

ORDENING IN CHAOS

VASTGOEDPARTICIPATIEFONDSEN

DE MARKT VOOR VASTGOEDPARTICIPATIEFONDSEN HEEFT NU DE BESTE KANSSEN OM ALSNOG TE KOMEN TOT ZELFREGULERING

DOOR **WABE VAN ENK** EN **ROGIER HENTENAAR**

IN 'T KORT

- Sector heeft doel van zelfregulering nog niet bereikt
- Toezichthouder AFM zou meer kunnen doen
- Vastgoedaanbieders kampen met negatieve cashflow

In 2006 heeft de Autoriteit Financiële Markten aangedrongen op zelfregulering van de sector. De AFM mist het instrumentarium om de markt voor vastgoedparticipatiefondsen zoals cv's, maatschappen en obligaties te verbeteren. Daardoor lijkt het alsof de consument aan de willekeur van fraudeurs wordt blootgesteld. Dit klopt niet met de cijfers die PropertyNL al sinds 2002 van de markt verzamelt. Anno 2009 is deze markt goed voor € 4,8 mrd aan ingelegd vermogen. Slechts een fractie gaat teloor door aantoonbare fraude zoals bij Palm Invest en Golden Sun. De meeste particuliere beleggers – 70.000 volgens onze onderzoeken – hebben er mee te maken dat de geprognosticeerde rendementen niet worden gehaald. Is dat normaal beleggersrisico of is er meer aan de hand? Met de komst van de Stichting Transparantie Vastgoedfondsen (STV) is er een onafhankelijk orgaan gekomen dat zich bezighoudt met de toetsing van het prospectus. Ook is er inmiddels een branchevereniging: Vereniging Vastgoedfondsen (VVF) en een vertegenwoordiging van de participanten die vorig jaar is opgegaan in Vastgoedbelang. PropertyNL inventariseerde de stand van zaken bij vijf prominenten uit de wereld van vastgoedcv's. In alfabetische volgorde is de eerste Dion Bartels. Wie informatie over vastgoedcv's zoekt, komt het snelst bij hem terecht. Met de onorthodoxe werkwijze van Bartels Advocaten verrast hij keer op keer vriend en vijand. Zijn hoofdtaak is het opsporen van fraude bij beleggingsfondsen en een belangrijk onderdeel zijn daarbij de vastgoedfondsen. Zijn laatste stunt: de dieven van Palm Invest laten figureren in een docudrama over hun beleggingsfonds, inclusief afpersing van hun cliënten in compromitterende situaties en het afknippen van een teen van de directeur. Een heel ander publicitair offensief komt van Huib Bois-sevain. Hij maakte naam bij beursgenoteerde vastgoed-

fondsen, schreef enkele boeken en vele columns over beleggen en bracht het allemaal in praktijk met fonds-aanbieder Annexum. Hij is founder van de Stichting. Aangeschoven uit Eindhoven is Manfred Kühl, fonds-aanbieder van de Holland Immo Group. Hij is een voorstander én deelnemer in de STV en tevens vice-voorzitter van de Vereniging Vastgoed Fondsen.

De 'uitvinder' van de vastgoedmaatschap in Nederland mag niet ontbreken. Het is Dick van Seventer die al in de jaren tachtig begon (voor Staal Bankiers) met woning-maatschappen. Eind jaren negentig begon hij met een klein team met Vastgoed Syndicering Nederland. Tot slot wordt de link naar bestuur en wetenschap gelegd met Robert Weisz. Hij is voorzitter van het bestuur van de STV, hij was een tijd visiting professor in Eindhoven, docent aan de Amsterdam School of Real Estate en schreef meerdere handboeken. Weisz is zelf geen aanbieder van vastgoedcv's maar werkt voor privé-beleggingsmaatschap-pij Timevest en deed internationale ervaring op met bestuursrollen bij Wereldhave, DBN Group en Sarakreek.

Wat is de rol van de AFM?

Weisz: 'In december 2006 heeft de AFM de branche opgeroepen tot zelfregulering. Daarmee nam de AFM afstand en heeft het initiatief overgelaten aan het niet-genoteerde deel van de vastgoedbranche. AFM stelde dat zelfregulering was geslaagd wanneer 75% van de markt zich aan zou sluiten. Op dit moment is ruim 50% van het geplaatste kapitaal contribuant bij de STV en we verwachten dat dit eind van het jaar 60% zal zijn. We kunnen dus niet stellen dat we er al zijn. Ik denk dat de STV een aantal stappen heeft gezet, maar dat de AFM in eerste instantie een afwachterende rol heeft ingenomen. We zien nu dat de AFM veel meer proactief bezig is om



de zelfregulering te bevorderen.'

