

“Het is vast goed...”

Waarom de markt voor vastgoedbeleggingen om onze én uw serieuze aandacht vraagt

Toespraak gehouden door Michiel Denkers van de AFM bij het beleggersymposium van de Stichting Transparantie Vastgoedfondsen te Nijenrode, Breukelen op 26 januari 2011.

- Dames en heren goedemiddag, ik ben enorm verheugd met de uitnodiging van de STV om u vandaag te mogen toespreken. En met u bedoel ik dan vooral de beleggers onder u. Of misschien bent u wel een potentiële belegger. En bent u zich aan het oriënteren op de vastgoedbeleggingsmarkt. Op zoek naar een goede bestemming voor wat spaargeld. Als inkomensaanvulling of een appeltje voor de dorst. In dat geval prijs ik u in het bijzonder dat u de moeite neemt om hier vandaag bij te zijn.
- Want de kern van mijn korte betoog is dat wij blijvend kritisch zijn op de markt voor vastgoedbeleggingen. En dat u er verstandig aan doet dat ook te zijn.
- Voordat ik van wal steek wil ik even kijken wat voor vlees we in de kuip hebben.
 - Wie van u is een potentiële belegger? Met andere woorden, u overweegt om wat geld te investeren, maar u heeft geen eerdere ervaring met beleggen in beursgenoteerd vastgoed?
 - Wie van u is een zittende belegger? Met andere woorden, wie is nu al participant in een vastgoedfonds of obligatie?
 - Wie van u heeft eerst het prospectus bekeken? Wie van u heeft daar langer dan een half uur over gedaan?
 - Wie van u heeft over het prospectus vragen gesteld aan de aanbieder?
 - Wie van u heeft onafhankelijk advies ingewonnen? Dat wil zeggen professioneel advies van iemand die niet verbonden is aan de aanbieder van het fonds. Een goede toetssteen om vast te stellen of dit advies onafhankelijk was, is dat u normaalgesproken apart heeft betaald voor dit advies.
- Alleen al het feit dat u hier bent betekent waarschijnlijk dat dit marktonderzoekje niet representatief is, maar het geeft in ieder geval een indruk van hoe de wat meer geëngageerde belegger omgaat met zijn beslissingsbeslissingen.
- De missie van de AFM is het bevorderen van de zorgvuldige dienstverlening aan consumenten en beleggers. Het gaat dus in de kern om het beschermen van uw belangen. Dat is onze taak. En daar geven wij op verschillende manieren invulling aan. Daar zal ik zo wat meer over vertellen.
- Terecht als u daar bepaalde verwachtingen bij heeft. En ons ter verantwoording roept als wij in deze taak tekortschieten. Maar dat betekent niet dat u als belegger verder ontspannen achterover kan leunen. Zeker als het om beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed gaat. Ik voer daar drie argumenten voor aan:

- Ten eerste is het wettelijk toezicht van de AFM op de niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen nog steeds beperkt. Aanbieders maken veelvuldig gebruik van de vrijstellingen die de Wet op het financieel toezicht biedt. Als gevolg hiervan valt slechts een deel van alle beleggingsproposities onder het toezicht van de AFM. Dat is mijn eerste boodschap. Bij een groot deel van de aangeboden vastgoedbeleggingen geniet u als belegger geen of zeer beperkte bescherming van de AFM. Hier kunt dus ook weinig van ons verwachten. *You're on your own*, zeg maar.
- Mijn tweede boodschap gaat over wat u *wel* van ons mag verwachten. Dit heeft dus betrekking op het deel van de markt dat wel onder toezicht staat. Grofweg kent dit toezicht twee smaken: toezicht op de beheerder van een fonds; de onderneming zelf dus. En toezicht op de informatieverstrekking. Meestal in de vorm van een prospectus. Dit laatste, het toezicht op de informatieverstrekking, is er vooral op gericht om u in staat te stellen om een weloverwogen investeringsbeslissing te nemen. Dit betekent dat u er zelf ook iets voor moet doen. Wij kunnen toezien op de kwaliteit van een prospectus, maar gaan niet naast u zitten op de bank om het samen door te nemen. En dat is mijn tweede boodschap: U bent uiteindelijk zelf verantwoordelijk voor de beslissing die u neemt om uw geld in een vastgoedbeleggingsfonds of obligatie te stoppen. Een vastgoedbelegging gaat gepaard met hoge risico's. Dus stel u actief op als participant. Voordat u instapt, maar ook nadat u bent ingestapt.
- Dit brengt mij vanzelf op mijn derde boodschap. U kunt niet alleen vertrouwen op de blauwe ogen van uw aanbieder. Dat klinkt evident, maar in de praktijk komen wij genoeg mensen tegen die hun vingers hebben gebrand omdat ze vol vertrouwen zijn ingestapt in het nieuwe fonds van een aanbieder waar de buurman ook al jaren zo enthousiast over was. En die buurman kan het weten, want hij heeft zelf bij een bank gewerkt en bovendien veel gevoel voor cijfers. Heb niet de illusie dat u een belegging kan doorgronden puur en alleen op basis van een reclamefolder of voorlichtingsavond. Ik zei zojuist al, een belegging in een vastgoedfonds gaat gepaard met hoge risico's. Ook risico's waar u niet mee te maken krijgt bij een gewoon beleggingsfonds. Stel u zelf de vraag of u zin heeft, en of u voldoende kennis van zaken heeft, om de aanbieding te doorgronden. Is het antwoord op een van deze vragen nee, win dan onafhankelijk advies in bij een professionele adviseur die daarvoor een vergunning heeft. Doet u dat niet, of heeft u onvoldoende vertrouwen in de kwaliteit van het geboden advies, stap dan niet in! Laat de belegging aan u voorbij gaan. Hoe uniek de aanbieding op het eerste gezicht ook mag lijken.

