïnvloed door een aantal economische ontwikkelingen. Inflatie c.q. prijsontwikkelingen, economische groei, werkgelegenheid, concurrentiepositie en demografische ontwikkelingen beïnvloeden de vastgoedmarkt waarop wordt belegd.
- Het objectrisico wordt gevormd door de kwaliteit van het vastgoed. De geografische ligging, de staat van onderhoud, de multifunctionaliteit, courantheid, bouwwijze en ouderdom zijn de indicatoren.
- Bij expiratie van het huurcontract is het risico aanwezig dat de huurder zijn contract niet verlengt. Leegstand betekent derving van inkomsten en daling van het rendement. Het vinden en aantrekken van een nieuwe huurder brengt daarnaast ook kosten met zich mee.
- De kwaliteit van de huurder bepaalt grotendeels de kwaliteit van de kasstroom en dus het huurderisico. Hierbij is de lengte van het huurcontract ook van belang om de kwaliteit van de kasstroom te kwalificeren.
- Door het aantrekken van vreemd vermogen ontstaat er een risico op het moment dat de rente gaat stijgen en dit heeft een direct effect op het te behalen rendement (Hoedjes, 2004).
- De aansprakelijkheid van de maten of vennoten is een risico, al is deze bij de commanditaire vennootschap zeer beperkt. Bij de maatschap kan de aansprakelijkheid voor de hypothecaire geldlening nog worden vermeden door een zogenaamde 'non-recourse verklaring'. Dit houdt in dat de leningverstrekende bank slechts het onroerend goed als onderpand heeft. Voor eventuele tekorten kunnen de participanten niet worden aangesproken door de hypotheeknemer (MPC Capital, 2006). De commanditaire vennoot in een cv kan maximaal zijn inleg kwijtraken.
- De verkoopopbrengst vormt aan het eind van de looptijd de bron om de inleg aan de commanditaire vennoten terug te betalen. De verkoopopbrengst is afhankelijk van een aantal factoren.
- Met een inbrengrisico wordt bedoeld op een te hoge waarde van het onroerend goed bij aanvang van de cv of maatschap. Het is de vraag wat in deze gevallen het indirect rendement zal zijn bij afsluiten van het fonds. In de scriptie van M.C.H. Hoedjes uit 2004 wordt de term ABC transactie hiermee in verband gebracht. Het vastgoed in de cv's en maatschappen wordt om bepaalde redenen soms aangekocht en voorgefinancierd door een tussenpersoon. Vanwege het voorfinancieren genieten de tijdelijke financiers een bepaald 'bovenmodaal' rendement. Dit gaat ten koste van het rendement van de participanten.
- Tot slot kunnen politieke risico's worden genoemd. Dit is een zeer moeilijk beïnvloedbare factor. Voorbeelden zijn wijzigingen in de fiscale wetgeving of wetgeving voor beleggingsinstellingen en veranderingen in streek-, structuur- of bestemmingsplannen (Hoedjes, 2004).

## **2.6 Wet toezicht beleggingsinstellingen**

Een vastgoed-cv is een product dat aangeboden wordt door een beleggingsinstelling. Beleggingsinstellingen staan in Nederland onder toezicht van De Nederlandse Bank die haar taken heeft gedelegeerd aan de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Het toezicht op beleggingsinstellingen bestaat op grond van de Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb).

De AFM houdt toezicht op de naleving van deze wet voor zover het gaat om gedragtoezicht. Er zijn twee redenen waarom beleggingsinstellingen onder toezicht staan. De eerste is de bescherming van de belegger. Zij moeten kunnen vertrouwen op de deskundigheid en betrouwbaarheid van de bestuurders van een beleggingsinstelling. De tweede reden is dat de AFM de goede werking van financiële markten wil bevorderen. Alleen beleggingsinstellingen die een vergunning hebben mogen zich tot het publiek wenden.

Belangrijke peilers van het Wtb-toezicht zijn de beoordeling op deskundigheid en betrouwbaarheid van de bestuurders, de eis dat er een minimum aan financiële waarborgen aanwezig is en dat er sprake moet zijn van een behoorlijke bedrijfsvoering. Tevens is het toezicht erop gericht dat een beleggingsinstelling adequate informatie verschaft aan de beleggers zodat deze zich een verantwoord oordeel kunnen vormen over de belegging die wordt aangeboden. Daarbij is het belangrijk te weten dat het toezicht niet tot doel heeft de belegger te beschermen tegen financiële producten met een hoog risico of lage rendementsvooruitzichten. De AFM ziet er op toe dat de belegger in staat is de risico's van de aangeboden beleggingen te overzien (Autoriteit Financiële Markten, 2006).

Op grond van de Wtb voor 1 september 2005 wordt een vergunning aan een specifiek fonds tijdelijk verstrekt voor de periode waarin zij beleggers benaderen. De controle van de AFM is beperkt tot de organisatie van maatschap of cv, de informatieverschaffing en de opbouw van het vermogen. Het feit dat gedurende de looptijd van de cv er geen controle over de prestaties wordt geleverd en dat er geen verplichting tot publicatie bestaat maakt dat dit marktsegment niet transparant is (Hoedjes, 2004). Hier is recent verbetering opgetreden door de vernieuwde Wtb.

## **2.7 Vernieuwde wet- en regelgeving**

De AFM stelt vanaf 1 september 2005 zwaardere eisen aan transparantie en het periodiek onder toezicht stellen van de beheerders van de vastgoed-cv's. De aanbieder van een cv moet voldoen aan een nieuw vereiste in de Wtb. De vergunning wordt namelijk verstrekt op het niveau van de beheerder van het fonds. De beheerder van de beleggingsinstelling laat bij aanvraag van de 'basisvergunning' de beheerder en de bewaarder toetsen door de AFM op deskundigheid en betrouwbaarheid.

De organisatie van beheerder, bewaarder en beleggingsinstelling moet voldoen aan een aantal eisen ten aanzien van administratieve organisatie (AO) en systemen van interne controle (IC). In de jaarrekening moet melding gemaakt worden van een beschrijving van de AO/IC en/of deze in overeenstemming met de beschrijving functioneert.

Een accountant moet in een 'management letter' vermelden in hoeverre hij de AO/IC heeft beoordeeld en wat zijn bevindingen waren. De beheerder moet ook beschikken over een actueel registratiedocument (basisprospectus), met informatie over het soort beleggingsinstelling dat hij beheert, evenals informatie over de bewaarder(s) van deze fondsen. De gegevens worden opgenomen in een register van de AFM. De beheerder, bewaarder en beleggingsinstelling worden periodiek onderworpen aan controles door de AFM.

Vanaf 1 juli 2005 is ook de Wte-prospectusrichtlijn van kracht. Deze Europese richtlijn schrijft voor waaraan de prospectus van een vastgoed-cv ten minste moet voldoen. Het bovenstaande geldt tenzij de rechten van deelneming niet verhandelbaar zijn, zoals bij sommige cv's. In die gevallen kan een prospectus worden opgesteld volgens het ongewijzigde Wtb-prospectusregime (PropertyNL Magazine, 2005).

Onder de nieuwe regelgeving zullen de prospectussen dus uitgebreider en formeler worden, maar ook transparanter. De AFM stelt striktere eisen aan de wijze waarop kosten en vergoedingen inzichtelijk moeten worden gemaakt. Er moet beschreven worden of er transacties worden gedaan met partijen die gelieerd zijn aan de beheerder. Juridische en fiscale constructies moeten verplicht duidelijker worden toegelicht.

Naast de vernieuwde Wtb bestaat er aanvullende regelgeving zoals het Besluit toezicht beleggingsinstellingen (Btb) en de Nadere Regeling gedragstoezicht beleggingsinstellingen (NR gb). Het Btb regelt onder andere het vooraf melden en achteraf transparant maken van alle kosten en stelt strengere eisen met betrekking tot de administratieve organisatie en maatregelen van interne controle van de beleggingsinstelling. Tevens bevat het Btb een uitdrukkelijke plicht voor de beheerder van beleggingsinstellingen om het belang van de belegger centraal te stellen. Hiervoor zijn uitgebreidere regels voor inschakeling van derden gemaakt en transparantievoorschriften opgesteld voor relaties met gelieerde partijen (Ministerie van Financiën, 2005).

Er zijn echter ook een aantal vrijstellingen die op grond van de nieuwe Wtb van rechtswege worden verleend. Het vrijstellingsartikel luidt als volgt:

1. Van de in artikel 4, eerste en tweede lid, van de Wet toezicht beleggingsinstellingen vervatte verboden wordt vrijstelling verleend voor zover het betreft:
  - a. het middellijk of onmiddellijk aanbieden van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling aan minder dan 100 natuurlijke personen of rechtspersonen, niet zijnde natuurlijke personen of rechtspersonen als bedoeld in artikel 1, per staat;
  - b. het aanbieden van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling die slechts kunnen worden verworven tegen een tegenwaarde van ten minste € 50.000,- per deelnemer; of
  - c. het aanbieden van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling met een nominale waarde per recht van deelneming van ten minste € 50.000,-.

De vrijstellingsregeling is wegens Europese regelgeving bijgesteld. Wanneer de participaties een nominale waarde per eenheid van ten minste € 50.000,- hebben wordt vrijstelling van rechtswege verleend aan de beheerder van een beleggingsinstelling. Wanneer een belegger de mogelijkheid heeft een dusdanig bedrag te investeren gaat de wetgever er vanuit dat deze belegger kennis van zaken heeft om zichzelf te beschermen. Tevens wanneer de participaties in kleine kring worden aangeboden (minder dan honderd natuurlijke personen of rechtspersonen) wordt een vrijstelling verleend. In dit geval is het publieke belang gering. De vernieuwde wetgeving betekent een verbetering van transparantie enerzijds, anderzijds wordt met de vrijstellingregeling het toezicht tot nul gereduceerd. Het feit dat de discussie rondom vastgoed-cv's gaande blijft en dat de AFM nog immer aanstuurt op zelfregulering, geeft aan dat de vernieuwde wet- en regelgeving niet voor optimale transparantie zorgt.



## 2.8 Voor- en nadelen van de beleggingsvorm

Er zijn een aantal voor- en nadelen te noemen van het beleggen in besloten niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. De voordelen ten opzichte van beursgenoteerde vastgoedfondsen zijn:

- Het ontbreken van beursstemming bij de prijsvorming van de participatie zorgt voor minder volatiliteit bij besloten niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen.
- Besloten niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen komen in aanmerking voor fiscale transparantie, dit betekent dat zij niet belastingplichtig zijn voor vennootschapsbelasting.
- De belegger heeft het gevoel in direct vastgoed te beleggen doordat hij weet in welke objecten belegd wordt.
- 'Direct' beleggen in grotere vastgoedobjecten wordt door een maatschap of cv ook mogelijk voor de modale belegger (Sala, 2004).
- Bij onroerendgoedfondsen die mede met vreemd vermogen financieren kan men profiteren van de effecten van leverage (hefboomeffect) (Van Gool, 2001).

De nadelen van besloten niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen, ten opzichte van beursgenoteerde vastgoedfondsen zijn:

- De belegging is zeer illiquide. Beleggers kunnen in veel gevallen niet tussentijds uitstappen door hun participaties te verkopen. Officieel is het wel mogelijk, maar de drempel hiervoor is zeer hoog. De AFM geeft aan dat er een lock-in risico bestaat.
- Een belegging in een cv of maatschap voldoet niet aan goede spreiding omdat, geen enkel besloten niet-beursgenoteerd vastgoedfonds voldoende verschillende huurders en verschillende soorten objecten in haar portefeuille heeft.
- De kosten verbonden aan een besloten niet-beursgenoteerd vastgoedfonds zijn relatief hoog (Sala, 2004).

Er zijn nog andere nadelen te noemen die meer in algemene zin gelden.

- De belegger heeft in de regel geen invloed op het management en het is moeilijk 'feeling' te houden met de onroerendgoedmarkt. Men is afhankelijk van informatie over de gang van zaken van de berichtgeving door onroerendgoedfondsen. Met name dit nadeel is een indicator van een gebrek aan transparantie in de markt.
- Veel onroerendgoedfondsen financieren mede met vreemd vermogen, wat een extra risico impliceert (Van Gool, 2001).
- Het toezicht op deze markt is beperkt doordat de AFM slechts toezicht houdt op een deel van de markt. Ten eerste worden er van rechtswege vrijstellingen verleend met betrekking tot de toezichteisen. Ten tweede is het toezicht beperkt en wordt het vastgoed in het fonds niet beoordeeld. Daarnaast is er nog geen enkele vorm van toezicht door de markt zelf.

Bij een vastgoed-cv wordt er belegd in niet-beursgenoteerd indirect vastgoed. Met name particuliere beleggers zoeken toevlucht tot deze producten aangezien de rendementen op aandelen en obligaties teruglopen. Dit heeft voor grote groei van het aantal aanbieders gezorgd. Een cv of maatschap is geen rechtspersoon, waardoor de fondsen fiscaal transparant zijn. De verhandelbaarheid van de participaties is daardoor echter zeer beperkt.

De aansprakelijkheid bij een cv is beperkt tot de inbreng van de commanditaire vennoot. Een maatschap kent daarentegen ruimere aansprakelijkheid, doordat hij ieder voor een gelijk deel aansprakelijk is voor de schulden van de maatschap. De van toepassing zijnde wetgeving zorgt nog niet voor voldoende transparantie en de toezichthouder stuurt dan ook aan op zelfregulering.

Conclusie naar aanleiding van de nadelen is dat het voor de particuliere belegger lastig is een belegging te beoordelen omdat er veel criteria zijn waarop de beslissing om in een besloten fonds te investeren moet worden gemaakt. Tevens komt tot uitdrukking dat de markt nog steeds beperkt transparant is. Hier wordt in dit rapport verder op ingegaan door in het volgende hoofdstuk aandacht te besteden aan wat onder transparantie verstaan wordt en wat corporate governance kan doen ter bevordering hiervan.

## Hoofdstuk 3 Corporate governance

In hoofdstuk 2 zijn onder meer nadelen genoemd ten aanzien van het beleggen in cv's. Het gebrek aan transparantie wat naar voren komt kan bestreden worden met principes van corporate governance. In dit hoofdstuk wordt aandacht besteed aan het begrip corporate governance en transparantie.

### 3.1 Corporate governance

Het begrip corporate governance duidt op een goede bestuurlijke inrichting van een onderneming en de uitvoering van goed ondernemerschap, waaronder begrepen integer en transparant handelen, alsmede goed toezicht hierop en het afleggen van verantwoording over het uitgeoefende toezicht (Bank Nederlandse Gemeenten, 2005).

In een artikel van J. Bossert uit 2004 wordt het begrip governance nader uiteen gezet. Governance richt zich op de belanghebbenden (stakeholders) van de organisatie, de daarmee samenhangende doelstellingen van de organisatie en de verantwoordelijkheid van de leiding van deze organisatie om de doelstellingen te verwezenlijken. Het doel van governance is het scheppen van waarborgen voor die doelstellingen.

Kernconcepten bij governance zijn:

- Besturingsmodellen voor activiteiten die het algemeen belang dienen;
- Bestuurlijke en management integriteit;
- Transparantie in handelen en besluitvorming;
- Informatievoorziening;
- Meting van realisatie van beleid en afgeleide doelstellingen.

### 3.2 Visie op de onderneming

Er zijn vanuit corporate governance gezien een aantal visies op een onderneming. De agency-benadering stelt de scheiding tussen ondernemingsleiding (beheer) en eigendom (aandeelhouder) centraal, en de belangenconflicten die daaruit kunnen voortkomen, zijn de kern van het corporate governance vraagstuk. Interpretatie van deze benadering stelt dat de aandeelhouder (eigenaar) een manager aanstelt om de zaak te beheren. Hoe slaagt men erin om de manager in het belang van de eigenaar te laten handelen? Door monitoring zal de manager moeten handelen ten behoeve van de eigenaar. Hierbij zijn contracten alleen niet genoeg, ook het hanteren en naleven van normen en waarden is hierbij van belang. De nadruk bij deze benadering ligt op het eigenbelang van het management en dat in relatie tot de wensen van de aandeelhouders. Deze benadering is op de markt van vastgoed-cv's van toepassing omdat, bij een cv het vermogen wordt ingebracht door de stakeholders, maar deze kunnen zelf beperkt invloed uitoefenen op het resultaat.

De ontwikkeling van moderne standaards voor corporate governance is een evolutionair proces, dat wordt gestuurd door financiële schandalen, zelfreguleringsinitiatieven in financiële markten (de introductie van best-practice gedragscodes en beursnoteringvoorwaarden) en de uiteindelijke introductie van nieuwe wetgeving.

Allereerst is het van belang dat een ondernemingsleiding, daarin gesteund door toezichthouders, con amore de verplichtingen ten opzichte van zoveel mogelijk stakeholders nakomt. 'Con amore', betekent dat de ondernemingsleiding het ook voor zichzelf belangrijk vindt om aan dergelijke verplichtingen te voldoen (Peij, 2004).

Het afleggen van verantwoording vindt plaats in die gevallen waarin een scheiding bestaat tussen eigenaren van ondernemingen en degenen aan wie zij het bestuur van deze onderneming hebben gedelegeerd. De twee belangrijkste manieren daarvan zijn:

- De verplichting van bestuurders om periodiek verslag te doen over het handelen en (het financiële gedeelte van) dit verslag te laten controleren door onafhankelijke deskundigen, te weten accountants;
- De instelling van een of twee bestuursorganen waarin vaststelling van dat beleid en toezicht op de uitvoering daarvan plaatsvindt.

De belangentegenstelling tussen bestuur en verschaffers van eigen vermogen worden onder meer verklaard in de agency theorie (agentschapprobleem).

De inbreng van de belanghebbenden wordt geëffectueerd via transacties tussen hen en de onderneming. Al deze transacties zijn gebaseerd op contracten die de diverse rechten (beloning) en plichten (aard, omvang en wijze van hun inbreng) behorende bij de verschillende transacties specificeren. Echter, de werkelijkheid wordt niet gekenmerkt door volledige informatie. Contracten zijn noodzakelijkerwijs incompleet, de informatie ontbreekt eenvoudig om alle rechten en plichten in contracten vast te leggen. Dat betekent dat er behoefte is aan aanvullende regelingen die het gedrag van de belanghebbenden met betrekking tot de ondernemingsactiviteiten nader specificeren en regelen. Het vraagstuk van corporate governance heeft betrekking op deze aanvullende regelingen (instituten), en heeft dus implicaties voor de inbreng van alle belanghebbenden. Vooral als er sprake is van ongelijke informatie, ontstaat de behoefte aan nadere specificatie en regeling van het gedrag van de beter geïnformeerde partij. In moderne ondernemingen zien we vaak een scheiding van leiding en eigendom ontstaan, maar tegelijkertijd ontstaat daarbij het zojuist genoemde agentschapprobleem.

### **3.3 Agency-probleem/agentschapprobleem**

Het agentschapprobleem komt vooral naar voren in situaties waarin meerdere (kleinere) aandeelhouders niet gemotiveerd en/of in staat zijn toezicht te houden op het management om te bezien wat er met hun inbreng (aandeel) in de onderneming gebeurt. Contracten - doorgaans incompleet - bieden de aandeelhouder onvoldoende bescherming tegen de mogelijkheid van opportunistisch gedrag door managers. Aanvullende regelingen met betrekking tot corporate governance vullen als het ware de gaten in incomplete contracten en verschaffen zodoende - idealiter - de noodzakelijke discipline van het management.

De bescherming van de positie van de aandeelhouder kan door middel van interne en externe beheersing worden geregeld. Bij interne beheersing delegeren de aandeelhouders het toezicht aan bijvoorbeeld een Raad van Commissarissen. Bij externe beheersing komen corporate governance relaties via markten en regelgeving tot uiting. Hierbij valt te denken aan regelgeving door de overheid en instanties zoals de AFM. Juridische knelpunten zijn de volgende:

- Het proces van het verwerven en verkrijgen van zeggenschap over vennootschappen;
- Het versterken van zeggenschap en bescherming van aandeelhouders;
- Een transparante bestuursstructuur met onafhankelijk toezicht daarop;
- Het bevorderen van transparantie van vennootschappelijke gegevens.