Van Seventer is nog niet positief over AFM. 'Tot het jaar 2000 hadden we eigenlijk alleen met De Nederlandsche Bank (DNB) te maken. In 2003 heeft de AFM de rol van DNB overgenomen. Later, in 2007, is er een onderscheid gemaakt in fondsen waarvan de vastgoedparticipaties wel of niet verhandelbaar waren. Voor die laatste categorie geldt alleen de deponeringsplicht bij de AFM. De rol van AFM vind ik nu onduidelijker geworden. Nieuwkomers in de markt weten volstrekt niet hoe het toezicht van AFM in zijn werk gaat.'

Boissevain laat het meeste kritische geluid over de AFM horen. 'Als aanbieder zouden we graag onze verslaggeving toetsen aan de normen van de AFM, maar dat kan op vrijwillige basis niet. In de praktijk hebben we een bilaterale relatie met de AFM waarbij we met wisselende personen bij de AFM te maken hebben die niet altijd hetzelfde zeggen. Je hebt geen afspraak met de AFM maar een afspraak met een persoon bij de AFM. Ik vind dat de AFM transparantie moet bevorderen. Dan moet je zelf ook transparant zijn.'

Kühl valt Boissevain daarin bij. 'Wij hebben een discussie gehad of we het vastgoed in onze fondsen jaarlijks extern moesten laten taxeren. We hadden juridisch beargumen-

teerd waarom een periodieke taxatie voor besloten vastgoedfondsen niet zinvol zou zijn en kregen daarop schriftelijk het groene licht van AFM om niet extern te taxeren. Maar een aantal weken daarna kregen we een brief van de AFM met de strekking: "Het klopt dat we het gezegd hebben maar we zijn er bij nader inzien toch niet mee eens." Hoe ze tot dit besluit zijn gekomen is voor ons volkomen ondoorzichtig en wordt ook niet toegelicht.'

Boissevain: 'De AFM kan in feite elk besluit terugdraaien. Maak beslissingen transparant en zet de overwegingen daarvoor op de eigen website zodat anderen dat kunnen zien en erop kunnen anticiperen. Het gaat niet alleen om die 75% van de aanbieders waarvan de AFM vindt dat ze aan zelfregulering moeten doen, maar de AFM moet ook laten zien hoe dat ingevuld moet worden. De STV dient in feite dezelfde normen te hanteren als de AFM maar omdat de AFM de kennis ontbeert van vastgoed dienen de STV-normen er bovenop te komen.' Weisz: 'Sinds kort heeft de STV het toetsingskader voor het beoordelen van prospectussen geheel herzien en gepubliceerd. De AFM heeft hieraan meegewerkt. We hebben met de AFM de afspraak gemaakt dat de AFM ons eerst belt om vast te stellen of de STV het prospectus al heeft getoetst. Dat voorkomt dat het dubbelop gebeurt.'

VAN LINKS NAAR RECHTS:
MANFRED KÜHL, ROBERT
WEISZ, HUIB BOISSEVAIN, DION
BARTELS, DICK VAN SEVENTER
(FOTO'S KAREN VELDKAMP)



DION BARTELS:
'Mij gaat het voornamelijk om partijen die de laatste twee jaar op de markt zijn gekomen en gelokt zijn door de ruime vrijstellingen van de AFM. Het zijn typisch partijen die gedreven worden door hebzucht'



HUIB BOISSEVAIN:
'Het punt is dat de formele prospectustoetsing door de AFM helemaal niets zegt. Een prospectus van Palm Invest was zeker langs de AFM gekomen als ze dat gewild hadden'

Kühl: 'Toch geeft dat geen zekerheid. Naast gelijk krijgen volgens de STV-toetsingsnormen is het altijd afwachten of je toestemming krijgt van de AFM. We merken dat de AFM soms plotseling spelregels wijzigt. De AFM had plotseling aanmerkingen op de inhoud en disclaimers van reclame-uitingen. We konden met moeite bestaande reclame-uitingen behouden.'