- Terwijl u deze boodschappen laat bezinken, wil ik u iets meer verstellen over het toezicht van de AFM. Wat dat toezicht wel en niet inhoudt, en wat dat betekent voor u.

Reikwijdte van het wettelijk toezicht

- Om te beginnen, ik zei het net al, staat maar een deel van markt onder toezicht van de AFM. Het rechthoekige vlak op bijgaande *slide* vertegenwoordigt de totale markt van niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen. De omvang van de markt is ongeveer 5 miljard euro. Tenminste, dat is het eigen vermogen dat door beleggers zoals u gezamenlijk is geïnvesteerd. Als je het door banken verstrekt vreemd vermogen daarbij optelt is de markt ongeveer 14 miljard groot.
- U ziet dat ik de rechthoek heb verdeeld in twee delen. Een groen vlak en een oranje vlak. Het oranje vlak vertegenwoordigt tachtig procent van de markt voor niet-beursgenoteerde beleggingen. Dit is het deel dat **niet** onder AFM toezicht staat. Vier van de vijf proposities waar u mee geconfronteerd kunt worden staan dus niet onder toezicht.
- Ik heb dit vlak bewust niet rood gekleurd. Rood heeft in dit verband al snel de gevoelswaarde van “stoppen”, “verboden”, “slecht”. Dit kan de suggestie wekken dat alle vastgoedpartijen die niet onder toezicht staan erop uit zijn om u pootje te lichten, terwijl ondernemingen legitiem gebruik kunnen maken van wettelijke vrijstellingen.
- Ik heb dit vlak bewust wel oranje gekleurd. Oranje heeft de connotatie van “alertheid”, van “gevaar”, van “waakzaamheid”. En deze emotionele kleuring is hier wel op zijn plaats ben ik van mening. Bijna tachtig procent van de aanbieders ontwijkt om de een of andere reden het toezicht.
- Ik zei eerder al dat u in dat geval op weinig bescherming kunt rekenen van de AFM. Als sprake is van agressieve verkooppraktijken of een evident misleidende voorstelling van zaken - bijvoorbeeld door middel van zeer onevenwichtig promotie materiaal - dan kunnen wij op grond van de Wet handhaving consumentenbescherming wel ingrijpen. Ook bij partijen die verder niet onder ons toezicht staan.
- De praktijk leert echter dat deze bevoegdheid alleen geen effectief middel is om het echte kaf van het koren te scheiden. Als u gisteren het FD heeft gelezen over goudfonds de Gouden Eeuw dan begrijpt u misschien wat ik bedoel. Om deze reden pleitten wij al enige jaren voor een ophoging van de vrijstellingsgrenzen en een duidelijke waarschuwing aan beleggers wanneer zij te maken hebben met een aanbieding die niet onder toezicht staat.
- Gelukkig is inmiddels in Europees verband besloten dat de vrijstellingsgrens verhoogd wordt naar 100.000 euro. Met andere woorden, beleggingsparticipaties tot 100.000 euro vallen voortaan onder ons toezicht. Deze grens lag op 50.000 euro.
- Daarnaast worden aanbieders die vrijgesteld zijn van toezicht binnenkort verplicht om dit kenbaar te maken door middel van een wettelijk voorgeschreven waarschuwing. In de media wordt dit ook wel als het ‘wildwestbordje’ aangeduid. Het is de bedoeling

dat in reclame-uitingen en in de documentatie waarin een aanbieding in het vooruitzicht wordt gesteld wordt aangegeven dat er geen toezicht is. De exacte vorm en inhoud van deze waarschuwing wordt momenteel nog uitgewerkt.

- Twee maatregelen dus die er toe moeten leiden dat het groene vlak groter wordt én het overduidelijk duidelijk is voor een belegger wanneer hij het oranje vlak –het wilde westen- betreedt.