Kernelementen van corporate governance zijn transparantie en verantwoording. Daarbij gaat het in zeer belangrijke mate om de houding en mentaliteit van de bij de vennootschap betrokken personen. De mate van assertiviteit van de aandeelhouders en van de openheid van bestuurders spelen een aanzienlijk grotere rol dan juridische regels en structuren (Peij, 2004). Als we dit alles betrekken op een commanditaire vennootschap is het van belang dat de beheerder van een cv de belangen van de participanten in acht neemt en dat hij daarmee niet strijdig handelt. In al het bovenstaande kunnen we managers vergelijken met beheerders en aandeelhouders met participanten.

### **3.4 Transparantie**

Het vertrouwen van de commanditaire vennoten is evenredig aan de transparantie die de directie van de vennootschap toepast. De eis inzake transparantie is des te dringender indien er minderheidsvennoten (commanditaire vennoten) zijn, omdat deze vennoten zeer beperkt invloed kunnen uitoefenen op het beheer.

Transparantie kan diverse vormen aannemen. Zij kan tot uiting komen in de informatie die in de loop van het boekjaar aan de vennoten schriftelijk wordt verstrekt over belangrijke beslissingen die zijn genomen. Dat is bijvoorbeeld het geval met een investering of een aanzienlijke acquisitie of de benoeming van een nieuwe gedelegeerde bestuurder.

Transparantie speelt ook op het niveau van de rekeningen en de controle waaraan zij onderworpen zijn. Belangrijk bij dit laatste is dat systematisch een beroep wordt gedaan op onafhankelijke professionals (accountants) om te bevestigen dat de boekhoudkundige en financiële informatie die aan de vennoten wordt gegeven, juist is. Deze professionals moeten hun rol naar eer en geweten vervullen en hun verantwoordelijkheid niet op de beheerder van de vennootschap afwentelen.

Transparantie speelt een rol bij vragen als; zijn keuzes op een verantwoorde manier gemaakt? Zijn de resultaten behaald die werden afgesproken? Om greep te krijgen op de antwoorden op dergelijke vragen spelen indicatoren vaak een hoofdrol. Indicatoren zijn meetbare fenomenen en geven aanwijzingen over de mate van kwaliteit van de belegging. Hierbij valt te denken aan bijvoorbeeld het trackrecord van de aanbieder en de bevoegdheden die de participanten hebben in het fonds. Naast indicatoren moet tekst en uitleg zowel schriftelijk als mondeling gegeven worden. Ook benchmarking kan behulpzaam zijn bij het transparant maken van een besloten vastgoed fonds (Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelatie, 2005).

Benchmarking wordt als oplossing gezien om beleggers te informeren over de potentie van de belegging. Echter, dit is niet het enige initiatief dat genomen zou kunnen worden. Aanbieders zouden vanuit zichzelf gemotiveerd moeten zijn om juiste informatie te verschaffen. De aanbieder moet immers steeds de markt weer benaderen om participanten te interesseren voor zijn product. De aanbieder is gediend bij een goede reputatie.

### **3.5 Toepasselijk kader**

In 2003 heeft het ministerie van Financiën de commissie corporate governance, onder leiding van Morris Tabaksblat, gevraagd een nieuwe code voor goed bestuur op te stellen voor Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. De Nederlandse corporate governance code (code Tabaksblat) is op 9 december 2003 officieel gepresenteerd. Deze code bevat een aantal aanknopingspunten waarvan gebruik kan worden gemaakt om de markt van vastgoed-cv's en -maatschappen transparanter te maken.

Echter, het overnemen van deze code en toepassen op cv's zou de plank mis slaan, omdat de code is opgesteld voor beursgenoteerde ondernemingen die onder steeds verdergaand toezicht komen te staan. Een goede indicatie voor toekomstige regelgeving die toepasbaar zou kunnen zijn op deze sector wordt geleverd door het rapport van de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen die door de AFM is ingesteld nadat zij een signalerend rapport, genaamd 'Zicht op beleggingsinstellingen' heeft uitgebracht in april 2004. Dit rapport geeft aan welke governance principes toegepast kunnen worden bij alle beleggingsinstellingen en legt nadrukkelijk vast dat deze aanbevelingen in de toekomst in wet- en regelgeving moet worden vastgelegd. In dit rapport wordt onderzocht in hoeverre deze aanbevelingen op dit moment worden toegepast bij vastgoed commanditaire vennootschappen en maatschappen.

Hoofdstuk 4 geeft een weergave van het rapport van de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen. Daarnaast heeft de IVBN een aantal aanbevelingen voor de sector opgesteld met punten die tot verbetering van transparantie in de markt zouden moeten leiden. Dit dient als verder uitgangspunt om verbeteringen bij vastgoed-cv's te bewerkstelligen. Nadat in het afgelopen hoofdstuk een algemeen kader van corporate governance en transparantie is geschetst, zal een specifiek kader voor vastgoed-cv's worden ontwikkeld. Dit wordt in het volgende hoofdstuk uiteen gezet.

## **Hoofdstuk 4 Initiatieven tot verbetering**

Het voorgaande hoofdstuk vormt de indicatie dat corporate governance meer transparantie in de markt van vastgoed-cv's kan bewerkstelligen. In de onderstaande paragrafen worden er twee direct toepasbare kaders voor vastgoed-cv's gepresenteerd. Allereerst worden de aanbevelingen van de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen aangehaald om verbeterpunten voor de sector te schetsen. Daarnaast worden de aanbevelingen aangedragen door de Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland (IVBN) nader uiteengezet. In de laatste paragraaf zullen diverse andere initiatieven van marktpartijen aan de orde komen.

### **4.1 Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen**

De AFM heeft in het rapport 'Zicht op beleggingsinstellingen' uit april 2004 een aantal tekortkomingen bij beheerders van beleggingsinstellingen geconstateerd waaronder het niet handelen in het belang van de belegger en het niet tegengaan van belangenverstrengeling. Hierna heeft de AFM een commissie geformeerd onder leiding van prof. mr. J. Winter om aanbevelingen te doen voor beleggingsinstellingen. Het rapport van de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen dat in december 2004 is uitgebracht dient als kader om verbeteringen bij beleggingsinstellingen op gang te brengen. De commissie heeft de werkzaamheden beperkt tot beleggingsinstellingen die op grond van de nu oude Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb) een vergunning behoeven. Op grond hiervan vallen vastgoed-cv's dus onder de reikwijdte van het rapport. Ook wordt er melding gemaakt van het feit dat rekening is gehouden met de veranderende wetgeving, die inmiddels in werking is getreden sinds 1 september 2005. De aanbevelingen in het rapport zijn dus ook van toepassing op de nieuw ontstane situatie en er zijn zelfs enkele aanbevelingen opgenomen in de vernieuwde wetgeving. Alle aanbevelingen dienen op een zeker moment te worden vastgelegd in wet- en regelgeving, zelfregulering is daarvoor niet voldoende, is de mening van de commissie.

Volgens de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen is een belangrijk deel van de problemen gelegen in het feit dat beleggers ervan uit mogen gaan dat de beleggingsinstelling uitsluitend wordt beheerd in het belang van de belegger, maar dat in de organisatiestructuur van beleggingsinstellingen niemand de expliciete taak heeft ervoor te waken dat overeenkomstig deze norm wordt gehandeld. Dit is terug te voeren op het agentschapprobleem behandeld in paragraaf 3.3.

Het is volgens de commissie wenselijk dat een aantal kernbevoegdheden worden omschreven die beleggers van beleggingsinstellingen in ieder geval zouden moeten hebben. De vraag is hoe een versterkte positie van de bewaarder (de stichting die het vermogen van het beleggingsfonds beheert) een bijdrage kan leveren aan de beheersing van deze problemen.

Ook behoeft de wijze waarop beheerders verantwoording afleggen over hun beheer nadere aandacht. Er is de commissie gevraagd aanbevelingen op te stellen betreffende de governance van beleggingsinstellingen en hun beheerder. Deze aanbevelingen zijn ingedeeld in vier thema's die in de volgende subparagrafen worden behandeld.

#### **4.1.1 Trusteefunctie, beheer en toezicht**

De Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen is van oordeel dat de functie van trustee bij beleggingsinstellingen moet worden versterkt. De trustee functie is te omschrijven als de onafhankelijke toezichtfunctie op een beleggingsinstelling. In de organisatiestructuur van beleggingsinstellingen en hun beheerders heeft niemand de expliciete taak ervoor te waken dat wordt belegd in het belang van de beleggers.

Er wordt door de commissie voorgesteld dat de stichting bewaarder een uitgebreidere taak krijgt om te waken over de belangen van de beleggers. Dit zou de trustee functie kunnen versterken. Hierop wordt nader ingegaan in subparagraaf 4.1.3. Er zijn wellicht ook andere manieren te bedenken om te zorgen voor meer toezicht. Bijvoorbeeld door de maatregel dat iedere beheerder van een beleggingsinstelling over een Raad van Commissarissen (RvC) dient te beschikken zou de trustee functie kunnen worden versterkt. Een RvC dient vervolgens voldoende onafhankelijk te zijn. Voor deze onafhankelijkheid van commissarissen kan aangesloten worden bij de criteria opgenomen in de Corporate Governance Code (code Tabaksblat), Best Practice Bepaling III.2.2. Daarbij geeft de commissie aan dat deze criteria, in regelgeving kunnen worden vastgelegd. De criteria genoemd in de bepaling kan worden aangepast voor zover relevant en noodzakelijk in verband met de bijzondere positie van beheerders en beleggingsinstellingen. Best Practice Bepaling III.2.2 is weergegeven in bijlage 2.

Een met een RvC vergelijkbare toezichtstructuur kan ook worden gecreëerd binnen een enkel bestuursorgaan door daarvan ook niet-uitvoerende leden deel te laten uitmaken. Wanneer hiervoor wordt gekozen in plaats van een RvC dient de meerderheid van de leden van het bestuur te bestaan uit onafhankelijke niet-uitvoerende leden of dient een compliance commissie te zijn ingesteld. Het bestuur dient te bestaan uit uitsluitend en tenminste twee onafhankelijke niet-uitvoerende leden. Op deze wijze zou de trustee functie kunnen worden versterkt (Winter, 2004).

#### **4.1.2 Kernbevoegdheden van beleggers**

De commissie vroeg zich af of wet- en regelgeving zouden moeten bepalen welke bevoegdheden deelnemers (participanten) in een beleggingsinstelling tenminste zouden moeten hebben. Bij beleggingsinstellingen zonder beursverhandeling is de belegger veelal tot deelneming in de instelling veroordeeld, ook indien wijzigingen in de beleggingsaanbieding, het beheer door de beheerder of de organisatie van de beleggingsinstelling dat voor hem minder aantrekkelijk maken. Dit speelt bij vastgoed-cv's een grote rol omdat, de participaties in veel gevallen niet of beperkt verhandelbaar zijn. De commissie is van mening dat de bevoegdheid van de vergadering van deelnemers om de beheerder te ontslaan en een nieuwe beheerder te benoemen fundamenteel is. De ontslag- en benoemingsmogelijkheid dient voor deze beleggingsfondsen in de overeenkomst die ten grondslag ligt aan de beleggingsinstelling te worden opgenomen.

De bevoegdheid om de accountant te benoemen die de jaarrekening van de beleggingsinstelling controleert behoort ook toe te komen aan de gezamenlijke participanten (Winter, 2004).



### **4.1.3 De rol van de bewaarder**

De rol van de (stichting) bewaarder is tot dusver beperkt tot het veiligstellen van de vermogensbestanddelen die voor de belegger in de beleggingsinstelling worden aangehouden, in het bijzonder om deze te beschermen tegen willekeurig handelen door een beheerder en tegen de gevolgen van bijvoorbeeld een faillissement van de beheerder of de beleggingsinstelling. Het is in theorie denkbaar de rol van de bewaarder uit te breiden buiten de strikte bescherming van vermogensbestanddelen en de bewaarder een meer algemene controlerende rol in het kader van het functioneren van beleggingsinstellingen te geven (Winter, 2004).

### **4.1.4 Het afleggen van verantwoording**

Behoorlijk bestuur vraagt om een zorgvuldige verslaglegging en het afleggen van verantwoording daarover. Beleggingsinstellingen hebben de verplichting een prospectus uit te brengen waarin de relevante aspecten van het beleggingsaanbod zorgvuldig worden omschreven. De verstrekte informatie in de prospectus moet wellicht worden uitgebreid. Dit is immers de basis van de beleggingsbeslissing die door de belegger wordt gemaakt. Verder moeten beleggingsinstellingen en beheerders een jaarrekening opstellen. De jaarrekening en het jaarverslag moeten overeenkomstig titel 9 boek 2 BW worden opgesteld, ook als het gaat om een beleggingsfonds zonder rechtspersoonlijkheid.

In het jaarverslag van iedere beleggingsinstelling zou over een aantal specifieke onderwerpen verantwoording moeten worden afgelegd. Het gaat hierbij om alle afzonderlijk door de beheerder beheerde beleggingsinstellingen.

Voor het functioneren van beleggingsinstellingen zijn het systeem van administratieve organisatie (AO) en de maatregelen van interne controle (IC) van essentieel belang. Er dient een verklaring te worden opgenomen in het jaarverslag dat de beheerder van de beleggingsinstelling beschikt over een beschrijving van de AO/IC die voldoet aan de eisen van wet- en regelgeving en dat het systeem van AO/IC adequaat en effectief overeenkomstig die beschrijving functioneert. Deze aanbeveling van de commissie is reeds opgenomen in de vernieuwde Wtb.

In het jaarverslag van de beleggingsinstelling dient een verslag te worden opgenomen van de Raad van Commissarissen van de beheerder, of, indien sprake is van een enkel bestuursorgaan, van de niet-uitvoerende leden van de raad van bestuur. In het verslag wordt aangegeven welke leden als onafhankelijk worden beschouwd. De RvC rapporteert over zijn werkzaamheden in het boekjaar en besteedt hierin aandacht aan zijn toezicht op de naleving door de beheerde van de toepasselijke wet- en regelgeving, het handelen in overeenstemming met de regelgeving, het handelen in overeenstemming met het beleggingsaanbod in de prospectus, een adequate AO/IC in overeenstemming met de regelgeving en in het algemeen waarborging van het handelen van de beheerder in het belang van de beleggers.

In het jaarverslag van de beleggingsinstelling doet de beheerder verslag inzake het beloningsbeleid en de beloningsstructuur die de beheerder hanteert voor de portfolio managers die het vermogen van de beleggingsinstelling daadwerkelijk beheren.

Alle beleggingsinstellingen dienen jegens hun beleggers verantwoording af te leggen omtrent het beleid dat zij voeren inzake de uitoefening van stemrecht op hun beleggingen en de wijze waarop zij dat beleid hebben uitgevoerd (Winter, 2004).

Het publiceren van informatie en het afleggen van verantwoording zou toegankelijker zijn voor de stakeholders (alle belanghebbenden) wanneer deze gegevens op een website worden gepubliceerd. Iedere beheerder zou moeten beschikken over een eigen website, waarop actuele informatie moet worden weergegeven. De informatie moet bestaan uit jaarverslagen, het trackrecord van de aanbieder en informatie over het aangeboden product door de prospectus te publiceren.

Alle bovenstaande aanbevelingen leiden tot meer transparantie bij beleggingsinstellingen. Enkele aanbevelingen zijn reeds opgenomen in de vernieuwde wet- en regelgeving. Desalniettemin is er overwegend nog geen verdere invulling aan deze aanbevelingen gegeven.

#### **4.2 Aanbevelingen IVBN**

De Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland (IVBN) heeft op 27 januari 2005 een visie voor vastgoed-cv's gepresenteerd. Deze aanbevelingen zijn indicatoren ter verbetering van de transparantie en hieronder wordt daar nadere invulling aan gegeven. De tien aanbevelingen voor maatschappen en cv's van de IVBN zijn:

*1. Lidmaatschap aanbieders, van een landelijke erkende branchevereniging die zich richt op zelfregulering van de sector en vergroting van de transparantie.*

Op dit moment bestaat er een vereniging voor aanbieders in besloten fondsen (VAB) waarbij een aantal marktpartijen betrokken is. Echter, niet alle aanbieders zijn lid en daarnaast is het tot op heden onbekend welke acties de vereniging gaat ondernemen. Hiernaast is er een onafhankelijke stichting in oprichting door een selecte groep aanbieders. Meer hierover in paragraaf 4.3.

*2. Verplichte hantering van een compliance regeling/code of ethics.*

Het zou wenselijk zijn dat aanbieders van cv's zich verenigen en zich zouden conformeren aan een gedragscode. Een dergelijke code doet bijvoorbeeld uitspraken over ethisch handelen van aanbieders en gedrag jegens derden. Deze code zou soortgelijk kunnen zijn aan de code opgesteld door de IVBN. De code is te vinden op [www.ivbn.nl](http://www.ivbn.nl) onder het kopje modellen en codes.

*3. Verscherpt en permanent toezicht op de aanbieders.*

Nadat een aanbieder een vergunning heeft verkregen en de prospectus is getoetst, staat het fonds op zich. Beheerders blijven op grond van de Wtb wel onder toezicht staan, maar er wordt niet inhoudelijk naar de prestaties van een fonds gekeken door de AFM. Zij houdt alleen zogenaamd gedragstoezicht. Dit houdt specifiek in dat de AFM vergunningen verstrekt en controles uitoefent bij beleggingsinstellingen. Hier kijkt de AFM alleen of er gewerkt wordt volgens de geldende wetten en regels. Voordat een aanbieder participanten mag benaderen kijkt de AFM of de belegger volledig wordt geïnformeerd door de prospectus te laten deponeren en/of goed te keuren. Echter, er vindt geen controle plaats op de juistheid van de informatie in de prospectus. Hierbij valt te denken aan, het vastgoedobject in de cv, de aan en verkoop ervan, de huurcontracten of de voorgespiegelde rendementen en risico's verbonden aan de belegging.

*4. Verplichte en gedegen risicoanalyse.*

Iedere prospectus moet helder en duidelijk aangeven welke risico's er zijn toe te schrijven aan de aangeboden belegging. Het gaat om de risico's aangegeven in paragraaf 2.5. Op dit moment is een van de meest dreigende risico's de mogelijkheid van een stijgende rente. Dit kan grote implicaties hebben voor de cv's met een groot geleveraged vermogen. Het afbetalen van de hypothecaire lening kan in het ergste geval de huurinkomsten overstijgen.

*5. Voorgeschreven rendementsanalyses op basis van de uniforme uitgangspunten.*

De aangeboden rendementen in de prospectussen zijn op diverse wijze tot stand gekomen. Het zou voor de eenduidigheid wenselijk zijn dat dit uniform zou worden voorgeschreven in de sector. Het is van belang dat de te realiseren eindwaarde niet wordt betrokken in het berekenen van dat rendement bij aanvang van de cv. Dit geeft een vertekend beeld van de te behalen rendementen en het is niet te voorspellen wat het verkoopresultaat van het vastgoed over 7 tot 10 jaar zal zijn. Direct en indirect rendement dient dus duidelijk gescheiden te worden weergegeven.

*6. Transparantie in fees en kosten.*

Er dient helder en duidelijk te worden weergegeven welke verdienste de aanbieder van de cv kan behalen, de zogenaamde fees. De term structureringsfee, welke veelvuldig voorkomt, zou in iedere prospectus uiteen moeten worden gezet. Het is niet altijd duidelijk wat er op basis van deze term in rekening wordt gebracht bij de participant. De kosten in verband met de exploitatie van de cv, bijvoorbeeld de kosten voor externe adviseurs, moeten ook onder de aandacht bij de belegger gebracht worden.

*7. Uniforme voorschriften voor verslaglegging en commerciële rapportages.*

De manier waarop wordt gerapporteerd en de begrippen die daarbij gehanteerd worden zouden eenduidig en uniform moeten worden gemaakt voor alle aanbieders van besloten vastgoed fondsen. Hierbij valt ook te denken aan het openbaar maken van de behaalde resultaten, wat is aan te duiden als commerciële rapportages oftewel het zogenoemde trackrecord van de aanbieder.