Boissevain: 'Dat merken wij ook. Zo hebben wij onze website moeten aanpassen en staat nu op iedere webpagina de AFM-ricicomannetje (ricicometer dat de AFM drie jaar geleden introduceerde om beleggers in één oogopslag duidelijk te maken hoe hoog het risico is - red.). Ik vind dat jammer.'

Bartels: 'De AFM heeft er een rotzooitje van gemaakt. In de praktijk van Bartels Advocaten zie ik series ongevallen. Dat is niet de wereld van de STV. Er zijn eigenlijk drie soorten aanbieders te onderscheiden. Het nette deel van de markt die zoekt naar zelfregulering zoals in de STV. Ook daar komt het voor dat niet goed met risico's wordt omgegaan in deze tijd. Mijn praktijk bestaat uit gedupeerden van gelukzoekers die tussen de mazen van het net van AFM zijn doorgezwommen. Daaronder zit nog een markt van mensen (vaak in het criminele circuit) die samen beleggingen hebben opgetuigd. Daar roer ik ook niet in.'

Wat is de rol van STV in relatie tot de AFM?

Weisz: 'De AFM toetst alleen formeel de prospectus op bepaalde inrichtings- en rubriceringvereisten. Dat zegt niets over de kwaliteit. De eisen die de STV stelt aan het prospectus moeten als aanvullend worden gezien. Er bestaat geen overlap. We kunnen nu echt zeggen dat de kwaliteit van prospectussen omhoog is gegaan. Zo zijn de prognoses veel beter onderbouwd dan vroeger.'

Boissevain: 'Het punt is dat de formele prospectustoetsing door de AFM helemaal niets zegt. Een prospectus van Palm Invest was zeker langs de AFM gekomen als ze dat gewild hadden. Maar ze zouden bij de toetsing door de STV door de mand zijn gevallen. Volledige zelfregulering is in strijd met de wet. AFM moet hierop toezien. Als de STV zich op dit terrein begeeft dan wordt dit dubbelop. STV dient als aanvullend, onafhankelijk toetsingsorgaan.'

Weisz: 'Het is jammer dat banken die als plaatsingskanaal door de aanbieders worden gebruikt, nog niet gedrongen zijn van het belang van de STV. Wij moeten laten zien dat een toetsing door STV als keurmerk kan worden beschouwd. Daarnaast is er de onduidelijkheid met de VVF die ook zegt te toetsen.'

Van Severter: 'Wat wij zouden willen is dat de STV veel meer naar buiten treedt. Juist nu bij problemen die zich nu bij verschillende fonds-aanbieders voordoen is zo'n functie belangrijk. STV moet een "peer functie" vervullen.'

Boissevain: 'Het zou verder moeten gaan. De STV zou persberichten naar buiten moeten brengen wanneer aanbieders zich schuldig maken aan het ontduiken van het AFM-toezicht wanneer ze bijvoorbeeld stapelfondsen (steeds € 2,5 mln ophalen bij beleggers om bestaand fonds uit te breiden) uitbrengen.'

Bartels: 'Een probleem is dat de STV bang is voor aansprakelijkheidsstelling. Niet voor niets staan er geen persoonlijke handtekeningen in de ondertekening van de STV-publicaties.'

Weisz: 'De STV moet roeien met de riemen die ze heeft. We hebben behoorlijke vorderingen gemaakt, maar de kosten zijn voor aanbieders een serieus probleem. Wij willen met een vereniging van sympathisanten de bekendheid van STV vergroten. De dekking is nu al representatief in termen van geld, maar het aantal aangesloten partijen (22) kan beter.'

Wat kunnen andere brancheverenigingen als Vastgoedbeleg, Dufas, IVBN en VVF doen?

Kühl: 'De VVF, nu 24 leden, zou zich sterk moeten maken dat haar leden zich ook aansluiten als contribuant bij de STV. Nu is er vrijwel geen overlap (alleen Holland Immo Group en Regge Vastgoed zitten bij beide organisaties - red.). In de eerstvolgende VVF-vergadering zullen leden stemmen over de verplichte aansluiting bij de STV. Als de leden stemmen voor aansluiting bij de STV krijg je een substantiële toename van aanbieders die zich onderwerpen aan de STV-toetsing.'