*8. Onafhankelijk toezicht op de verslaglegging en de naleving van de regelgeving.*

De AFM handhaaft regelgeving, maar is niet in staat de besloten vastgoedfondsen inhoudelijk te beoordelen. Het zou wenselijk zijn dat de totstandkoming van de behaalde resultaten wordt beoordeeld. Een inhoudelijke beoordeling door de AFM is moeilijk realiseerbaar. Het is daarom dat de AFM aanstuurt op zelfregulering.

*9. Professioneel vastgoedbeheer.*

De cv zou door vastgoedbeheer een optimaal resultaat kunnen behalen in het exit (verkoop) traject. Op de kantorenmarkt is er op dit moment meer aanbod dan vraag. In die markt is het op dit moment van groot belang dat de huurder tevreden is door professioneel beheer toe te passen.

*10. Zorgplicht voor aanbieders.*

Hiermee wordt bedoeld op de verantwoordelijkheid van de aanbieder om te controleren en te adviseren of de aangeboden belegging in het beleggingsprofiel van de particuliere belegger past. Zo niet, dan dient hij de belegger af te raden het product aan te kopen. De vraag is in welke mate dit haalbaar is. Sommige aanbieders werven duizend participanten voor een enkel fonds. De beheersbaarheid is moeilijk wanneer een aanbieder met zoveel participanten te maken heeft.

Professionele partijen maken zich grote zorgen over de afbreukrisico's voor de gehele vastgoedsector van niet professionele vastgoedmaatschappen en cv's die zich specifiek richten op particulieren. Maar de IVBN geeft ook aan dat er een onderzoeksplicht voor participanten die aan maatschappen en cv's willen meedoen zou moeten komen. De particulier moet zich terdege vergewissen van de risico's van de belegging en in het bijzonder letten op het trackrecord, de integriteit én het commitment van het management van het fonds. Participanten zouden om te beginnen altijd zelf naar het vastgoed in Nederland moeten gaan kijken. "De particulier die instapt op onduidelijke beleggingsproducten gaat niet vrij uit", aldus de IVBN. "Desalniettemin, is het de professionele vastgoedsector die het aan zijn stand verplicht is om uitwassen zoveel mogelijk te voorkomen" (Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland, 2005).

#### **4.3 Andere initiatieven**

In de afgelopen jaren zijn er door commerciële partijen initiatieven genomen om op de markt verschenen fondsen nader te onderzoeken om beleggers een helpende hand te bieden bij het maken van een beleggingsbeslissing. Zo bestaat er een zogenaamde vastgoed rendementmeter. Dit initiatief is bedoeld om de door de aanbieder geboden rendementen op gevoeligheid te meten en hierdoor zou de aanbieding worden geobjectiveerd ([www.vastgoedrendementsmeter.nl](http://www.vastgoedrendementsmeter.nl), 2006). Daarnaast bestaat ook het initiatief cv's een rating te geven op basis van vijftig punten van analyse. Deze zogenaamde fundreviews verschaffen inzicht in vier beoordelingsgebieden, te weten: fondsinitiator en -structuur, fondsinvestering, fondsobject(en) en fondsexploitatie ([www.fundview.nl](http://www.fundview.nl), 2006). Verder bestaan er tal van deskundigen die zich uitspreken over aanbiedingen op basis van de prospectus op het internet en in de media.

De markt zelf is verenigd in de Vereniging van Aanbieders van Besloten Vastgoedbeleggingen (VAB). Deze vereniging treedt niet op de voorgrond in de discussie rondom transparantie van vastgoed-cv's en heeft kritische massa onder de aanbieders verloren in de afgelopen jaren. Recent zijn er door vijf grote aanbieders van vastgoedbeleggingsproducten plannen gemaakt voor het oprichten van een onafhankelijke stichting die zou moeten gaan zorgen voor zelfregulering in de sector (Vastgoedmarkt nieuwsbrief, 2006).

Participanten in een vastgoedbeleggingsproduct kunnen zich sinds enige tijd aansluiten bij de Vereniging Vastgoed Participanten (VVP). Deze onafhankelijke vereniging behartigt de belangen van alle beleggers die in collectieve vastgoedconstructies participeren. Ze heeft het tot haar missie gemaakt om nieuwe aanbiedingen in de markt te toetsen op redelijkheid en doorzichtigheid en lopende beleggingsfondsen te volgen tot het exit traject. Hierbij worden bevindingen en adviezen ten dienste gesteld aan de beleggers/leden en worden zij gesteund in besluitvorming of eventuele conflicten. Tevens wil de vereniging zich inzetten voor het verbeteren van de verhandelbaarheid van participaties om toe- en uittreding in een cv te vergemakkelijken ([www.vvp.nu](http://www.vvp.nu), 2006). Voor conflicten die voortvloeien uit met name de exit (verkoop) van een cv bestaat de stichting CV in Nood. Zij heeft als doel om beleggers te vertegenwoordigen bij problemen in een cv door de commanditaire vennoten te verenigen ([www.cvinnood.nl](http://www.cvinnood.nl), 2006).

Er kan geconcludeerd worden dat de partijen die zich op deze markt begeven zich aangesproken voelen door de deadline die minister Zalm heeft gesteld in oktober 2005. Tot 1 juli 2006 moet de markt zelf initiatieven met kritieke massa hebben ontplooid voor zelfregulering, wanneer dit niet lukt grijpt de minister zelf in. Naar alle waarschijnlijkheid zal hij dit doen door verdergaande wet- en regelgeving op te leggen.

In het afgelopen hoofdstuk is uiteen gezet welke verbeteringen er zouden moeten komen voorgesteld door enerzijds de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen en anderzijds de IVBN. Zij hebben een visie op de mankementen die de markt van cv's kenmerkt. In het volgende hoofdstuk zijn de uitkomsten weergegeven van de mening van de aanbieders over deze verbeterpunten.

## Hoofdstuk 5 Corporate governance en vastgoed-cv's, -maatschappen

Dit hoofdstuk beschrijft de uitkomsten van het onderzoek onder de initiatiefnemers van vastgoed commanditaire vennootschappen en maatschappen. In de eerste paragraaf wordt beknopt herhaald welke verbeterpunten zijn getoetst onder de aanbieders. Vervolgens worden de uitkomsten met behulp van grafieken en diagrammen gepresenteerd.

### 5.1 Voorgestelde verbeteringen

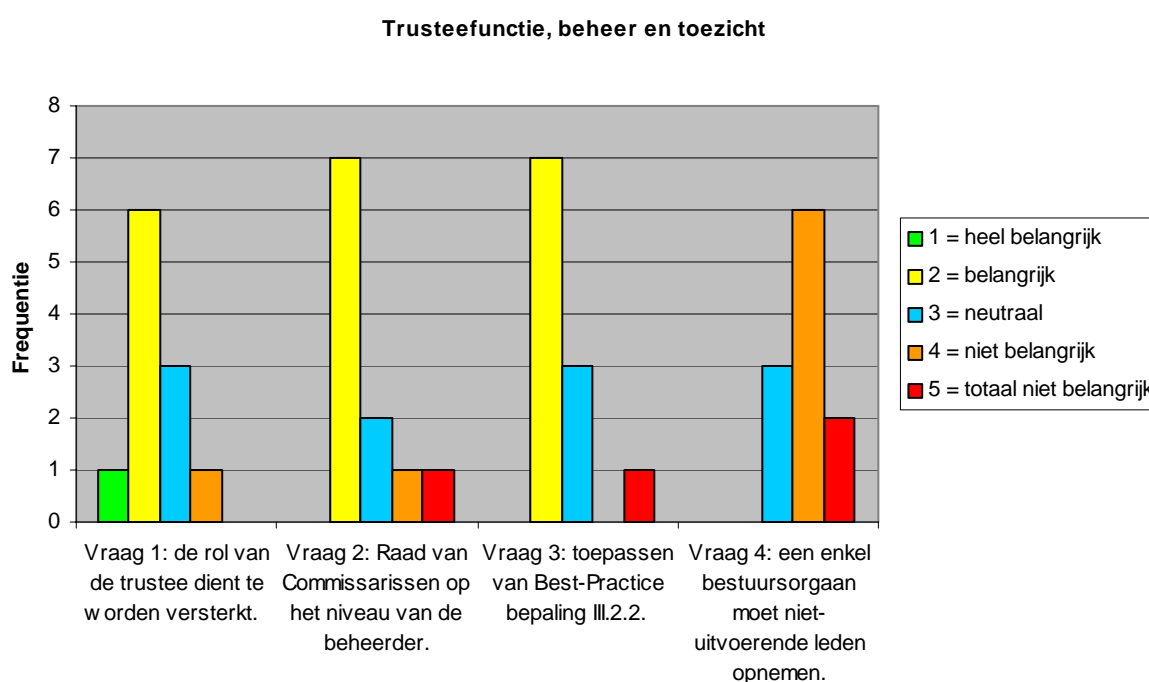
Op grond van de theorie die is aangehaald in het voorgaande hoofdstuk is er een schema met verbeterpunten opgesteld. Deze verbeterpunten zijn hieronder te vinden in tabel 1. Op deze verbeterpunten wordt een reactie gevraagd vanuit de markt door aanbieders te benaderen die in de onderzoeksperiode een fonds op de markt hebben gebracht. De periode waarin het onderzoek is verricht bestrijkt het tweede halfjaar van 2005. Een aantal aanbieders hebben naast het invullen van een enquête door middel van een interview nadere invulling gegeven aan de voorgestelde verbeteringen.

	<b>Verbeterpunten Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen</b>
	<b><i>Trusteefunctie, beheer en toezicht</i></b>
1.	Trusteefunctie versterken.
2.	Raad van Commissarissen instellen.
3.	Aansluiten bij Best-Practice bepaling III.2.2 uit de code Tabaksblad.
4.	Onafhankelijke (niet uitvoerende) bestuurder(s) bij enkel bestuursorgaan.
	<b><i>Kernbevoegdheden van de belegger</i></b>
5.	Ontslag- en benoemingsmogelijkheid van bestuurders door participanten.
6.	Bevoegdheid tot benoeming van de accountant door participanten.
	<b><i>De rol van de bewaarder</i></b>
7.	Meer algemene controlerende rol op het beleggingsfonds.
	<b><i>Het afleggen van verantwoording</i></b>
8.	Systeem van Administratieve Organisatie en maatregelen van Interne Controle (AO/IC) vastleggen.
9.	Raad van Commissarissen publiceert bevindingen in jaarverslag.
10.	Jaarverslag geeft inzicht in beloningsbeleid en beloningsstructuur.
11.	Beleggingsfonds verschaft inzicht in stemrecht.
12.	Jaarverslag en trackrecord publiceren op website aanbieder.
	<b><i>Aanbevelingen IVBN</i></b>
13.	Lidmaatschap van een branchevereniging.
14.	Hanteren van een compliance regeling/code of ethics.
15.	Verscherpt en permanent toezicht op de aanbieders.
16.	Verplichte en gedegen risicoanalyse opnemen in de prospectus.
17.	Voorgescreven rendementsanalyses op basis van uniforme uitgangspunten.
18.	Eenduidige weergave van fees en kosten.
19.	Uniforme voorschriften voor verslaglegging en commerciële rapportages.
20.	Onafhankelijk toezicht op verslaglegging en naleving van regelgeving.
21.	Professioneel vastgoedbeheer door aanbieders.
22.	Zorgplicht voor aanbieders.

Tabel 1, Verbeterpunten corporate governance bij vastgoed-cv's (bron: eigen bewerking).

## 5.2 Uitkomsten enquêtes

Bij de enquête is gescoord wat de mening van de verschillende aanbieders is op een ordinale schaal van 1 tot 5. Hierbij is 1 heel belangrijk, 2 belangrijk, 3 om het even, 4 niet belangrijk, 5 helemaal niet van belang. De getallen op deze schaal hebben slechts tot doel een volgorde aan te brengen. Tevens zijn er gesloten vragen gesteld waar enkel ja, nee, misschien of soms op kon worden geantwoord. Het slot van de enquête wordt gevormd door een aantal open vragen. Het doel van de enquête is om de behandelde theorie uit hoofdstuk 4 te toetsen in de praktijk. Door middel van de vragenlijst kan de bereidheid tot het nemen van initiatieven ter verbetering van markttransparantie worden onderzocht. De enquête is te vinden in bijlage 1. 11 van de 17 aanbieders die onderzocht zijn op basis van de prospectus hebben door middel van de vragenlijst hun mening over de voorgestelde verbeteringen gegeven. Een volledige uitwerking van de uitkomsten is terug te vinden in bijlage 3. Hierna zijn de uitkomsten weergegeven en van commentaar voorzien.



Grafiek 1, Uitkomsten vraag 1 t/m 4 Trusteefunctie, beheer en toezicht (bron: eigen bewerking).

In grafiek 1 is te zien dat de aanbieders positief reageren op het voorstel om de trustee functie te versterken, een Raad van Commissarissen (RvC) in te stellen op het niveau van de beheerder en voor de onafhankelijkheid van deze RvC aan te sluiten bij Best Practice Bepaling III.2.2.

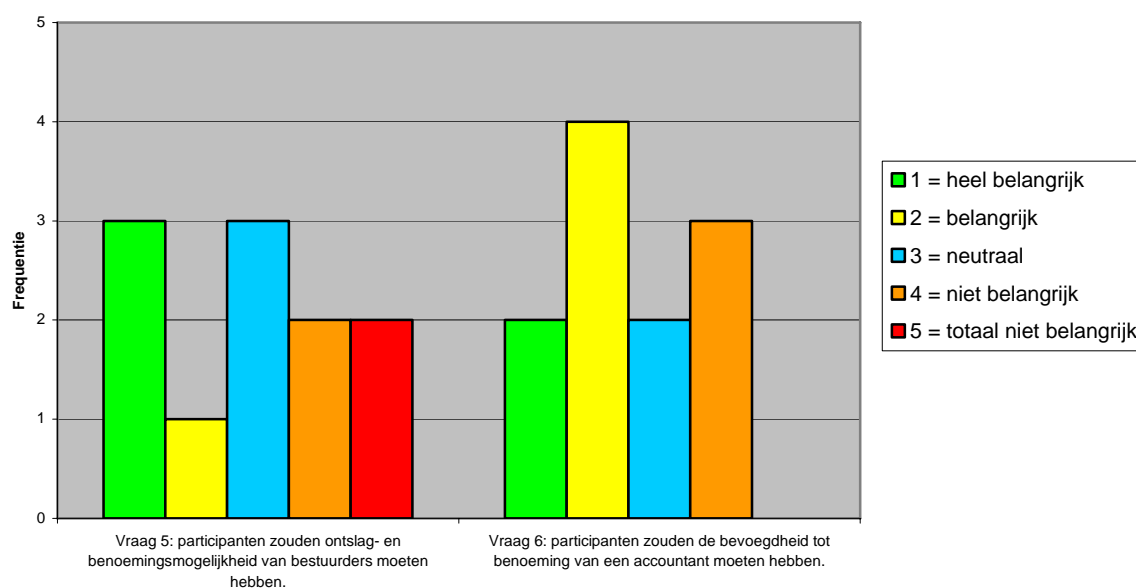
Met het versterken van de trustee functie in de eerste vraag wordt bedoeld op een onafhankelijke toezichtfunctie op een beleggingsinstelling ofwel een functie die het belang van de belegger behartigt. Met de eerste vraag in de enquête wordt geen nadere invulling gegeven aan deze functie. De vraag kan enerzijds gekoppeld worden aan de versterking van de rol van de bewaarder in vraag 7. Ook hier wordt overwegend positief geantwoord. Hieruit kan de conclusie worden getrokken dat de aanbieders het belang inzien van versterking van toezicht. Anderzijds is de vraag van toepassing op het instellen van een RvC in vraag 2, waardoor er een nuancering moet worden toegepast op de positieve uitkomst.

De geïnterviewde aanbieders zeggen namelijk het nut van het instellen van een RvC beperkt te achten. Dit instrument wordt te zwaar geacht voor een besloten vastgoedfonds. De fondsen zijn in veel gevallen opgezet door een beperkt aantal personen en worden beheerd door doorgaans kleine organisaties. De financiële consequenties van het instellen van deze RvC zouden voor rekening van het fonds komen en daarmee voor rekening van de participanten. Het is niet wenselijk de kosten van een fonds te vergroten en een RvC is daarom een te zwaar instrument om toezicht te houden op een fonds. De conclusie is dat voor vastgoed-cv's en -maatschappen een RvC niet toepasbaar wordt geacht.

De derde vraag geeft inzicht in de positie van de commissarissen. Wanneer ze zouden worden aangesteld moeten ze voldoende onafhankelijk zijn. Voor de onafhankelijkheid van deze commissarissen kan worden aangesloten bij Best Practice Bepaling III.2.2.

Het is opmerkelijk dat er negatief wordt gereageerd op het voorstel dat wanneer er een enkel bestuursorgaan werkzaam is niet-uitvoerende leden in het bestuur opgenomen moeten worden. Dit dient namelijk een soortgelijk doel als het instellen van een RvC. De negatieve reactie kan komen doordat de dagelijkse leiding van een cv niet gebaat denkt te zijn bij onafhankelijke bestuurders. Vermoedelijk omdat een dergelijke toezichtfunctie als een inbreuk op de privacy van de beheerder wordt ervaren.

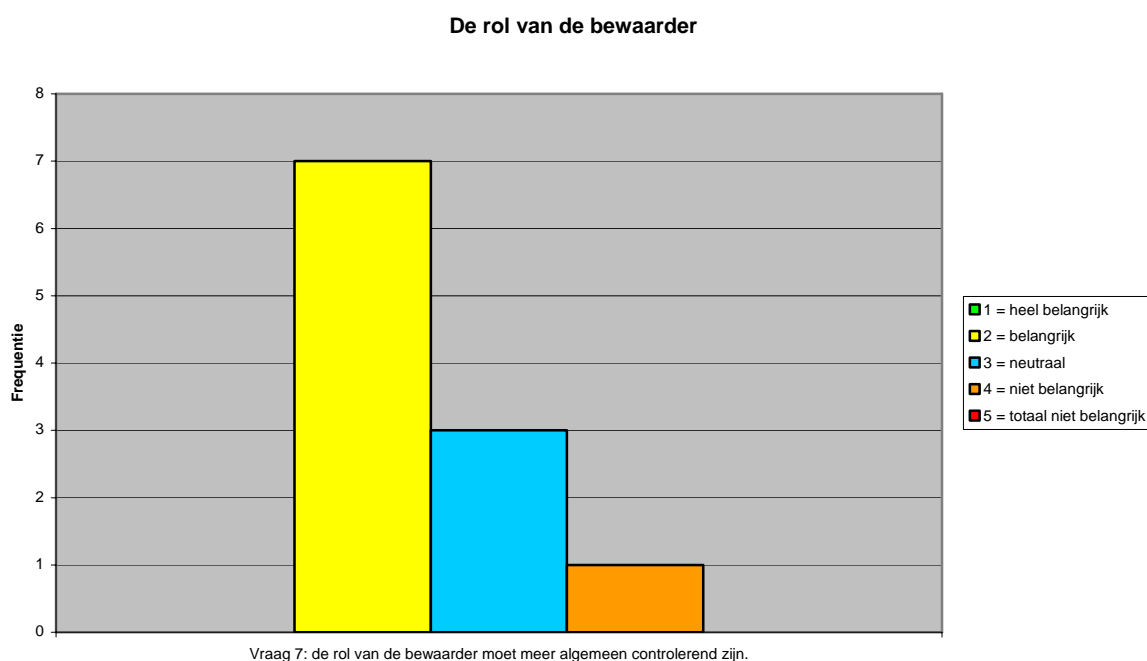
Kernbevoegdheden van de belegger



Grafiek 2, Uitkomsten vraag 5 en 6, Kernbevoegdheden van de belegger (bron: eigen bewerking).

Bij vragen over de kernbevoegdheden van participanten in een commanditaire vennootschap ontstaat geen eenduidig beeld over de opinie van de aanbieders (zie hiervoor grafiek 2). Zichtbaar is dat een aantal aanbieders ontslag- en benoemingsmogelijkheden voor participanten belangrijk acht en geeft deze bevoegdheid aan de commanditaire vennoten door in de statuten van de cv (cv-overeenkomst) hier een bepaling over op te nemen. Hetzelfde beeld is waarneembaar bij het benoemen van een accountant door de participanten. De daadwerkelijke uitvoerbaarheid van het voornemen om participanten de bevoegdheid te geven bestuurders te ontslaan en te benoemen is beperkt omdat, het ontslaan van een beheerder financiële verplichtingen met zich meebrengt. Het is eenvoudig om de bovengenoemde bevoegdheden toe te kennen aan participanten, maar wanneer ze niet uitvoerbaar zijn schieten ze het eigenlijke doel voorbij.

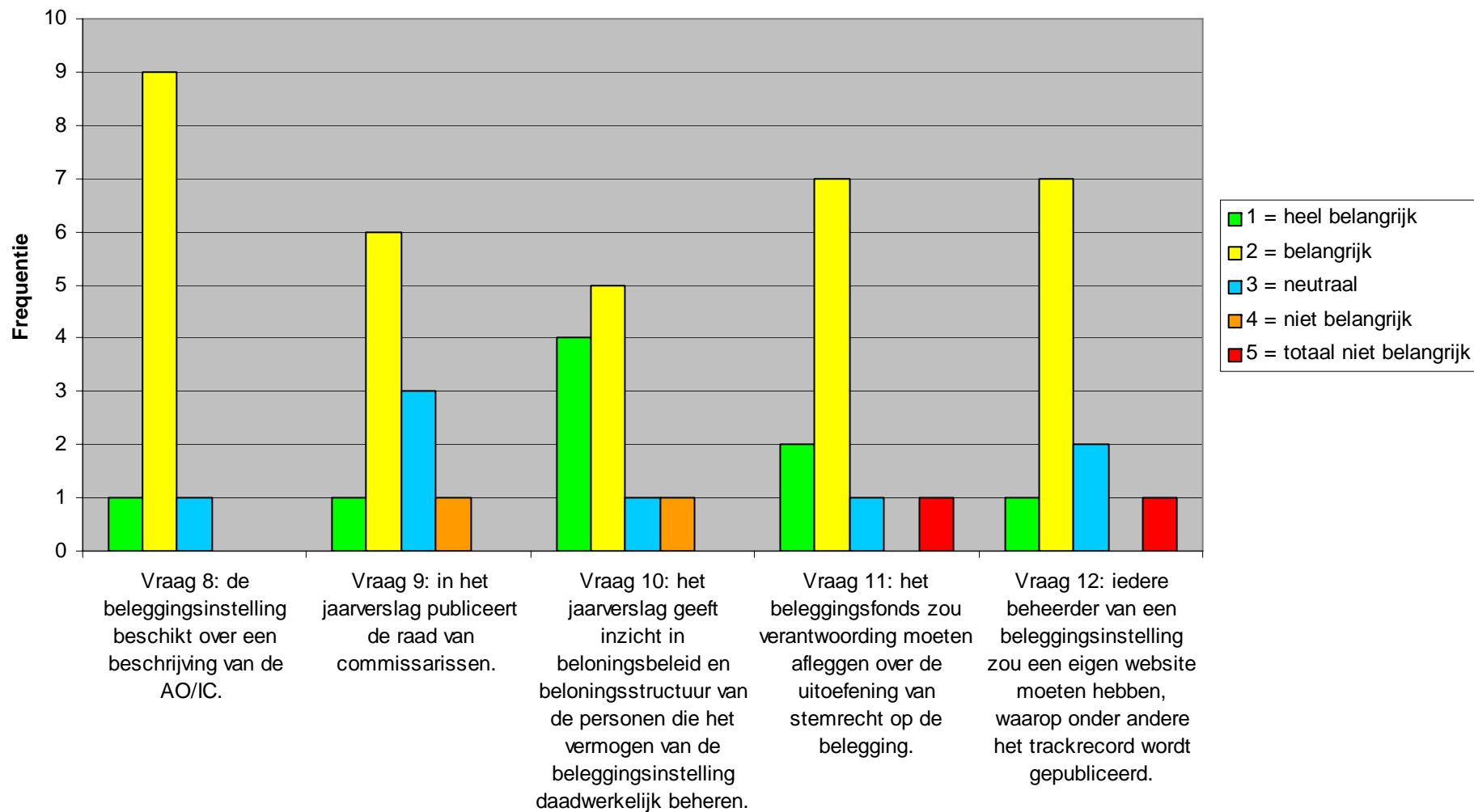




Grafiek 3, Uitkomst vraag 7, De rol van de bewaarder (bron: eigen bewerking).

De stichting bewaarder kan een meer controlerende rol krijgen bij een fonds. Het gaat hier dan vooral om een aanvullende taak, naast de rol die de bewaarder heeft om het juridisch eigendom over het vastgoedobject of de vastgoedobjecten te houden. De bewaarder dient uitsluitend op te treden in het belang van de participanten. Ze kan toezien op de uitvoering van besluiten van de cv door de beherend vennoot. Ze voert controle op de kasstromen en heeft een adviserende en controlerende rol op de beherend vennoot in het belang van de cv. Er zijn reeds enkele aanbieders die dit doen en op deze manier wordt de trustee functie, de onafhankelijke toezichtfunctie op een fonds versterkt conform de Commissie Modernisering Belegginginstellingen.

### Het afleggen van verantwoording



Grafiek 4, Uitkomsten vraag 8 t/m 12, Het afleggen van verantwoording (bron: eigen bewerking).

In grafiek 4 zijn de uitkomsten van de vragen 8 tot en met 12 te vinden. Allereerst zijn de adviezen van de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen deels verwerkt in de vernieuwde Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb). Dit is de reden waarom er positief wordt gereageerd op het voorstel om de Administratieve Organisatie en Interne Controle (AO/IC) vast te leggen, het is namelijk al verplicht. De daaropvolgende vraag is een lastige omdat, wordt teruggegrepen op de al dan niet aanwezige RvC bij de beleggingsinstelling. Niet iedere initiatiefnemer heeft een RvC op het niveau van de beleggingsinstelling en zeker niet per individueel fonds. De aanbieders vinden het terecht om inzicht te verschaffen in het beloningsbeleid van de vermogensbeheerders in een fonds. Of dit ook daadwerkelijk gebeurt ligt niet besloten in de vraag en is daarom onduidelijk. De meerderheid van de verschillende aanbieders geeft ook aan het belangrijk te vinden dat er duidelijk wordt uitgelegd hoe er met stemrecht wordt omgegaan. Het feit dat niet alle aanbieders unaniem pleiten voor een goede website met up-to-date informatie en daarbij publicatie van een trackrecord, schetst verbazing omdat wanneer een aanbieder participanten wil aantrekken hij een aanzienlijke hoeveelheid informatie zal moeten presenteren. In het verleden behaalde rendementen bieden daarbij geen garantie voor de toekomst, maar kunnen wel een basis zijn waarop beleggers hun beslissing mede baseren, tenzij het om een fonds gaat dat door een nieuwe initiatiefnemer op de markt wordt gebracht.

Lidmaatschap VAB

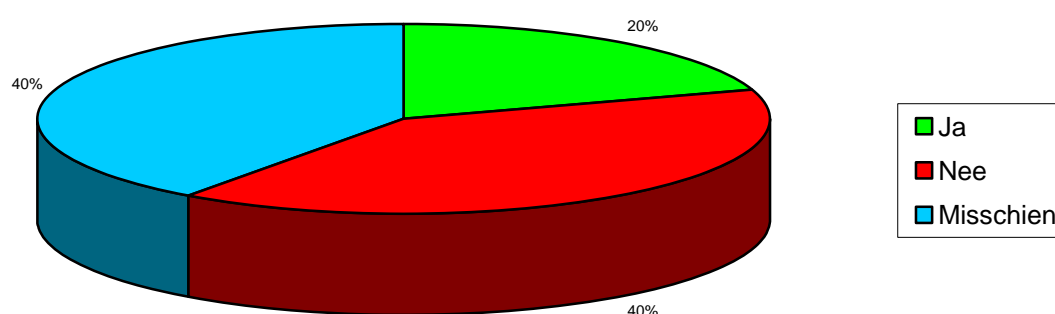


Diagram 1, Uitkomst vraag 13, Lidmaatschap van branchevereniging VAB (bron: eigen bewerking).

Op de vraag of de recente aanbieders lid zouden willen worden van de branchevereniging VAB wordt zeer uiteenlopend gereageerd. Hierdoor lijken de aanbieders zich moeilijk te kunnen verenigen. Een aantal aanbieders heeft zijn lidmaatschap opgezegd of zegt zich pas weer aan te melden wanneer er een kritische massa van het aantal aanbieders is. De uitkomst is te vinden in diagram 1. Ook wordt er onder de aanbieders zeer verschillend gedacht over wat de vereniging precies zou moeten doen. De indruk ontstaat dat de aanbieders niet met elkaar geassocieerd willen worden.

Compliance regeling/code of ethics

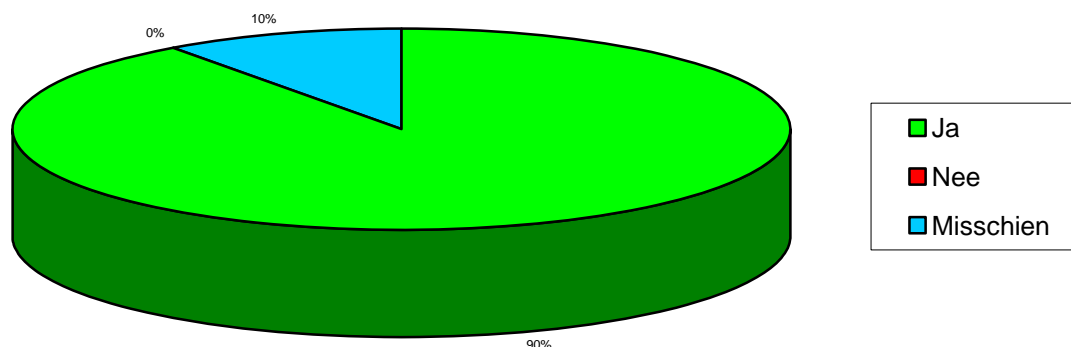


Diagram 2, Uitkomst vraag 14, Hanteren van een compliance regeling/code of ethics (bron: eigen bewerking).

De overgrote meerderheid van de onderzochte aanbieders reageert positief op het instellen van een compliance code, code of ethics, waarvan de uitkomst te vinden is in diagram 2. Op de vraag wat deze code zou moeten bevatten zegt een enkele aanbieder dat deze vooral belangenverstrengeling zou moeten voorkomen. Tevens zou het voor kostentransparantie moeten zorgen en over het privé doen en laten van de aanbieders moeten handelen. In het laatste geval zou dit alleen kunnen worden bewerkstelligd wanneer een branchevereniging actief is op de markt.

Stringenter toezicht op aanbieders

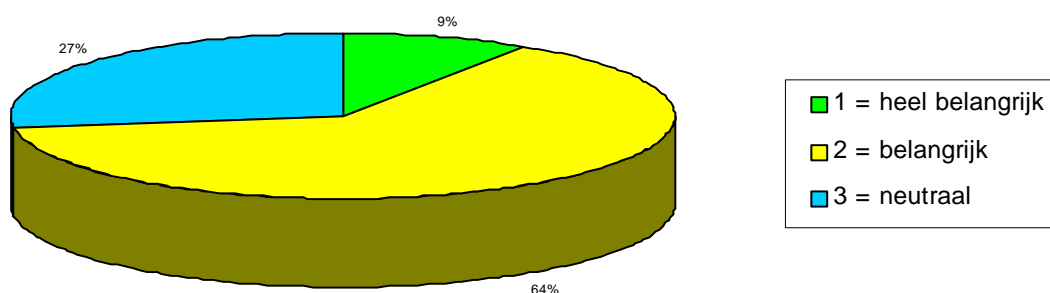
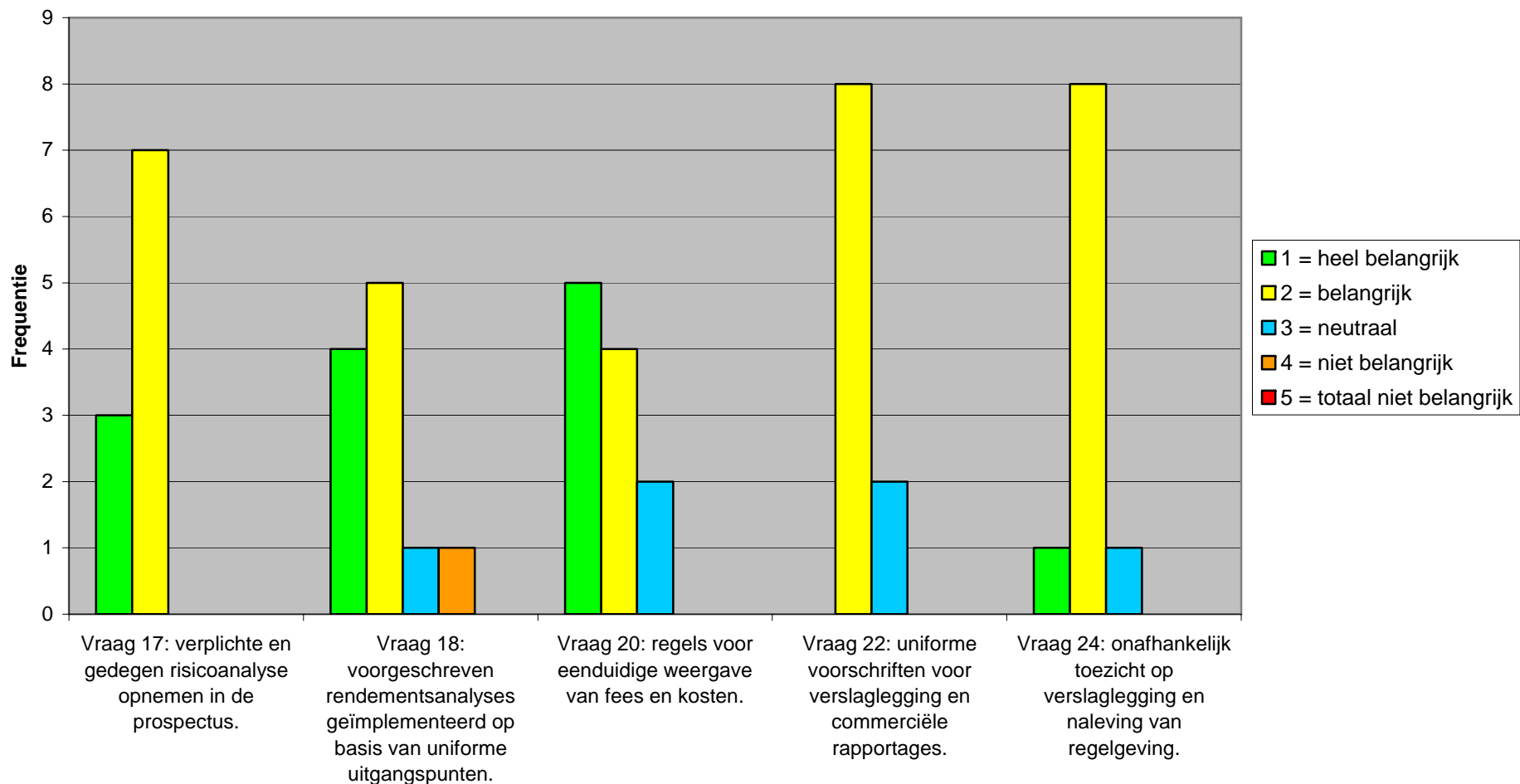


Diagram 3, Uitkomst vraag 15, Verscherpt en permanent toezicht op de aanbieders van cv's (bron: eigen bewerking).

De aanbieders geven eenduidig aan dat er verscherpt en permanent toezicht op de markt zou moeten zijn. Wie dit op zich zou moeten nemen ligt niet besloten in de vraag, maar er is een rol weggelegd voor de AFM. Het huidige toezicht is absoluut niet afdoende, daar zijn de aanbieders het over eens.

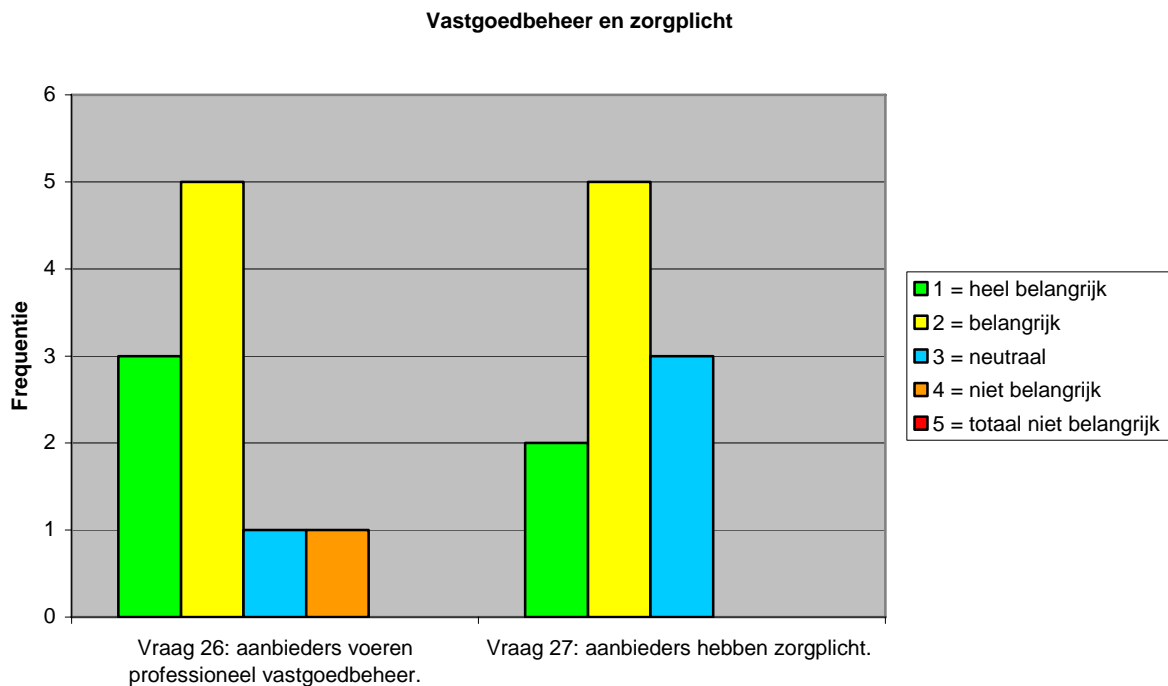
### Aanbevelingen IVBN



Grafiek 5, Uitkomsten diverse standpunten IVBN (bron: eigen bewerking).

In grafiek 5 is te vinden hoe de reacties zijn op de voorstellen gedaan door de IVBN. Niet alle vervolgvragen zijn uitgezet in de grafiek omdat ze een vervolg op de voorgaande vraag zijn. In de tekst komen alle vragen wel aan de orde. Op de vraag of er een verplichte en gedegen risicoanalyse moet worden opgenomen in de prospectus wordt zeer positief gereageerd. Ook of voorgespiegelde rendementen op basis van uniforme uitgangspunten tot stand moeten komen wordt positief geantwoord door de initiatiefnemers. Aanbieders zijn overwegend optimistisch over de haalbaarheid van deze plannen. Regels omtrent een eenduidige weergave van fees en kosten voor alle aanbieders wordt ook als een positief verbeterpunt gezien. Ook dit wordt door de meerderheid realiseerbaar geacht.