Van Severter: 'Er is een beperkt aantal partijen binnen de VVF die iets voelen voor een ratinginstituut los van STV maar het is kostbaar voor de kleinere partijen om



MANFRED KÜHL:
 'We merken dat de AFM soms plotseling spelregels wijzigt. De AFM had plotse-ling aanmerkingen op de inhoud en disclaimers van reclame-uitingen. We konden met moeite bestaande reclame-uitingen behouden'



DICK VAN SEVENTER:
 'Wat wij zouden willen is dat de STV veel meer naar buiten treedt. Juist nu bij problemen die zich nu bij verschillende fondsaanbieders voordoen is zo'n functie belangrijk'

daaraan mee te doen. Er zijn nu teveel zaken bij de VVF die geld kosten. Dat werpt een drempel op.'

Boissevain: 'De reden dat ik me niet heb aangesloten bij de VVF, maar bij Dufas (Dutch Fund and Asset Management Association) is dat de VVF elkaar de maat neemt. Er wordt door het VVF-bestuur wel geijverd voor permanent toezicht door de AFM van de leden, maar wat is het waard als de voorzitter daarvan via zogenoemde stapelfondsen datzelfde toezicht ontduikt? Als de VVF nu bijvoorbeeld zou samenwerken met de IVBN (vereniging van institutionele beleggers) en Dufas om ervoor te zorgen dat het komende verbod tot afschrijving van vastgoed van tafel gaat heb je wat. Laat de VVF zorgen hoe partijen hun advocaatkosten kunnen besparen. Dan betaal ik met plezier de contributie van de VVF.'

Kühl: Behalve het ratinginstituut richt de VVF zich met name op de verdere professionalisering binnen en beeldvorming over de branche. Daar hebben alle aanbieders baat bij.

Bartels: 'Ik zie veel leden van VVF nu op de website van

Bartels Advocaten. Dat klopt natuurlijk niet.'

Hoe pakt de huidige crisis uit voor de wens tot zelfregulering in de markt?

Boissevain: 'De recessie haalt de bezem door de markt. We moeten ons nu richten op een oplossing voor de participanten van fondsen die door het faillissement van hun beheerder aan hun lot zijn overgelaten. Kijk maar naar de fondsen van Lemmens. De media staan er vol van maar geen curator die er een taak in ziet om die beleggers te beschermen.'

Bartels: 'Veel mensen kijken naar Palm Invest waarbij geïnvesteerde gelden niet werden geïnvesteerd, maar dat is niet beperkt tot een enkel geval. Laatst kwam ik ook weer bij een fondsaanbieder die volgens mij niet meer aan zijn verplichtingen zou kunnen voldoen. Hij beweerde van wel door een strategische reserve. Hij bedoelde daarmee dat hij ingelegde gelden apart had gehouden. Een pyramidefonds dus.'

Boissevain 'Dat heeft te maken met het businessmodel

MANIFEST

1. Autoriteit Financiële Markten (AFM) moet zelf transparant eenduidig en consequent hoofdlijnen van toezicht uitzetten en communiceren.
2. AFM moet pro-actief de specifieke zelfregulering via de Stichting Transparantie Vastgoedfondsen (STV) bevorderen op terreinen waar de AFM niet wil of kan toetsen.
3. AFM moet niet bilateraal met marktpartijen, laat staan tussen individuen, maar met de branchevereniging Vereniging Vastgoed Fondsen (VVF) de markt ordenen.
4. STV moet werken aan autoriteit en dekkingsgraad. Dat kan door met AFM te verwijzen naar het keurmerk en actief naar buiten te treden.
5. De professionele marktpartijen moeten investeren in STV. Dat was bij de marktleider, Homburg Participaties nog niet het geval (maar die heeft zich eind september 2009 wel aangesloten - red.).
6. STV moet zo een keurmerk worden dat zichzelf als marketinginstrument voor de aanbieders naar de consumenten terugverdient.
7. VVF moet de belangenvereniging worden die zichzelf voor aanbieders terugverdient door in plaats van individueel gezamenlijke proceskosten te drukken.