Verslaglegging en commerciële rapportages zouden volgens de beheerders op basis van uniforme uitgangspunten voor de gehele markt tot stand kunnen komen. Op de vraag of de huidige voorschriften vanuit het Wtb afdoende zijn wordt geen eenduidig antwoord gegeven. De aanbieders zijn het er niet over eens. De laatste vraag in de tabel geeft uitslag over eventueel onafhankelijk toezicht op verslaglegging en naleving van regels. Hier wordt wederom positief op gereageerd. Wat de aanbieders betreft zou er meer toezicht nodig zijn. Het lijkt erop dat er voor realisering van deze punten een grote rol is weggelegd voor een branchevereniging. Juist daarom is het opmerkelijk dat de aanbieders zich niet verenigen.



Grafiek 6, Uitkomsten vraag 26 en 27, vastgoedbeheer en zorgplicht (bron: eigen bewerking).

De uitkomsten van de twee vragen die zijn weergegeven in grafiek 6 zijn overwegend positief. Vraag 26 handelt over professioneel vastgoedbeheer van de aanbieders en vraag 27 stelt dat er zorgplicht zou moeten zijn bij de beheerders. Met name de zorgplicht kan grote implicaties hebben voor de aanbieder. Dit houdt namelijk in dat van iedere participant het beleggingsbeleid helder moet zijn. Het lijkt onmogelijk voor de beheerder om het beleggingsbeleid van een groot aantal participanten te kennen bijvoorbeeld bij fondsen waarbij meer dan duizend participaties worden uitgegeven onder honderden participanten.

### Eigen participatie beheerder

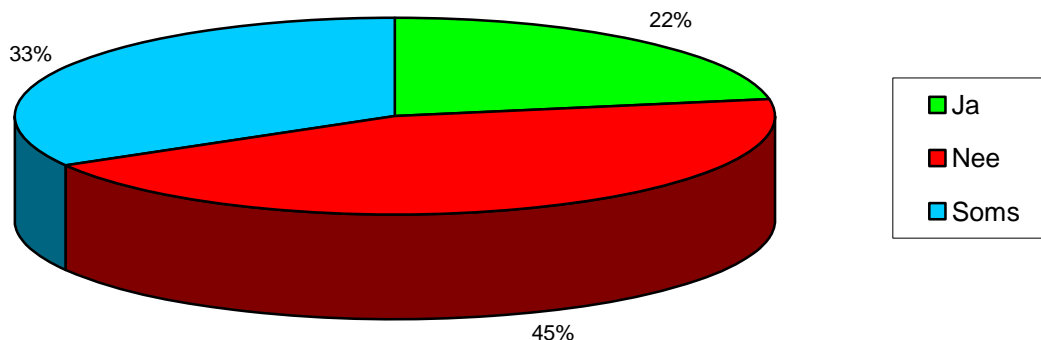


Diagram 4, Uitkomst vraag 28, eigen participatie beheerder (bron: eigen bewerking).

Er is in diagram 4 te zien dat niet iedere beheerder zelf participeert in zijn fonds. De aanbieders gaan hier op verschillende wijze mee om. Ze geven hiernaast aan dat soms de beleggers verlangen dat de aanbieder zelf een participatie neemt, maar dat dit lang niet altijd het geval is. Wanneer de beheerder wel een participatie aankoopt doet hij dit omdat dit vertrouwen schept bij de beleggers en om zelf ook liquiditeit te verstrekken aan het fonds. Het is opvallend dat de uitkomsten een versplinterd beeld geven omdat de beheerder hiermee een signaal kan afgeven aan de participanten. Dit is bij uitstek een middel voor een aanbieder om zijn intentie af te geven. De laconieke houding die tot uitdrukking komt in de diagram is opvallend.

### Vergunning bij vrijstelling

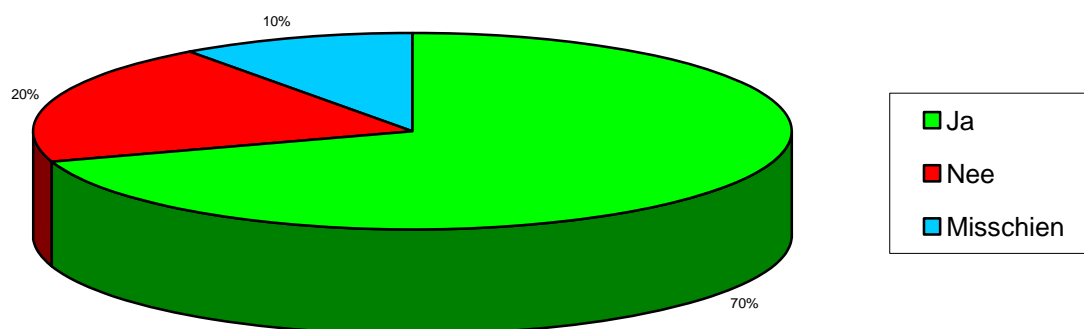


Diagram 5, Uitkomst vraag 29, vergunning bij vrijstelling (bron: eigen bewerking).

Op de vraag of de beheerder toch een vergunning aan zou vragen op het niveau van de beheerder bij de AFM, ook al voldoet zijn product aan de vrijstellingsregeling, wordt positief gereageerd. In diagram 5 op pagina 45 is dit te zien. Dit moet echter wel genuanceerd worden omdat de vergunning implicaties heeft voor de organisatie van de initiatiefnemer.

Naar aanleiding van recente kamervragen wordt er door de Partij van de Arbeid gepleit voor een verplichte gedragscode per 1 juli 2006. De aanbieders denken zeer verschillend over het invoeren van deze gedragscode en zijn niet onverdeeld positief. Dit is wederom terug te voeren op het feit dat de aanbieders zich moeilijk verenigen. Desalniettemin heeft de sector tot 1 juli 2006 de kans met zelfregulering te komen, hierna is de wetgever aan zet.

De conclusie kan worden getrokken dat er overwegend positief op de vragenlijst is geantwoord. Echter, nadere interviews geven een genuanceerder beeld van de reacties van de aanbieders. De gegeven antwoorden op de vragen wekken de indruk van sociaal gewenste antwoorden. In het volgende hoofdstuk wordt het onderzoek naar transparantie voortgezet door de prospectus van de aanbieder naast de voorgestelde verbeteringen te leggen. De vraag hierbij is in hoeverre de prospectus voldoet aan de gestelde criteria van tabel 1. Het gaat weliswaar om een subjectieve beoordeling van de aanbieders, toch kan dit een nieuw licht op de aanbieders werpen. Door deze aanpak kan eveneens een indruk worden verkregen over de gegeven antwoorden.



## Hoofdstuk 6 De huidige markt van vastgoed-cv's en -maatschappen

Dit hoofdstuk doet verslag van een analyse van achttien prospectussen die zijn verschenen in de het tweede halfjaar van 2005. Er volgt een vergelijking met de uitkomsten van de vragen voorgelegd aan de initiatiefnemers in het vorige hoofdstuk.

### 6.1 Prospectusanalyse

Door middel van een prospectusanalyse wordt onderzocht in welke mate corporate governance aanwezig is in de huidige prospectussen. De verbeterpunten aangehaald in paragraaf 5.1, tabel 1 zijn leidraad voor de mate van transparantie in de prospectus. Er kan onderscheid gemaakt worden in de prospectussen op grond van de oude Wtb en prospectussen op grond van de nieuwe Wtb. De hypothese vooraf is dat er zeer weinig aandacht wordt besteed aan governance principes, zeker wanneer het prospectus op grond van de oude wetgeving tot stand is gekomen. De prospectussen die aan de vernieuwde vereisten van de Wte wetgeving moeten voldoen zijn verbeterd t.o.v. de oude wetgeving. Daarnaast wordt verondersteld dat de prospectussen van cv's die zijn vrijgesteld van toezicht weinig transparant zijn. Ook wordt verondersteld dat er een toename is van het aantal vrijstellingen wegens verduidelijking en versoepeling van de wetgeving hieromtrent. De vergelijking tussen prospectussen en de mening van de aanbieders is gemaakt om kritisch te kunnen zijn op sociaal gewenste antwoorden. Er zijn ruim 30 aanbieders die vastgoed-cv's op de markt brengen waarbij wordt belegd in bestaand vastgoed. Inventarisatie in het tweede halfjaar van 2005, heeft geresulteerd in 18 prospectussen van 17 verschillende aanbieders die voldoen aan het criterium dat bestaand vastgoed wordt geëxploiteerd. Onderstaande tabel geeft de aanbieders weer met het toepasbare toezichtregime. Een meer gedetailleerde versie van dit overzicht is te vinden in bijlage 4.

Prospectus	Onderneming	Oude Wtb/Nieuwe Wtb/Vrijstelling
MPC Holland 58 CV	Münchmeyer Petersen Capital	Oude Wtb
SIG Allround Vastgoed II C.V.	SIG Beheer B.V.	Oude Wtb
Gelderland Winkelfonds CV	Bakkenist & Emmens NV Private Investments	Oude Wtb
Oranjeveste I CV	Oranjeveste Vastgoed	Oude Wtb
EA Holland Office Fund CV	Euro American Investors Group B.V.	Oude Wtb
Aefides Vastgoed VI CV	Aefides B.V.	Oude Wtb
Maatschap Berckheijde VII	Berckheijde	Oude Wtb
Crystelveste C.V.	Annexum Invest B.V.	Oude Wtb
Bouwfonds Germany Residential Fund CV	Bouwfonds Asset Management BV	Nieuwe Wtb
Vastgoed CV APF III	APF International B.V.	Vrijstelling
CV Leithon	FGH Asset Management	Vrijstelling
Hoog Soestdijk CV	WaardeVastgoed Holland	Vrijstelling
MPC Holland 61 CV	Münchmeyer Petersen Capital	Nieuwe Wtb/Wte
Antea Vastgoed Dordrecht CV	Antea Vastgoed	Vrijstelling
Haerzathe Investments II CV	Haerzathe Investments	Vrijstelling
Holland Immo Group XII/Retail Residential Fund CV	Holland Immo Group	Nieuwe Wtb/Wte
ING Real Estate Woning-Winkelfonds III CV	ING Real Estate Private Fund Management BV	Nieuwe Wtb/Wte
B&S Kantoren XI CV	Van Boom & Slettenhaar Vastgoedfondsen	Nieuwe Wtb/Wte

Tabel 2, Prospectussen van aanbieders vastgoed-cv's en -maatschappen (bron: eigen bewerking).

## 6.2 Uitkomsten prospectusanalyse

		MPC Holland 58 CV	SIG Allround Vastgoed II C.V.	Gelderland Winkelfonds CV	Oranjeveste I CV	EA Holland Office Fund CV	Aefides Vastgoed VI CV	Maatschap Berckheijde VII	Crystelveste C.V.
	<b>Trusteefunctie, beheer en toezicht</b>								
1	Rol van trustee versterken.								
2	Raad van commissarissen op niveau van de beheerder.								
3	Aansluiten bij Best-Practice bepaling III.2.2 uit de code Tabaksblat.								
4	Onafhankelijke (niet uitvoerende) bestuurder(s) bij enkel bestuursorgaan.								
	<b>Kernbevoegdheden van de belegger</b>								
5	Ontslag- en benoemingsmogelijkheid van bestuurders door paticipanten.								
6	Bevoegdheid tot benoeming van de accountant door beleggers.								
	<b>De rol van de bewaarder</b>								
7	Meer algemene controlerende rol op het beleggingsfonds.								
	<b>Het afleggen van verantwoording</b>								
8	AO/IC vastleggen.								
9	Raad van Commissarissen publiceert in jaarverslag.								
10	Jaarverslag geeft inzicht in beloningsbeleid en beloningsstructuur.								
11	Beleggingsfonds verschaft inzicht in stemrecht.								
12	Jaarverslag en trackrecord publiceren op website aanbieder.								
	<b>Visie IVBN</b>								
13	Lidmaatschap van een branchevereniging.								
14	Hanteren van een compliance regeling/code of ethics.								
15	Verscherpt en permanent toezicht op aanbieder.								
16	Verplichte en gedegen risicoanalyse opnemen in de prospectus.								
17	Voorgescreven rendementsanalyses op basis van uniforme uitgangspunten.								
18	Eenduidige weergave van fees en kosten.								
19	Uniforme voorschriften voor verslaglegging en commerciële rapportages.								
20	Onafhankelijk toezicht op verslaglegging en naleving van regelgeving.								
21	Professioneel vastgoedbeheer door aanbieder.								
22	Zorgplicht voor aanbieder.								

<span style="color: green;">■</span>	Goed
<span style="color: yellow;">■</span>	Redelijk
<span style="color: cyan;">■</span>	Onduidelijk
<span style="color: orange;">■</span>	Matig
<span style="color: red;">■</span>	Slecht

Voor het vervolg van de tabel zie pagina 49.

Vervolg tabel pagina 48.

		Vastgoed CV APF III	CV Leithon	Hoog Soestdijk CV	MPC Holland 61 CV	Antea Vastgoed Dordrecht CV	Haerzathe Investments II CV	Holland Immo Group XII/Retail Residential Fund CV	ING Real Estate Woning- Winkelfonds III CV
	<b>Trusteefunctie, beheer en toezicht</b>								
1	Rol van trustee versterken.								
2	Raad van commissarissen op niveau van de beheerder.								
3	Aansluiten bij Best-Practice bepaling III.2.2 uit de code Tabaksblat.								
4	Onafhankelijke (niet uitvoerende) bestuurder(s) bij enkel bestuursorgaan.								
	<b>Kernbevoegdheden van de belegger</b>								
5	Ontslag- en benoemingsmogelijkheid van bestuurders door paticipanten.								
6	Bevoegdheid tot benoeming van de accountant door beleggers.								
	<b>De rol van de bewaarder</b>								
7	Meer algemene controlerende rol op het beleggingsfonds.								
	<b>Het afleggen van verantwoording</b>								
8	AO/IC vastleggen.								
9	Raad van Commissarissen publiceert in jaarverslag.								
10	Jaarverslag geeft inzicht in beloningsbeleid en beloningsstructuur.								
11	Beleggingsfonds verschaft inzicht in stemrecht.								
12	Jaarverslag en trackrecord publiceren op website aanbieder.								
	<b>Visie IVBN</b>								
13	Lidmaatschap van een branchevereniging.								
14	Hanteren van een compliance regeling/code of ethics.								
15	Verscherpt en permanent toezicht op aanbieder.								
16	Verplichte en gedegen risicoanalyse opnemen in de prospectus.								
17	Voorgescreven rendementsanalyses op basis van uniforme uitgangspunten.								
18	Eenduidige weergave van fees en kosten.								
19	Uniforme voorschriften voor verslaglegging en commerciële rapportages.								
20	Onafhankelijk toezicht op verslaglegging en naleving van regelgeving.								
21	Professioneel vastgoedbeheer door aanbieder.								
22	Zorgplicht voor aanbieder.								

<span style="color: green;">■</span>	Goed
<span style="color: yellow;">■</span>	Redelijk
<span style="color: cyan;">■</span>	Onduidelijk
<span style="color: orange;">■</span>	Matig
<span style="color: red;">■</span>	Slecht

Tabel 3, Prospectusanalyse en legenda (bron: eigen bewerking).

Aan de hand van tabel 3, waarin een beoordeling van de prospectussen is gegeven, ontstaat een overzichtelijk beeld van de mate van transparantie in de prospectus van de verschillende aanbieders. Naast de beoordeling is in bijlage 5 per prospectus een sfeerbeeld geschetst van iedere afzonderlijke prospectus. Dit is enkel ter illustratie van de gegeven beoordeling. De commentaren in de bijlage zijn een aanduiding van opvallende punten uit de prospectus.

In tabel 3 is schematisch weergegeven hoe de prospectussen scoren. Hierdoor ontstaat een vergelijking van de fondsen onderling. De prospectussen staan naast elkaar genoemd op volgorde van verschijningsdatum. De eerste conclusie die getrokken kan worden is dat er ten aanzien van de verbeterpunten opgesteld door de commissie Winter nog progressie is te boeken wanneer er meer aandacht komt voor corporate governance principes. Er is te zien dat naarmate het jaar 2005 vorderde er verbetering is opgetreden door de invoering van de vernieuwde Wtb wetgeving. Transparantie in de prospectus lijkt dus al sterk verbeterd. Het is nuttig hierbij onderscheid te maken tussen vrijgestelde en vergunningsplichtige beheerders. Aanbieders die aan alle vergunningsvereisten voldoen scoren beter op de punten aangedragen door de commissie Winter. Dit is verklaarbaar door het feit dat er een aantal verbeterpunten zijn opgenomen in de vernieuwde wetgeving.

Een prospectus die voldoet aan de huidige wetgeving verschaft niet per definitie meer inzicht in een fonds dan een vrijgestelde prospectus. Dat komt doordat de richtlijnen van de AFM meer gericht zijn op organisatorische aspecten rondom de beheerder en de vorm van een prospectus dan op de specifieke kenmerken van een vastgoedfonds. De AFM stuurt immers aan op zelfregulering, ten teken van het feit dat ze geen grip heeft op de inhoudelijke kenmerken van een vastgoed-cv. Zodoende lopen voorgespiegelde rendementen en met name de manier van berekenen van het rendement sterk uiteen per fonds. De aangeboden fondsen verschillen onderling bijvoorbeeld sterk in risico door het aantal objecten en het aantal huurders in het fonds.

In de prospectus onderscheidt een aantal aanbieders een 'goed weer' en een 'slecht weer' scenario ten aanzien van het te behalen rendement. Dit is echter nog niet bij alle aanbieders aanwezig. Het is goed dat er verschillende scenario's worden opgenomen in de prospectus, want een belegger krijgt op deze manier inzicht in de potentie van een fonds. Maar wat heeft een beleggers aan diverse scenario's als hij niet weet wat de kans op een bepaald scenario is. Overwegend ontbreekt een voorspelling ten aanzien van de verwachting dat een scenario voorkomt in de prospectus. Hieraan zou meer aandacht moeten worden besteed.

Aan de hand van het schema is te zien dat verschillende onderwerpen niet aan de orde komen in de prospectus, deze zijn met de kleur blauw aangeduid. Bijvoorbeeld welke aanbieders lid zijn van de branchevereniging VAB of zich hebben aangesloten bij het andere initiatief onder aanbieders genoemd in paragraaf 4.3. Daarnaast is er niet helder welke initiatiefnemers een interne compliance code/code of ethics hanteren en waar deze code uit bestaat. Juist op deze gebieden kan een aanbieder zich onderscheiden van anderen.

De stichting bewaarder is in diverse gevallen een bestaand trustkantoor. Door verschillende aanbieders wordt hetzelfde trustkantoor benoemd. Niet iedere beheerder geeft de stichting bewaarder dezelfde bevoegdheden. Er zijn beheerders die zich laten controleren door de stichting bewaarder. Hierdoor wordt de trustee functie versterkt en wanneer meer fondsen dit zouden toepassen leidt dit tot verbetering van transparantie.

Op basis van vergelijking komt nog een opvallend punt naar voren. Een beperkt aantal aanbieders heeft een raad van advies per fonds in zijn organisatiestructuur opgenomen. Deze raad van advies wordt gevormd door participanten in een fonds. Zij worden betrokken bij beslissingen die door de beheerder worden gemaakt. Op deze manier zijn de participanten in staat invloed uit te oefenen op het beleid van de beheerder. Hiermee wordt in zekere zin de trustee functie versterkt. Dit is een belangrijk punt bij het verbeteren van de zeggenschap van de participanten. De beperkte toepassing van de raad van advies bij een fonds komt volgens verschillende beheerders doordat er een verhoogd risico op hoofdelijke aansprakelijkheid van de commanditaire vennoten bestaat. Dit probleem hoeft echter niet te ontstaan zolang een participant geen daden van beheer verricht.

De websites van de beheerders zijn erg verschillend van elkaar en verschaffen niet allemaal evenveel informatie. De meeste beheerders publiceren wel het trackrecord van voorgaande en afgeronde cv's. Er zijn beheerders die meer informatie geven nadat een geïnteresseerde belegger zijn gegevens bekend maakt. Hierna volgt een stroom aan mailings en promotiemateriaal. De prospectussen zijn beschikbaar op aanvraag en enkele aanbieders zetten de prospectus op de site. Voor participanten is er bij enkele aanbieders een afgeschermd gedeelte op de website beschikbaar waar door middel van inloggen informatie over de voortgang van een fonds gegeven wordt. Het is wenselijk dat alle aanbieders trackrecords openbaar maken en dat iedere prospectus te downloaden is.

De beheerders hebben het voordeel van de twijfel gekregen als het gaat om het jaarverslag. Ten tijde van het onderzoek waren de jaarverslagen over 2005 nog niet beschikbaar en zijn dus niet nader bekeken bij de prospectusanalyse. Door de vernieuwde wetgeving wordt er in de tabel vanuit gegaan dat het jaarverslag inzicht verschaft over het stemrecht dat wordt uitgeoefend op het fonds. Tevens wordt ervan uitgegaan dat de raad van bestuur een toelichting op de balans verschaft. Onduidelijk blijft wel of het jaarverslag ook inzicht geeft in het beloningbeleid en de beloningsstructuur van de portfoliomanagers die het vermogen daadwerkelijk beheren. Het is wederom wenselijk dat de jaarverslagen openbaar worden gemaakt onder andere via de website.

Er is geen aanbieder die zich uitspreekt over zorgplicht ten overstaan van beleggers. Zorgplicht houdt in dat aanbieders moeten letten op de beleggingsportefeuille en -strategie van een geïnteresseerde belegger ten opzichte van de aangeboden vastgoed-cv's. Het is onduidelijk hoe aanbieders omgaan met zorgplicht. Echter, er zijn wel beheerders die in een prospectus uitdrukkelijk aangeven wat de rol van een commanditaire vennoot is. In heldere bewoording is dan bijvoorbeeld uitgelegd dat een commanditaire vennoot geen daden van beheer mag verrichten en wanneer een participant dit wel doet de consequentie hoofdelijke aansprakelijkheid is. Door dit niet weg te stoppen in de juridische (cv) overeenkomst is het voor een beleggers overduidelijk wat zijn rol is.

Bij de analyse van de in tabel 2 aangehaalde aanbieders wordt duidelijk dat transparantie veelal besloten ligt in de cv-overeenkomst. Hierin staat namelijk vermeld welke verplichtingen partijen jegens elkaar hebben. Het is dan ook van belang deze overeenkomst te doorgronden. Hieruit blijkt dat wanneer de juridische kennis beperkt is, het moeilijk is te begrijpen welke verplichtingen worden aangegaan. Voor de particuliere belegger is het wellicht lastig te doorgronden welke bevoegdheden hij heeft. Kortom, een prospectus is ingewikkeld wanneer men geen specifieke kennis heeft van vastgoed of het recht.

Waar de prospectussen geen inzicht in geven is de aankoop van het vastgoed. Om hieraan tegemoet te komen zou de aanbieder inzage in het koopcontract kunnen geven aan geïnteresseerde beleggers. De aankoop van het vastgoed is van groot belang voor een cv. Een belegger moet weten hoe de aankoop tot stand is gekomen om belangenverstremming te voorkomen en tegen te gaan enerzijds. Anderzijds omdat de aankoop inzicht verschaft in de potentie van een cv. Veel prospectussen hebben in de bijlagen daarom een taxatieverslag toevoegt. Pas na het verstrijken van de looptijd van een cv wordt duidelijk of het vastgoed voor hetzelfde bedrag of met winst kan worden verkocht. Bij exit van de cv wordt duidelijk welk indirect rendement wordt behaald. Hier ligt dan ook een probleem. Pas bij verkoop wordt duidelijk of het voorgespiegelde rendement realistisch was. Het is aan de belegger deze inschatting bij het aangaan van de cv te maken, maar dit moet wel op basis van volledige informatie gebeuren. Als vastgoed te duur wordt aangekocht kan het indirect rendement nul zijn.

Het daadwerkelijke vastgoedbeheer wordt door sommige aanbieders zelf gedaan en door anderen uitbesteed, dit hoeft niet uit te maken voor de mate van professionaliteit van het beheer. Het bepleiten van professioneel beheer door de IVBN is een voorwaarde om een dergelijke vastgoed-cv op de markt te brengen en er wordt daarom in de prospectusanalyse vanuit gegaan dat iedere beheerder hier zorgvuldig mee omgaat. De lange levensduur van vastgoed vraagt namelijk om actief en betrokken beheer.

Wanneer naar alle punten aangedragen door de IVBN wordt gekeken valt op dat de individuele aanbieders redelijk goed scoren. Op het gebied van kosten wordt helder uiteengezet wanneer en waarvoor kosten in rekening worden gebracht aan de participant. De term structureringsfee wordt ook nader toegelicht. De risicoparagraaf is vaak zeer uitgebreid en specifiek geschreven voor ieder afzonderlijk fonds. Toch blijken de prospectussen onderling slecht vergelijkbaar doordat iedere aanbieder een andere invulling geeft aan zijn prospectus en dat de regelgeving niet eensluidend voor de markt van vastgoed-cv's geldt.

In het afsluitende hoofdstuk van dit rapport worden conclusies gepresenteerd aan de hand van verschillende invalshoeken. De mate van transparantie door middel van corporate governance bij vastgoed-cv's zou afgelezen kunnen worden aan de voorgestelde verbeteringen door de commissie modernisering beleggingsinstelling, zowel als aan de visie van de IVBN. Maar ook de prospectussen, enquêtes en interviews met verschillende marktpartijen hebben geleid tot een beeld over huidige transparantie en verbeteringen voor de toekomst.

## Hoofdstuk 7 Conclusies en aanbevelingen

Het slot van dit rapport bevat de belangrijkste conclusies die kunnen worden getrokken naar aanleiding van dit onderzoek. Tevens worden er aanbevelingen gedaan ter verbetering van transparantie bij vastgoed-cv's en -maatschappen

### 7.1 Conclusies

Het instrument van corporate governance is van toepassing op de markt van vastgoed-cv's en -maatschappen. Echter, het kader dat door de commissie Tabaksblat is gecreëerd voor beursgenoteerde ondernemingen is niet direct toepasbaar op deze vastgoed fondsen. Daarom is er gezocht naar kaders die handvaten geven voor de problemen waar vastgoed-cv's en -maatschappen voor staan. De Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen en de IVBN hebben een voorzet gegeven en vormen de leidraad in dit onderzoek.

Verdergaande transparantie is nodig op deze markt. Er moeten initiatieven genomen worden door de markt zelf om dit te bewerkstelligen. Aanbieders van cv's moeten een stap naar de beleggers doen omdat, naar eigen zeggen, het rapport van de AFM schade heeft toegebracht aan de markt. Waarom komen er geen initiatieven van de grond? Waarom horen we de Vereniging van Aanbieders Besloten vastgoed fondsen niet? De aanbieders willen zich misschien wel verenigen, maar komen niet tot elkaar, zo lijkt het. Uit de enquête en met name de gesprekken is af te leiden dat de aanbieders wel allemaal van mening zijn dat er iets moet gebeuren, maar over de invulling denken ze verschillend. Andere initiatieven binnen de branche hebben nog geen kritische massa en dat is nu juist wel wat de branche zou moeten nastreven. Er is sprake van een prisoner's dilemma . 'Under what conditions will cooperation emerge in a world of egoist without a central authority?' vroeg Axelrod zich af in 1984. Is het in deze situatie beter om samen te werken met de andere aanbieders of om alleen voor de snelle winst te gaan? Het antwoord is dat als er kan worden voorzien dat ook collega aanbieders voor problemen komen te staan het beter is om samen te werken. Inhoudelijk lopen de visies over hoe dit vraagstuk moet worden aangepakt sterk uiteen. Dit is de reden waarom er nog geen branchevereniging of ander initiatief met kritische massa onder de aanbieders van de grond komt. Juist daarom kan door corporate governance, geïmplementeerd in wet- en regelgeving transparantie worden bevorderd Het kan niet uitsluitend aan de markt zelf worden overgelaten.

Een initiatief onder de participanten is kansrijk omdat dit een belangenbehartiger kan zijn die tegenwicht kan bieden. Inmiddels is er een Vereniging Vastgoed Participanten (VVP) opgericht. De VVP wil zich hard maken voor een onderhandse markt in vastgoedparticipaties om de verhandelbaarheid te vergroten. Ze wil een keurmerk samenstellen voor het prospectus. Er zou volgens de VVP een rating moeten komen van het administratieve, technische en commerciële beheer van het onroerend goed. De vereniging zou exit scenario's willen beoordelen en zorgen voor verbetering van de verhandelbaarheid van participaties (Vastgoedmarkt nieuwsbrief, 23 januari 2006).

De nieuwe doorlopende vergunning voor de beheerder op grond van de Wtb stelt zwaardere eisen aan de organisatie van de beheerder en is wellicht niet gunstig voor kleinere cv-aanbieders (Property NL magazine, september 2005). De vrijstellingsregeling is een enorme verlichting voor beheerders, maar zorgt voor ongelijke behandeling van aanbieders. De aanbieders zelf pleiten voor een eensluidende en democratische behandeling door de AFM en zijn ontstemd over de vrijstellingsregeling.

De kritiek op het rapport van de AFM is dat de aanbieders zelf niet zijn gehoord en geen stem hebben gekregen in het rapport. Anekdotisch bewijs is de basis voor het rapport en dit is naar mening van de aanbieders een zwaktebod van het rapport. Echter, het is de stellige overtuiging van de auteur dat de problemen die worden omschreven in het AFM rapport wel degelijk spelen. De belegger mag gereede twijfel hebben bij het aangaan van een commanditaire vennootschap hij/zij verdient betere voorlichting.

De belangrijkste conclusies zijn:

1. Transparantie op deze markt kan bevorderd worden door meer aandacht voor corporate governance met als leidraad daarvoor de verbeterpunten van de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen en de IVBN. Met een enkele uitzondering gaan de punten voor een significante verbetering van de transparantie zorgen.
2. Aanbieders reageren overwegend positief op de aanbevelingen van de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen en de IVBN. Prospectussen zijn echter nog voor vergroting van transparantie vatbaar hoewel op grond van de vernieuwde wet- en regelgeving Wtb er verbetering zichtbaar is.
3. In essentie kan men zich afvragen of een vastgoed-cv wel een geschikt product is voor een belegger die beperkte kennis heeft van vastgoed. De hoeveelheid risico's en de punten die moeten worden afgewogen voor het maken van een beleggingsbeslissing zijn talrijk.
4. Het instellen van een Raad van Commissarissen op het niveau van de beheerder is een te zwaar orgaan om dergelijk vaak organisatorisch kleine cv's te controleren. Dit zou zorgen voor onnodige kosten. Het is daarom geen passende maatregel om de trustee functie bij een cv, de onafhankelijke toezichtfunctie op een fonds, te versterken.
5. Er kan geconstateerd worden dat de initiatieven die genomen worden tot het oprichten van een branchevereniging en daaraan verbonden codes tot op heden nog niet genoeg ontwikkeld zijn om een rol te spelen bij het verbeteren van de transparantie.
6. Een prospectus is ingewikkeld wanneer men geen specifieke kennis heeft van vastgoed of het recht. De daadwerkelijke rechten en verplichtingen van een commanditaire vennoot staan genoemd in de cv-overeenkomst en deze is lastig te doorgronden.
7. Regelgeving moet leiden tot uniforme prospectussen en een eenduidige behandeling van aanbieders. Op dit moment bestaan er een vrijstellingsregeling die een beheerder van rechtswege vrijstelt van vergunningsplicht. Op grond van het feit dat de aangeboden participaties groter of gelijk zijn aan € 50.000,- of aan minder dan honderd personen worden aangeboden. Dit zorgt voor een ongelijke behandeling van aanbieders.
8. Aanbieders moeten een agentschapprobleem voorkomen door in het belang van de belegger te handelen. Het agentschapprobleem bestaat eruit dat de belangen van beide partijen niet identiek aan elkaar zijn.



## 7.2 Aanbevelingen

De belangrijkste aanbevelingen zijn:

1. Het instellen van een Raad van Advies dat door sommige aanbieders al wordt gedaan is een goed idee om participanten een stem te geven bij beslissingen die door de beherend vennoot worden gemaakt. Dit werkt twee kanten op. Enerzijds geeft het de beleggers invloed, anderzijds kan het de aansprakelijkheid van de beheerder beperken. Een Raad van Advies bestaat uit commanditaire vennoten die betrokken worden bij beslissingen door de beheerder van een cv. Dit hoeft voor deze participanten geen aansprakelijkheidsconflict op te leveren, zolang zij geen daden van beheer verrichten.
2. Een stichting bewaarder zou moeten opkomen voor het belang van de belegger om de eerder genoemde trustee functie te versterken. Een bewaarder zou een meer algemeen controlerende rol moeten krijgen naast de taak om de vermogensbestanddelen veilig te stellen. Dit moet ook worden vastgelegd in de bewaarovereenkomst tussen de cv en de bewaarder. Het belang van de beheerder is namelijk niet gelijk aan het belang van de belegger (agentschapprobleem). De commanditaire vennoten zijn minderheidsvennoten die niet in staat zijn toezicht te houden op de beheerder omdat ze nagenoeg volledig afhankelijk zijn van de informatieverstrekking van diezelfde beheerder.
3. Aanbieders zouden de intentie uit moeten spreken in de prospectus in het belang van de belegger te handelen. Er zijn aanbieders die dit al expliciet uitspreken in een prospectus. Zij geven aan dat er geen sprake is van belangenverstremming in een cv. Dit brengt voor een beheerder een stukje extra verantwoordelijkheid met zich mee en zou een positieve bijdrage kunnen leveren aan het professionaliseren van de markt van vastgoed-cv's en -maatschappen.
4. Participanten moeten de mogelijkheid krijgen om de beheerder van een beleggingsinstelling te ontslaan en te benoemen evenals het benoemen van een accountant. Dit is een noodzakelijke voorwaarde om de commanditaire vennoten meer invloed te geven en moet worden opgenomen in de statuten van de commanditaire vennootschap.
5. Aan de verwerving van het vastgoed zou in de prospectus aandacht moeten worden besteed. Ook over het exit traject moet helder gecommuniceerd worden naar de participanten. Huurcontracten moeten aan beleggers worden getoond. Kortom, de overeenkomsten die ten grondslag liggen aan de cv moeten openbaar zijn voor participanten.
6. De mogelijkheid dat een aanbieder ook een participatie neemt in het fonds moet verplicht worden. Hiermee geeft de aanbieder een intentieverklaring af aan de beleggers. Een eventuele andere mogelijkheid is dat een branchevereniging of stichting mee participeert in de fondsen van de leden. Daarmee geeft de branchevereniging of de onafhankelijke stichting een keurmerk af aan het fonds.

### **7.3 Nader onderzoek**

Alle aantijgingen tegen de vastgoed-cv markt moeten op korte termijn tot verbetering leiden. Verdergaand onderzoek moet gericht zijn op beoordeling van de individuele fondsen oftewel komen tot een keurmerk. Om dit te kunnen doen moet allereerst consensus bestaan over de criteria die van belang om te wegen bij ieder fonds. Vervolgens moeten al deze punten een wegingsfactor krijgen met als achtergrond de importantie voor de uiteindelijke beleggingsbeslissing. Er zijn zeker meer dan vijftig punten van belang, maar in welke mate zijn bepaalde punten van invloed op de potentie van een fonds? Het risico rendementsprofiel van een fonds is uitgangspunt voor de beoordeling, maar er mag niet vergeten worden dat de inspanningen van de aanbieder het uiteindelijke succes van een vastgoed commanditaire vennootschap of maatschap bepalen.

## Bronnen

- Autoriteit Financiële Markten, april 2005, *Vastgoed-CV's en maatschappijen, Een verkennende analyse*, Amsterdam.
- Autoriteit Financiële Markten, april 2004, Zicht op beleggingsinstellingen, Generieke rapportage van het onderzoek naar beleggingsinstellingen, Amsterdam.
- Axelrod, R., 1984, *The evolution of cooperation*, Basic Books, Inc., Publishers, New York.
- Baarda, D.B. en M.P.M. de Goede, 2001, *Basisboek Methoden en Technieken*, Stenfert Kroese, Groningen.
- Boom, G. van en S.J. van den Brink, januari 2002, *Beleggen in Vastgoed-CV's en -maatschappen*, Van Boom & Slettenhaar Beleggingsconsultants BV, Laren (NH).
- Boom, G. van en S.J. van den Brink, maart 2005, *Beleggen in vastgoed, alles over vastgoedfondsen*, Uitgeverij Verbum, Laren (NH).
- Gool, P. van e.a., 2001, *Onroerend goed als belegging*, Wolters-Noordhoff, Groningen/Houten.
- Hoedjes, M.C.H., augustus 2004, Vastgoedmaatschappen en CV's in Nederlands vastgoed, een kwaliteitsonderzoek, Amsterdam School of Real Estate.
- Peij, S.C. e.a., 2004, *Handboek Corporate Governance*, Kluwer, Deventer.
- Sala, L., februari 2004, *Risico en rendement van besloten vastgoedbeleggingen*, Rijksuniversiteit Groningen.
- Winter, J. e.a., december 2004, Rapport Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen, Amsterdam.

## Artikelen

- Arends, S.W.H., Civiele aspecten van de commanditaire vennootschap, *in: Fiscaal Praktijkblad*, september 2004, p. 4-8.
- Beukelaar, K., De CV-cocktail, *in: IEX magazine*, mei/juni 2005, p. 56-61.
- Boot, A.W.A. en R. Soeting, De onderneming in spagaat, *in: Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie (MAB)*, april 2004, p. 178-184.
- Bossert, J., Beter management na Tabaksblat?, Een visie op de impact van de governance code, *in: Fiducie*, maart 2004, p. 45-50.
- Hentenaar, R., Vastgoedmaatschappen en cv's als paddestoelen uit de grond, *in: PropertyNL magazine*, februari 2003, p. 47-49.

- Hentenaar, R., Recordaantal vastgoed-cv's en -maatschappen, *in: PropertyNL magazine*, december 2004, p.46-47.
- Hentenaar, R. en W. van Enk, Onderzoek vastgoedmaatschappen en -cv's, Tekenen van oververhitting, *in: PropertyNL magazine*, april 2005, p. 35-78.
- Hentenaar, R., Licht op oranje voor vastgoedcv's, *in: PropertyNL magazine*, augustus 2005, p. 25-29.
- Hentenaar, R., Meer toezicht op vastgoedcv's, Maar ook nieuwe vrijstellingen, *in: PropertyNL magazine*, september 2005, p. 32-33.
- Hentenaar, R. en S. Nijboer, Madison maakt secundaire markt in cv's, *in: PropertyNL magazine*, november 2005, p. 29-30.
- Kleef, P. van, en M. Pekelharing, Dossier vastgoed, *in: IEX magazine*, juli/augustus 2005, p. 35-61.
- Koelewijn, J., Beleggingsfondsen: op weg naar transparantie, *in: Bank- en Effectbedrijf*, september 2003, p. 12-15.
- Koster, W.J.H., De BV/CV en het wetsvoorstel personenvennootschappen, Leidt het wetsvoorstel tot het einde van de publiek-private samenwerking (PPS) in de vorm van een BV/CV?, *in: Bouwrecht*, augustus 2005, p. 682-692.
- Nijenhuis, B., Investeren in Nederlands vastgoed door middel van cv of maatschap, *in: Vastgoedrecht*, januari 1997, p. 5-8.
- Pekelharing, M., Hier waak ik, *in: IEX magazine*, november 2005, p. 42-44.
- Post, B., AFM: zorg over ontwikkelingen en risico's vastgoed-cv's, *in: Vastgoedmarkt*, april 2005, p.53 en 60.
- Tiemens- van Gastel, A.M. en S.E. Storm, Civieljuridische aspecten van vastgoedmaatschappijen en -cv's, *in: Vastgoedfiscaal*, december 2001, p. 3-5.
- Wessels, P., Transparantie troef, *in: Het financieele dagblad vastgoed*, dinsdag 25 oktober 2005, p. 9.
- Wiegerinck, E. en H. de Heij, Bedenker van de eerste vastgoed-cv: Toezicht AFM mag best een stuk strenger, *in: Vastgoedmarkt*, februari 2005, p. 28-29.
- Wijnen, J.F. van, Code gewenst, *in: Het financieele dagblad vastgoed*, dinsdag 25 oktober 2005, p. 12.
- Wolf, R.A., Overdrachtsbelasting dreigt voor vastgoed-cv, *in: Vastgoedfiscaal*, juni 2002, p. 8-9.