ROBERT WEISZ

'AFM stelde dat zelfregulering was geslaagd wanneer 75% van de markt zich aan zou sluiten. Op dit moment is ruim 50% van het geplaatste kapitaal contribuant bij de STV en we verwachten dat dit eind van het jaar 60% zal zijn. We kunnen dus niet stellen dat we er al zijn. Ik denk dat de STV een aantal stappen heeft gezet, maar dat de AFM in eerste instantie een afwachterende rol heeft ingenomen. We zien nu dat de AFM veel meer proactief bezig is om de zelfregulering te bevorderen'

dat veel aanbieders van vooral ontwikkelfondsen kwetsbaar maakt. Deze aanbieders hebben zo'n lage beheerfee dat zij werken met een negatieve cashflow. Dat gaat goed zo lang zij dat compenseren met plaatsingfees van nieuwe fondsen. Anders droogt hun cashflow op. Dat is nu het geval. De winst zit bij plaatsing of verkoop. Voor fondsen die in bestaand vastgoed beleggen en te weinig schaalgrootte hebben, zijn hiervoor gevoelig. Ik heb nog geen enkele aanbieder gezien die zonder plaatsing een positieve cashflow kan laten zien.'

Kühl: 'Dat is overigens niet uniek voor onze sector, laat staan dat het verdacht is. Als de vraag stopt gaan meer bedrijfsmodellen onderuit. Zie autofabrikant General Motors. Je ziet dat met name dat schaalgrootte belangrijk is om niet in de problemen te komen. Ik verwacht verdere consolidatie doordat partijen samengaan of omvallen. De oplossing is helder: zorg voor meer schaalgrootte of breng meer variatie aan in de fondsen.'

Boissevain: 'Zoals bij ons het Dutch Microfund en een hotelfonds.'

Van Severen: 'Wij zijn al zo'n twintig jaar geleden al begonnen met het uitbrengen van woningmaatschappen. Nu hebben we ruim 30 maatschappen lopen waarbij we met regelmaat huurwoningen uitponden. Deze schaalgrootte zorgt voor continuïteit, ook in deze crisistijd. Daarbij is het ook nog steeds mogelijk om nieuwe maat-

schappen te plaatsen. In het najaar komen we met een nieuwe woningmaatschap van € 30 mln omvang.'

Boissevain: 'Ik ben het eens dat er een blijvende markt is voor ons type producten. We hebben nu echter last van de kunstmatig hoge spaarrentes. Dat betekent dat wij duur moeten lenen omdat banken de spaarrentes terug moeten verdienen in hun uitzettingen. We zien nu na de zomer dat vooral Duitse banken moeilijk doen over hoge loan-to-values ook al is er met de cashflow niets mis. Dan kun je op problemen rekenen met de herfinanciering als je leningen binnenkort aflopen. Daar zullen veel aanbieders last van krijgen.'

De markt is opgeschrikt door verschillende fraudezaken. Dion Bartels heeft zich ontpopt als de Robin Hood van de participatiehouders. Sommige aanbieders daarentegen zien Bartels als het vleesgeworden kwaad dat aanbieders kapot maakt ten faveure van zijn praktijk en zijn ego. Hij zegt te maken te hebben met intimidaties en achtervolgingen, maar dat steunt hem in het idee door te gaan.

Bartels: 'Bij mij gaat het voornamelijk om partijen die de laatste twee jaar op de markt zijn gekomen en gelokt zijn door de ruime vrijstellingen van de AFM. Het zijn typisch partijen die gedreven worden door hebzucht. Het zijn maar voor de helft vastgoedfondsen. De rest kan van alles zijn: van vanilleplantages, teakhout tot wijn. Wij pluizen nu op ons kantoor zo'n dertig fondsen uit op mogelijke misstanden. In totaal lopen er bij het openbaar ministerie onderzoeken bij 64 fondsen waarvan de helft vastgoed. Op onze site is er een checklist waarbij je de signalen van fraude kunt herkennen.'

Kühl: 'Dankzij de in Nederland geldende deponeringsvrijstelling van € 50.000 kunnen veel van dergelijke fraudefondsen hun gang gaan. In Duitsland zie je dat zich daar veel minder problemen voordoen omdat fondsen voor particuliere beleggers daar werken met intermediairs die grote aansprakelijkheidsverplichtingen kennen.'

Boissevain: 'De Duitse toezichthouder Bafin is wel in staat om toezicht te houden op de fondsen en AFM niet. Het argument van de AFM dat ze vanwege de EU-regelgeving die € 50.000 grens niet kunnen ophogen, is volgens mij nog wel een apart onderzoek van PropertyNL waard.' ■

AFM moet zelf transparant eenduidig en consequent hoofdlijnen van toezicht uitzetten

STV moet werken aan autoriteit en dekkingsgraad. Dat kan door met AFM te verwijzen naar het keurmerk en actief naar buiten te treden