## Internetsites

- Adviesgroep Reyersens van Buuren bv, [www.vastgoedrendementmeter.nl](http://www.vastgoedrendementmeter.nl), september 2005.
- Aefides B.V., [www.aefides.nl](http://www.aefides.nl), oktober 2005.
- Amsterdam Center for Corporate Finance, [www.accf.nl](http://www.accf.nl), oktober 2005.
- Amsterdam School of Real Estate, [www.vastgoedkennis.nl](http://www.vastgoedkennis.nl), juni 2005.
- Annexum Invest BV, [www.annexum.nl](http://www.annexum.nl), november 2005.
- Antea Vastgoed, [www.antea.nl](http://www.antea.nl), november 2005.
- APF International B.V., [www.reyersen.nl](http://www.reyersen.nl), februari 2006.
- Autoriteit Financiële Markten, [www.afm.nl](http://www.afm.nl), mei 2005.
- Bakkenist & Emmens NV, [www.bakkenist-emmens.nl](http://www.bakkenist-emmens.nl), november 2005.
- Bank Nederlandse Gemeenten, [www.bng.nl](http://www.bng.nl), juni 2005.
- Berckheijde Vastgoed Beleggingen B.V., [www.berckheijde.nl](http://www.berckheijde.nl), oktober 2005.
- Bouwfonds Asset Management, [www.bouwfonds.nl](http://www.bouwfonds.nl), oktober 2005.
- Dutch fund and asset management association, [www.dufas.nl](http://www.dufas.nl), oktober 2005.
- Euro American Investors, [www.eaig.nl](http://www.eaig.nl), november 2005.
- Euro American Investors Group, [www.hollandofficefund.nl](http://www.hollandofficefund.nl), november 2005.
- European corporate governance institute, [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org), oktober 2005.
- FGH Bank N.V., [www.fghbank.nl](http://www.fghbank.nl), maart 2006.
- Fundview, [www.fundview.nl](http://www.fundview.nl), september 2005.
- Haerzathe Investments Beheer B.V., [www.haerzathe.nl](http://www.haerzathe.nl), november 2005.
- Het Financieele Dagblad, [www.fd.nl](http://www.fd.nl), november 2005.
- Holland Immo Group, [www.hollandimmogroup.nl](http://www.hollandimmogroup.nl), december 2005.
- IEX magazine, [www.iex.nl/cvmeter](http://www.iex.nl/cvmeter), 12 september 2005.
- ING Real Estate Investment Management Private Clients BV, [www.ingrealestate-woningwinkelfonds3.nl](http://www.ingrealestate-woningwinkelfonds3.nl), december 2005.
- Kamer van Koophandel, [www.kvk.nl](http://www.kvk.nl), oktober 2005.
- Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties, [www.finveen.nl](http://www.finveen.nl), juli 2005.
- Ministerie van Financiën, [www.minfin.nl](http://www.minfin.nl), januari 2006.
- MPC Capital, [www.mpccapital.nl](http://www.mpccapital.nl), oktober 2005.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code, [www.corpgov.nl](http://www.corpgov.nl), september 2005.
- Oranjeveste Vastgoed, [www.ov1cv.nl](http://www.ov1cv.nl), december 2005.
- PropertyNL Magazine, [www.propertynl.com](http://www.propertynl.com), september 2005.
- SIG Beheer B.V. beleggingsfondsen, [www.sigcv.nl](http://www.sigcv.nl), november 2005.
- Sociaal Economische Raad, [www.ser.nl](http://www.ser.nl), oktober 2005.
- Staalbankiers, [www.staalbankiers.nl](http://www.staalbankiers.nl), oktober 2005.
- Stichting Corporate Governance Institute, [www.cgportal.nl](http://www.cgportal.nl), juni 2005.
- Stichting CV in Nood, [www.cvinnood.nl](http://www.cvinnood.nl), december 2005.
- The IBUS Company, [www.ibus.nl](http://www.ibus.nl), oktober 2005.
- Van Boom en Slettenhaar, [www.vanboomslettenhaar.nl](http://www.vanboomslettenhaar.nl), september 2005.
- Vastgoeddirect.nl B.V., [www.vastgoeddirect.nl](http://www.vastgoeddirect.nl), oktober 2005.
- Verbond van Belgische Ondernemingen, [www.vbo-feb.be](http://www.vbo-feb.be), juli 2005.
- Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed Nederland, [www.ivbn.nl](http://www.ivbn.nl), oktober 2005.
- Vereniging Onafhankelijke Financiële Planners, [www.vofp.nl](http://www.vofp.nl), september 2005.
- Vereniging Vastgoed Participanten, [www.vvp.nu](http://www.vvp.nu), februari 2006.
- Waarde VastGoed Holland B.V., [www.wvgh.nl](http://www.wvgh.nl), januari 2006.
- Zeeland investments beheer bv, [www.zibcv.nl](http://www.zibcv.nl), november 2005.
- ZOM Holland B.V., [www.zomholland.nl](http://www.zomholland.nl), oktober 2005.

## Bijlage 1 Enquête: transparantie bij vastgoed-cv's en -maatschappen

Kunt u aangeven op een schaal van 1 tot 5 hoe belangrijk u de volgende verbeterpunten acht om transparantie op de markt van vastgoed-cv's en -maatschappen te bevorderen? Hierbij is 1 heel belangrijk, 2 belangrijk, 3 neutraal, 4 niet belangrijk, 5 totaal niet belangrijk.

De volgende verbeterpunten worden onderscheiden:

	<b>Trusteefunctie, beheer en toezicht</b>	Omcirkel
1.	De rol van de trustee dient te worden versterkt. Dit komt voort uit het (agency) probleem waarbij in de organisatiestructuur van de beleggingsinstelling geen functie bestaat die waakt over de belangen van de beleggers. Is het, volgens u, in het algemeen van belang binnen de organisatie van een vastgoed-cv of -maatschap een rol te creëren die opkomt voor deze belangen?	1 2 3 4 5
2.	Zou er een Raad van Commissarissen ingesteld moeten worden op het niveau van de beheerder? Deze Raad van Commissarissen dient voldoende onafhankelijk te zijn samengesteld en onafhankelijk te functioneren van de beheerder en gelieerde partijen.	1 2 3 4 5
3.	Kan er voor de onafhankelijkheid van de commissarissen worden aangesloten bij Best-Practice bepaling III.2.2 uit de code Tabaksblad? (zie bijlage)	1 2 3 4 5
4.	Wanneer er een enkel bestuursorgaan (one-tier board) werkzaam is kan er een vergelijkbare toezichtstructuur ontstaan door binnen dat orgaan niet-uitvoerende leden op te nemen. De meerderheid van het bestuur dient te bestaan uit niet-uitvoerende leden. Vindt u dit van belang bij de structuur van een vastgoed-cv of -maatschap?	1 2 3 4 5
	<b>Kernbevoegdheden van de belegger</b>	
5.	Participanten/beleggers zouden ontslag- en benoemingsmogelijkheid van bestuurders moeten hebben.	1 2 3 4 5
6.	Participanten/beleggers zouden de bevoegdheid tot benoeming van een accountant moeten hebben.	1 2 3 4 5
	<b>De rol van de bewaarder</b>	
7.	Zou de bewaarder van het vastgoedobject een meer algemene controlerende rol op het beleggingsfonds moeten hebben?	1 2 3 4 5
	<b>Het afleggen van verantwoording</b>	
8.	De beleggingsinstelling beschikt over een beschrijving van de Administratieve Organisatie en systemen van Interne Controle en neemt hierover een verklaring op in het jaarverslag. Dit is reeds geïmplementeerd in de Wtb. Wat vindt u van de regel?	1 2 3 4 5
9.	In het jaarverslag wordt geschreven door de Raad van Commissarissen van de beheerder of door de niet-uitvoerende leden van het bestuur. Hierin geven ze aan welke leden onafhankelijk zijn, of dit een meerderheid is of dat er een compliance commissie bestaat. In het jaarverslag rapporteert de Raad van Commissarissen over zijn werkzaamheden in het boekjaar. De Raad van Commissarissen maakt duidelijk welk toezicht er heeft plaatsgevonden op naleving door de beheerder van toepasselijke wet- en regelgeving, het handelen in overeenstemming met het beleggingsaanbod in de prospectus, een adequate AO/IC in overeenstemming met de regelgeving en in het	1 2 3 4 5

	algemeen waarborging van het handelen van de beheerder in het belang van de beleggers. Wat vindt u van deze regel?	
10.	Het jaarverslag geeft inzicht in beloningsbeleid en beloningsstructuur van met name de personen die het vermogen van de beleggingsinstelling daadwerkelijk beheren. Wat vindt u van deze regel?	1 2 3 4 5
11.	Het beleggingsfonds zou verantwoording moeten afleggen over de uitoefening van stemrecht op hun beleggingen en de wijze waarop zij dat beleid hebben uitgevoerd. Wat vindt u van deze regel?	1 2 3 4 5
12.	Iedere beheerder van een beleggingsinstelling zou een eigen website moeten hebben, waarop de informatie wordt gepubliceerd die de beleggingsinstelling moet publiceren op grond van wet- en regelgeving.	1 2 3 4 5
	<b>Aanbevelingen IVBN</b> <b>Wat is uw mening over de volgende items?</b>	
13.	U bent lid van branchevereniging VAB of zou lid willen worden.	Ja / Nee / Misschien
14.	U hanteert een compliance regeling of code of ethics (gedragscode) of gaat deze in de toekomst opstellen.	Ja / Nee / Misschien
15.	Er zou verscherpt en permanent toezicht op aanbieders van vastgoed-cv's en -maatschappen moeten zijn.	1 2 3 4 5
16.	Is het huidige toezichtregime afdoende wat u betreft?	Ja / Nee
17.	Er zou een verplichte en gedegen risicoanalyse moeten worden opgenomen in de prospectus.	1 2 3 4 5
18.	Er zou een voorgeschreven rendementsanalyses moeten worden geïmplementeerd op basis van uniforme uitgangspunten.	1 2 3 4 5
19.	Is punt 18 in de praktijk een realiseerbaar verbeterpunt?	Ja / Nee
20.	Er zouden regels moeten komen voor een eenduidige weergave van fee's en kosten.	1 2 3 4 5
21.	Is punt 20 in de praktijk een realiseerbaar verbeterpunt?	Ja / Nee
22.	Er zouden uniforme voorschriften voor verslaglegging en commerciële rapportages moeten worden opgesteld.	1 2 3 4 5
23.	Terugkomend op punt 22, zijn de huidige voorschriften uit de Wtb voldoende?	Ja / Nee
24.	Er zou onafhankelijk toezicht moeten zijn op verslaglegging en naleving van regelgeving.	1 2 3 4 5
25.	Is er meer toezicht op naleving noodzakelijk?	Ja / Nee
26.	Er zou professioneel vastgoedbeheer moeten worden gevoerd door de aanbieders.	1 2 3 4 5
27.	Er moet een zorgplicht voor aanbieders komen.	1 2 3 4 5
28.	Participeert uw beleggingsinstelling zelf ook in de fondsen?	Ja / Nee / Soms
29.	Zou u als beheerder een vergunning aanvragen bij de AFM, ook wanneer u voldoet aan de vrijstellingsregeling?	Ja / Nee / Misschien
30.	Naar aanleiding van recente kamervragen van Dhr. Heemskerk (PvdA) wordt er gepleit voor een verplichte gedragscode in de markt van vastgoed-cv's en -maatschappen per 1 juli 2006. Kunt u zich hierin vinden?	Ja / Nee / Misschien

---

31. Terugkomend op vraag 14. Wat zou deze compliance regeling code of ethics moeten bevatten? Of wat bevat de code op dit moment in uw organisatie?

---

---

32. Terugkomend op vraag 28. Zou u kunnen aangeven waarom u wel of niet participeert in een fonds?

---

---

33. Terugkomend op vraag 29. Zou u kunnen aangeven waarom u wel of niet een vergunning bij de AFM zou aanvragen?

---

---

34. Zijn er wat u betreft nog andere initiatieven te nemen om meer transparantie in deze markt te bewerkstelligen?

---

---

Hartelijk dank voor het invullen van de vragenlijst. Voor vragen of opmerkingen kunt u contact opnemen via [c.arendz@asre.uva.nl](mailto:c.arendz@asre.uva.nl) of 020-6681129 / 06-41194420.

U kunt het ingevulde formulier opsturen of faxen naar:

Amsterdam School of Real Estate  
t.a.v. Carien Arendz  
Wibautstraat 129  
1091 GL Amsterdam  
Fax. 020-6680361

Met vriendelijke groet,

Carien Arendz

---



---

## **Bijlage 2 Best Practice Bepaling III.2.2**

Een commissaris geldt als onafhankelijk, indien de hierna te noemen afhankelijkheidscriteria niet op hem van toepassing zijn. Bedoelde afhankelijkheidscriteria zijn dat de betrokken commissaris, dan wel zijn echtgenoot, geregistreerde partner of een andere levensgezel, pleegkind of bloed- of aanverwant tot in de tweede graad:

- a) in de vijf jaar voorafgaande aan de benoeming werknemer of bestuurder van de vennootschap (inclusief gelieerde vennootschappen als bedoeld in artikel 1 van de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996) is geweest;
  - b) een persoonlijke financiële vergoeding van de vennootschap of van een aan haar gelieerde vennootschap ontvangt, anders dan de vergoeding die voor de als commissaris verrichte werkzaamheden wordt ontvangen en voor zover zij niet past in de normale uitoefening van bedrijf;
  - c) in het jaar voorafgaande aan de benoeming een belangrijke zakelijke relatie met de vennootschap of een aan haar gelieerde vennootschap heeft gehad. Daaronder worden in ieder geval begrepen het geval dat de commissaris, of een kantoor waarvan hij aandeelhouder, vennoot, medewerker of adviseur is, is opgetreden als adviseur van de vennootschap (consultant, externe accountant, notaris en advocaat) en het geval dat de commissaris bestuurder of medewerker is van een bankinstelling waarmee de vennootschap een duurzame en significante relatie onderhoudt;
  - d) bestuurslid is van een vennootschap waarin een bestuurslid van de vennootschap waarop hij toezicht houdt commissaris is;
  - e) een aandelenpakket van ten minste tien procent in de vennootschap houdt (daarbij meegerekend het aandelenbezit van natuurlijke personen of juridische lichamen die met hem samenwerken op grond van een uitdrukkelijke of stilzwijgende, mondelinge of schriftelijke overeenkomst);
  - f) bestuurder of commissaris is bij of anderszins vertegenwoordiger is van een rechtspersoon welke ten minste tien procent van de aandelen in de vennootschap houdt, tenzij het gaat om groepsmaatschappijen;
  - g) gedurende de voorgaande twaalf maanden tijdelijk heeft voorzien in het bestuur bij belet en ontstentenis van bestuurders.
-

### Bijlage 3 Uitkomsten enquête onder aanbieders

Vraag	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26
	2	3	3	4	4	2	2	2	2	2	2	2		Misschien	Ja	2	-	2	2	Ja	2	Ja	2	Nee	2	-	2
	2	2	3	4	3	3	2	2	3	2	2	2		Nee	Ja	3	Nee	2	4	Nee	3	Nee	3	Nee	2	Nee	4
	2	2	2	3	2	2	3	2	2	2	2	2		Misschien	Ja	2	Nee	1	1	Ja	1	Ja	2	Ja	3	?	2
	2	2	2	5	4	2	3	1	1	1	2	5		Ja	Ja	2	Nee	-	1	Ja	1	Ja	2	Ja	2	Ja	2
	2, stichting.	3	2	4	1	4	2	2	3	1	1	2		Ja	Ja, via VAB.	2	Nee	2	2	Ja/Nee	1	Ja	2	Ja	2	Ja	3, of extern.
	2	4	3	4	3	2	2	3	4	2	2	3		Nee	Misschien	2	Nee	2	3	Nee	3	-	-	-	-	-	-
	3	2	2	3	1	1	2	2	2	2	2	2		Misschien	Ja	3	Ja	2	2	Ja	2	Ja	2	Ja	2	Nee	2
	3	2	2	4	5	3	2	2	3	3	3	2		Nee	Ja	2	Nee	2	2	Ja	2	Ja	2	Nee	2	Ja	1
	3	5	5	5	3	4	2	2	2	1	5	1		-	-	1	Nee	1	1	Ja	1	Ja	2	Ja	1	Ja	1
	4	2	2	3	5	4	3	2	2	4	2	2		Misschien	Ja	3	Ja/Nee	2	2	Ja	2	Ja	3	Nee	2	Ja	2
	1, hij is er al.	2	2	4	1	1	4	2	2	1	1	3		Nee	Ja	2	Nee	1	1	Nee	1	Nee	2	Nee	2	Ja	1

1 = heel belangrijk	1	0	0	0	3	2	0	1	1	4	2	1	Ja	2	9	1	1	3	4	7	5	8	0	5	1	6	3
2 = belangrijk	6	7	7	0	1	4	7	9	6	5	7	7	Nee	4	0	7	8	7	5	3	4	2	8	5	8	2	5
3 = neutraal	3	2	3	3	3	2	3	1	3	1	1	2	Misschien	4	1	3	0	1			2		2		1		1
4 = niet belangrijk	1	1	0	6	2	3	1	0	1	1	0	0	Ja/Nee			0	1	0	1	1	0		0		0		1
5 = totaal niet belangrijk	0	1	1	2	2	0	0	0	0	0	1	1	Soms			0		0	0		0		0		0		0

27	28	29	30	31	32	33	34
2	Nee	-	-	-	-	-	Het is zeer belangrijk te weten wie je participant is en je moet zorgen voor goede informatievoorziening naar je participant.
3	Soms	Ja	Misschien	Wij hanteren een uitgebreide compliance regeling met code of ethics.	Als liquiditeitsprovider of als teken van vertrouwen.	De beheerder heeft reeds een vergunning.	Zeker, er is meer zelfregulering mogelijk.
2	Soms	Ja, Misschien	Ja	Zie interview.	Wel als teken van vertrouwen dat met name consumentbeleggers belangrijk lijken te vinden.	Zie interview.	-
3	Is verboden door de AFM.	Ja	Ja	Code of ethics moet vooral belangenverstrengeling voorkomen.	AFM verbiedt het thans, anderzijds staan wij daarvoor open.	Wel vanwege de schijn sjoemelen of iets dergelijks te voorkomen.	Aanbieders dienen nog meer te worden gescreend op intergriteit en vakkennis. Jaarcijfers van werkmaatschappij + holdings + organogram van initiatiefnemer openbaar laten maken (als verplichting).
2, tot op zekere hoogte.	Ja	Misschien	Ja	-	Verbondenheid en beleggingsoogpunt	Wel, want het geeft aan beleggers aan dat er extra naar een en ander is gekeken. Niet, want het praktische en tijds technische bezwaren.	Verplicht publiceren van gerealiseerde rendementen.
-	Ja	Ja	-	-	Om zo onze participanten het vertrouwen te geven dat wij erin geloven.	Zekerheid.	-
3	Nee	Nee	Misschien	In overeenstemming met Wtb.	Zelf beleggen is geen doelstelling van de beheerder.	Veel tijdverlies.	Mijn inziens niet nodig. De belegger heeft zelf een grote verantwoordelijkheid om alleen met betrouwbare partijen in zee te gaan.
2	Nee	Nee	Ja	Kostentransparantie, belangenverstrengeling, voorkomen van fraude, transparantie van verslaglegging en van prospectus.	Besloten is om de groeien qua vermogen buiten Nederland. Plus een institutionele belegger laat zich in een fonds niet graag mengen met particuliere beleggers.	Er wordt geen vergunning aangevraagd als dat niet nodig is. Wel zou de grens van vergunningsplicht opgetrokken moeten worden van € 50.000,- naar € 250.000,-.	Initiatief ter toetsing van kwaliteit en spreiding van beleggingsobjecten.
1	-	Ja	Ja	-	-	-	-
2	Nee	Ja	Misschien	Zie regelgeving AFM.	Dit zou leiden tot hoofdelijke aansprakelijkheid voor het totale bedrag.	Geen bezwaar tegen volledige transparantie en zorgplicht.	Branchevereniging
1	Soms	Ja	Misschien				

2 2 7 5  
5 4 2  
3 1 4  
0  
0 3

## Bijlage 4 Prospectusanalyse

	Prospectus	Onderneming	Type vastgoed	Locatie	Datum
1	MPC Holland 58 CV	Münchmeyer Petersen Capital	5 Kantoren	Divers	16 februari 2005
2	SIG Allround Vastgoed II C.V.	SIG Beheer B.V.	2 Kantoren / 2 Bedrijfsgebouwen	Groningen, Winschoten	27 mei 2005
3	Gelderland Winkelfonds CV	Bakkenist & Emmens NV Private Investments	3 Winkels	Arnhem, Doetinchem, Druten	1 juni 2005
4	Oranjeveste I CV	Oranjeveste Vastgoed	Kantoor	Amersfoort	29 juni 2005
5	EA Holland Office Fund CV	Euro American Investors Group B.V.	2 Kantoren	Deventer / Groningen	29 juli 2005
6	Aefides Vastgoed VI CV	Aefides B.V.	Kantoor	Den Haag	30 augustus 2005
7	Maatschap Berckheijde VII	Berckheijde	Kantoor / Winkel	Weesp / Pernis	31 augustus 2005
8	Crystelveste C.V.	Annexum Invest B.V.	Winkels	Divers	31 augustus 2005
9	Bouwfonds Germany Residential Fund CV	Bouwfonds Asset Management BV	Wonen	Duitsland	12 oktober 2005
10	Vastgoed CV APF III	APF International B.V.	Kantoor	Nantes, Frankrijk	13 oktober 2005
11	CV Leithon	FGH Asset Management	Kantoor	Leiden	20 oktober 2005
12	Hoog Soestdijk CV	WaardeVastgoed Holland	Wonen	Soest	3 november 2005
13	MPC Holland 61 CV	Münchmeyer Petersen Capital	3 Kantoren	Amersfoort, Ede, Haarlem	10 november 2005
14	Antea Vastgoed Dordrecht CV	Antea Vastgoed	Kantoren/Bedrijfsgebouwen	Dordrecht	10 november 2005
15	Haerzathe Investments II CV	Haerzathe Investments	Divers	Divers	11 november 2005
16	Holland Immo Group XII/Retail Residential Fund CV	Holland Immo Group	Divers	Divers	14 november 2005
17	ING Real Estate Woning-Winkelfonds III CV	ING Real Estate Private Fund Management BV	Wonen/Winkels	Divers	17 november 2005
18	B&S Kantoren XI CV	Van Boom & Slettenhaar Vastgoedfondsen	4 Kantoren	Divers	1 december 2005

	Prospectus	Oude Wtb/Nieuwe	Vergunning AFM	Rendement	Participatie grote exclusief	Aantal participaties
1	MPC Holland 58 CV	Oude Wtb	Ja, tijdelijk	9,8% Exploitatierendement per jaar	€ 15.000	2345
2	SIG Allround Vastgoed II C.V.	Oude Wtb	Ja, tijdelijk	15,2% Geprognostiseerd op jaarbasis enkelvoudig ongewogen	€ 10.000	225
3	Gelderland Winkelfonds CV	Oude Wtb	Ja, tijdelijk	10,1% Verwacht gemiddeld totaalrendement	€ 15.000	275
4	Oranjeveste I CV	Oude Wtb	Ja, tijdelijk	11,6% Geprognostiseerd gemiddeld rendement per jaar	€ 2.500	540
5	EA Holland Office Fund CV	Oude Wtb	Onduidelijk	14,3% Totaalrendement (lineair) na verkoop	€ 25.000	232
6	Aefides Vastgoed VI CV	Oude Wtb	Ja, tijdelijk	12,0% Geprognostiseerd exploitatierendement	€ 12.500	438
7	Maatschap Berckheijde VII	Oude Wtb	Ja, tijdelijk	11,2% Geprognostiseerd exploitatierendement	€ 100.000	17
8	Crystelveste C.V.	Oude Wtb	Ja, tijdelijk	9,8% Geprognosticeerd gemiddeld enkelvoudig exploitatierendement	€ 50.000	132
9	Bouwfonds Germany Residential Fund CV	Nieuwe Wtb	Ja, niveau beheerder	9,5% Geprognostiseerd gemiddeld enkelvoudig totaal rendement	€ 15.000	744
10	Vastgoed CV APF III	Vrijstelling	Nee	12,9% Geprognostiseerd gemiddeld enkelvoudig rendement	€ 15.000, minimale afname 4	68
11	CV Leithon	Vrijstelling	Ja, niveau beheerder	9,48% Geprognostiseerd gemiddeld enkelvoudig direct rendement	€ 50.000	207
12	Hoog Soestdijk CV	Vrijstelling	Nee	10,0% Totaal geprognostiseerd rendement	€ 50.000	50
13	MPC Holland 61 CV	Nieuwe Wtb/Wte	Ja, niveau beheerder en Wte	9,8% Geprognostiseerd exploitatierendement.	€ 15.000	1172
14	Antea Vastgoed Dordrecht CV	Vrijstelling	Nee	15,1% Geprognosticeerd gemiddeld enkelvoudig rendement	€ 25.000, minimale afname 2	84
15	Haerzathe Investments II CV	Vrijstelling	Nee	15,6% Geprognostiseerd enkelvoudig rendement	€ 25.000, minimale afname 2	416
16	Holland Immo Group XII/Retail Residential Fund CV	Nieuwe Wtb/Wte	Ja, niveau beheerder en Wte	10,6% Gemiddeld totaal cashflow rendement	€ 10.000	1460
17	ING Real Estate Woning-Winkelfonds III CV	Nieuwe Wtb/Wte	Ja, niveau beheerder	9% Geprognostiseerd enkelvoudig rendement	€ 25.000	662
18	B&S Kantoren XI CV	Nieuwe Wtb/Wte	Ja, niveau beheerder en Wte	10,6% Gemiddeld exploitatierendement	€ 12.500	1024

---

## **Bijlage 5 Achtergrondinformatie prospectusanalyse**

### **1. MPC Holland 58 CV**

De beschrijving van het vastgoed is in de prospectus compact weergegeven. Wat opvalt is dat 5 van de 6 huurcontracten aflopen voor of gelijktijdig met expiratie van het fonds, maar er wordt niet expliciet op dit risico gewezen. De risicoparagraaf is summier en lijkt niet specifiek voor dit fonds geschreven. Ook worden er geen rendementsscenario's gepresenteerd voor 'goed weer' en 'slecht weer'. Dit is een gemiste kans. De website is informatief en verschaft een trackrecord van alle verschillende fondsen van de aanbieder.

### **2. SIG Allround Vastgoed II C.V.**

Deze prospectus zit gedegen in elkaar en is duidelijk in uitgangspunten en doelstelling. De rendementsscenario's die zijn uitgewerkt zijn kort en bondig omschreven en geven hoge rendementsverwachtingen. De vraag is of deze ook gerealiseerd gaan worden. De website verschaft informatie over de drie tot nu toe gepresenteerde fondsen, maar geeft geen trackrecord over de behaalde resultaten.

### **3. Gelderland Winkelfonds CV**

De prospectus is helder, maar summier geschreven. Er is geen uitgebreide beschrijving van de objecten gegeven en er zijn geen verschillende rendementsprognoses opgenomen. Het vastgoedmanagement wordt niet door de aanbieder, Bakkenist en Emmens, zelf uitgevoerd. In de kostenparagraaf is duidelijk omschreven wat er onder de verschillende posten kan vallen. De rol van de bewaarder wordt zeer duidelijk omschreven.

### **4. Oranjeveste I CV**

Dit is een prospectus van een geheel nieuwe aanbieder op de markt. Het gaat hier om een investering in een enkel vastgoedobject met een enkele huurder, wat zeer risicovol te noemen is. In de kostenparagraaf is duidelijk omschreven waarvoor en waarover de participant betaald moet worden. In de bijlagen is het taxatierapport bijgevoegd, wat in veel prospectussen niet het geval is. Er worden verschillende rendementsscenario's gepresenteerd in de prospectus.

### **5. EA Holland Office Fund CV**

Bij dit fonds geldt een minimale afname van twee participaties van € 25.000,- waardoor de initiatiefnemer niet Wtb-vergunning plichtig is. De eerste indruk is die van een lijvige prospectus. Het feit dat er een Raad van advies uit de participanten wordt benoemd kan gezien worden als een versterking van de trustee functie in het fonds. De risico's zijn uiteengezet in beïnvloedbare en niet-beïnvloedbare factoren. De kosten zijn niet heel uitgebreid uitgewerkt en ook verschillende rendementsscenario's ontbreken. Een taxatierapport is in de bijlagen bijgevoegd.

### **6. Aefides Vastgoed VI CV**

De prospectus van deze aanbieder is zeer helder geschreven. Er wordt aangemerkt dat wanneer de participant beheersdaden verricht deze hoofdelijk aansprakelijk wordt voor schulden van de vennootschap. Ook is in de prospectus een aanduiding opgenomen voor het risico dat voortkomt uit het financieren met vreemd vermogen. Weliswaar bestaat de cv maar uit een pand, er zijn verscheidene huurders. De huurders bestaan uit overheidsinstellingen. Dit betekent dat de kans op het failliet gaan van die huurder zeer onwaarschijnlijk is en dat daarmee toekomstige huuropbrengsten gegarandeerd zijn.

---

---

## 7. Maatschap Berckheijde VII

De prospectus is zeer compact opgesteld. De kosten zijn helder weergegeven. Er zijn drie scenario's uitgewerkt. Dit is de enige maatschap onder de geanalyseerde prospectussen. De juridische structuur is enigszins afwijkend van de cv structuur. Het impliceert een iets groter risico voor de belegger. Hier moeten de participanten zich bewust van zijn. De participaties zijn relatief groot ten opzichte van de andere fondsen, namelijk € 100.000,-. Er wordt niet specifiek over zorgplicht of de risico's van de maatschap geschreven.

## 8. Crystelveste C.V.

Het vastgoed in deze cv bestaat uit verschillende winkels in Nederland, waardoor het risico in dit fonds enigszins is gespreid. In de prospectus is een duidelijke uitleg te vinden over de objecten en de winkelmarkt. De huurcontracten lopen allemaal af voor de expiratie van het fonds. Daarentegen zijn er voor alle objecten optieperiodes na het verstrijken van het huurcontract. De kostenparagraaf is summier. Er wordt bijvoorbeeld niet ingegaan op de vraag waarvoor en waarover structureringskosten worden gerekend. Het risico hoofdstuk geeft een realistisch beeld van risico's en kansen. De website van deze aanbieder is zeer informatief hoewel een trackrecord ontbreekt.

## 9. Bouwfonds Germany Residential Fund CV

De initiatiefnemer heeft een Wtb-vergunning. Wat hierop is aan te merken is dat de participaties niet verhandelbaar zijn waardoor de prospectus niet aan de Wtb-richtlijn hoeft te voldoen. Desalniettemin is de prospectus buitengewoon zorgvuldig samengesteld. Met een zeer uitgebreide marktschets, beschrijving van de objecten en het beleggingsbeleid. De risicoanalyse en de kostenstructuur zijn helder uitgewerkt. Er wordt ingegaan op alternatieve rendementsscenario's in de prospectus.

## 10. Vastgoed CV APF III

Deze prospectus is vrijgesteld en ook de initiatiefnemer is niet Wtb-vergunning plichtig. De participaties zijn € 15.000,- groot met een minimale afname van vier stuks. De initiatiefnemer reageert in zijn voorwoord op het kritische rapport van de AFM en zegt de conclusie te onderschrijven dat de informatievoorziening bij sommige aanbieders te wensen overlaat. Verder zegt de aanbieder dat adequaat toezicht, transparantie en volledige informatie essentieel zijn voor het vertrouwen en goed inzicht van de belegger. Het gaat hier om een kantoorgebouw in Nantes met diverse huurders. De analyse van de Franse kantorenmarkt en specifiek die in Nantes is zeer uitgebreid. De kosten zijn nader uitgewerkt en ook de risico's zijn omschreven.

## 11. CV Leithon

Het vastgoed in dit fonds is verhuurd aan een enkele partij wat de belegging in principe zeer risicovol maakt. De nuancering moet gemaakt worden dat de huurder een langlopend contract heeft (10 jaar met een optie van 5) en een stabiele partij toont. De aanbieder heeft een vergunning als beheerder van het fonds, naast het feit dat er van rechtswege een vrijstelling voor dit fonds geldt. De kenmerken van het vastgoed zijn summier omschreven. De kosten zijn nader uitgewerkt en er zijn verschillende rendementsscenario's uitgewerkt.

---

---

#### 12. Hoog Soestdijk CV

Dit fonds brengt participaties uit van € 50.000,- waarmee de initiatiefnemer niet hoeft te voldoen aan de Wtb. Ook de prospectus hoeft niet te voldoen aan de richtlijn. De prospectus maakt een eenvoudige indruk. Het fonds richt zich op het exploiteren van een serviceappartementencomplex voor senioren. De kosten zijn nader uitgewerkt, de risico's zijn omschreven. Er is aandacht voor alternatieve rendementsscenario's. Er zijn referenties opgenomen van de initiatiefnemer, deze zijn aan te merken als een trackrecord van de aanbieder. De rol van de bewaarder is helder uiteengezet.

#### 13. MPC Holland 61 CV

Dit is een van de eerste prospectussen die voldoet aan de vereisten van de vernieuwde wetgeving. De beheerder heeft een vergunning en het prospectus is opgesteld aan de hand van de prospectusrichtlijn Wte en is goedgekeurd door de AFM. Er wordt in de samenvatting van de prospectus duidelijk gewezen op de gemiddelde looptijd van de huurcontracten, dit is een verbetering ten opzicht van de prospectus van MPC Holland 58 CV. De website van de aanbieder is bij de eerder genoemde prospectus aan de orde geweest. Er volgt een uitgebreide toelichting op de kosten van het fonds, dit is zeer positief te noemen. Verschillende rendementsscenario's worden helaas niet gegeven.

#### 14. Antea Vastgoed Dordrecht CV

Deze aanbieder biedt participaties aan van € 25.000,- met een minimumdeelname van € 50.000,- waardoor de aanbieder is vrijgesteld van de Wtb. De risicobeschrijving is uitgebreid. De beschrijving van het vastgoed is helder. Er zijn een aantal verkoopscenario's opgenomen. De rollen van de verschillende partijen zijn nader omschreven. Opvallend is een opgesteld beleggersprofiel. Hiermee geeft de aanbieder een indicatie van de toekomstige participant. Er wordt niet duidelijk hoe er wordt omgegaan met het afleggen van verantwoording aan de participanten.

#### 15. Haerzathe Investments II CV

De participaties in dit fonds bestaan uit € 25.000,- met een minimumdeelname van 2 participaties, waardoor deze aanbieder is vrijgesteld van de Wtb. Ten tijde van het verschijnen van deze prospectus had de initiatiefnemer wel een Wtb vergunning aangevraagd en zij maakt melding van het feit dat de prospectus niet aan de richtlijn voldoet. Er is spreiding in het fonds aangebracht door vastgoed in verschillende sectoren op te nemen in het fonds. Het beschrijven van de risico's is uitvoerig gedaan. Er volgt geen toelichting op de kosten in de prospectus. Wel zijn er verschillende rendementsscenario's gepresenteerd. Het voorgehouden rendement van 15.6% op basis van een 'midden' scenario (met een gemiddelde verkoopfactor van 11,5) is hoog ingeschat.

#### 16. Holland Immo Group XII/Retail Residential Fund CV

Het feit dat residential real estate met retail wordt gecombineerd maakt dat er een gespreide belegging wordt aangeboden waardoor een risico is ingeperkt. Er is omschreven wat de taken van de bewaarder zijn. De aanbieder spreekt zich uit over mogelijke belangentegenstelling. Dat hieraan aandacht is besteed in de prospectus is zeer positief. Er is een duidelijke kostenparagraaf en verschillende rendementsscenario's. Op de website van de aanbieder is een trackrecord te vinden.

---



---

#### 17. ING Real Estate Woning-Winkelfonds III CV

De eerste indruk van de prospectus is dat het een lijvig werk is en dat niets aan het toeval is overgelaten. De vastgoedportefeuille is goed gespreid en daardoor is het risico beperkt. De beheerder van het fonds heeft een vergunning van de AFM. De analyse van woning en winkelmarkt is zeer uitvoerig, maar ook de specifieke objecten komen aan bod en zijn nader beschreven. Er is een paragraaf opgenomen waarin de kosten uiteen worden gezet er zijn rendementsscenario's uitgewerkt, kortom keurig. Ook is er aandacht voor de wijze van verslaglegging, de waarderingsgrondslagen en de informatieverstrekking.

#### 18. B&S Kantoren XI CV

Van Boom en Slettenhaar heeft een uitgebreide informatieve site. De prospectus beschikt over een uitgebreide marktanalyse. Het vastgoed in dit fonds is nieuw en de aanbieder beoogt een strategie die uitgebreid behandeld wordt in de prospectus. De fondskosten zijn uitgebreid en duidelijk omschreven. Echter er zijn geen rendementsscenario's opgenomen in de prospectus. Dit kan te maken hebben met het feit dat het een groeifonds is. De rol die de bewaarder vervuld in deze CV is als zeer positief aan te merken.

---

---

## Bijlage 6 Interviews

- De heer Adema en de heer Gevers, Euro American Investors, 18 november 2005, VOGON (Vereniging Onroerend Goed Onderzoekers Nederland) symposium, NH Barbizon Palace, Amsterdam.
  - De heer S. Arends en mevrouw M. Sonneveld, Fort advocaten, 4 januari 2006, Koningslaan 60, Amsterdam.
  - De heer T. Bakkenist, Bakkenist & Emmens, telefonisch op 18 januari 2006.
  - De heer D.A.N. Bartels, Vereniging Vastgoed Participanten, 13 januari 2006, Koningslaan 106, Utrecht.
  - De heer H. Boissevain, Annexum, telefonisch op 20 januari 2006.
  - De heer A.W.A. Boot, Universiteit van Amsterdam, 13 oktober 2005, Amsterdam School of Real Estate, Wibautstraat 129, Amsterdam.
  - De heer S. van den Brink, Van Boom en Slettenhaar, 14 december 2005, Torenlaan 19 a, Laren.
  - De heer M. Denkers, Autoriteit Financiële Markten, 14 juni 2005, Keizersgracht 555, Amsterdam.
  - De heer J. van Diem, Bouwfonds Asset Management, 15 november 2005, Amsterdam School of Real Estate, Wibautstraat 129, Amsterdam.
  - De heer Van Gameren en de heer Smeehuijzen, The IBUS Company, 14 november 2005, Amsterdam School of Real Estate, Wibautstraat 129, Amsterdam.
  - De heer R. Hentenaar, PropertyNL Magazine, 16 december 2005, Strawinskylaan 609, Amsterdam.
  - De heer H. Lantsheer, Stichting CV in nood, 10 januari 2006, American hotel, Amsterdam.
  - De heer A. Pels Rijcken, Berckheijde, 8 december 2005, Vrijheidslaan 37, Leiden.
  - De heer M. Snijder, MPC Capital, 8 december 2005, Utrechtseweg 47, Hilversum.
  - De heer L. Zweers, ZOM Holland, 9 december 2005, Westersorpstraat 68, Hoevelaken.
-

AMSTERDAM  
SCHOOL OF REAL ESTATE



RuG