Het toezicht door de AFM

- Wat doet de AFM in het in het groene vlak? Zoals gezegd, ongeveer twintig procent kiest voor AFM toezicht. Ons toezicht bestaat dan grofweg uit twee onderdelen. Het toezicht op de beheerder zelf en het toezicht op het prospectus.
- Om te beginnen met het eerste, het toezicht op de beheerder. De wet stelt dan eisen aan de bedrijfsvoering van de onderneming. In wettelijke termen moet die bedrijfsvoering “beheerst” en “integer” zijn. Voor u als belegger biedt dat een aantal extra zekerheden. Bijvoorbeeld omdat we de bestuurders op betrouwbaarheid toetsen. En omdat het fonds en de beheerder verplicht zijn om jaarrekeningen en halfjaarrekeningen te publiceren. Hierin moet ook een externe accountantsverklaring zijn opgenomen. En die accountantsverklaring moet weer voldoen aan de wettelijke eisen van het toezicht op accountantsorganisaties. Ook een tak van sport binnen de AFM.
- Een ander belangrijk onderdeel van ons toezicht op deze sector is de prospectustoetsing. Vaak de enige vorm van verplichte informatieverstrekking bij dit soort beleggingen. Afhankelijk van de aard van de aanbieding gebeurt deze toetsing door ons vooraf of achteraf. Wij controleren onder meer of het document volledig is. Dat wil zeggen, of in het prospectus aandacht wordt besteed aan de voorgeschreven informatieonderdelen. Informatie over de relevante risico's bijvoorbeeld, of over de kenmerken van de vastgoedobjecten zelf.
- Wij vormen ons overigens geen oordeel over de kwaliteit van de belegging, maar onze controle gaat nadrukkelijk wel verder dan alleen het ‘afvinken’ van een lijst.
- Naast de volledigheid toetst de AFM namelijk ook op begrijpelijkheid en consistentie. En als er een duidelijke aanwijzing is dat de waarheid geweld wordt aangedaan - of als er spraken is van onevenwichtige informatie - dan stellen wij dit aan de kaak. Om dit te illustreren aan de hand van een praktijkvoorbeeld: het komt wel voor dat in een concept prospectus een analyse gegeven wordt van de gevoeligheid van het rendement bij variatie van bepaalde factoren. Hierbij worden soms factoren meegenomen die juist nauwelijks van invloed zijn op het rendement, terwijl andere factoren worden weggelaten die wel grote uitslagen kunnen veroorzaken. Bijvoorbeeld: wel de gevoeligheid voor variaties in de financieringsrente vermelden, maar niet die voor afwijkingen in de geschatte verkoopopbrengst van het vastgoed die het rendement veel heftiger kunnen beïnvloeden. Dergelijke selectieve analyses zijn misleidend en de AFM wijst daar bij de prospectustoets dan ook op.

- Ik hoor soms partijen – aanbieders en beleggers - die het nut van een prospectus ter discussie stellen. “Een juridisch gedrocht dat er alleen maar toe dient voor aanbieders om zich in te dekken” stelt men dan. Of “voor beleggers een volstrekt ontoegankelijk en overcomplete document”.
- Ik kan me bij het lezen van sommige prospectussen ook wel voorstellen hoe deze beelden ontstaan. Laat u ik daar het volgende over zeggen. Om te beginnen heeft het prospectus een belangrijke functie, alleen al omdat het aanbieders dwingt om belangrijke aspecten van hun handelwijze en de kenmerken van de aanbieding te expliciteren. Bijvoorbeeld de uitgangspunten waarop de rendementsprognoses zijn gebaseerd. Dit werkt disciplinerend. En het biedt u als belegger –maar in sommige gevallen ook ons als toezichthouder- houvast als u verhaal wilt halen als blijkt dat in de praktijk de zaken toch anders gaan.
- Ten tweede - in tegenstelling tot wat men graag doet geloven - staat geen enkel wettelijk vereiste in de weg aan het opstellen van een leesbaar en toegankelijk prospectus. Zoals ik zo-even al zei, kijken wij juist ook met de bril van begrijpelijkheid naar het prospectus. Het werk van de STV is overigens ook voor een belangrijk deel er op gericht om het prospectus leesbaarder te maken. Met onder meer een leeswijzer die u als belegger helpt navigeren door het hele document. U mag als belegger dus ook eisen van de aanbieder dat u de beschikking krijgt over een toegankelijk document.

Welke (bijzondere) risico's ziet de AFM bij vastgoedbeleggingen?

- De AFM heeft beleggers sinds 2005 verschillende keren gewezen op de risico's die wij zien als het gaat om beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed. En ik zei aan het begin al: wij zijn nog steeds kritisch. De sprekers na mij zullen wat meer 'lokale kleur' geven aan een paar van deze risico's, bijvoorbeeld aan het verhoogde integriteitsrisico dat ook wij onderkennen in deze sector. Ik wil nu geen uitgebreide opsomming geven van de overige risico's die wij zien, maar u wel attenderen op een aantal risico's die kenmerkend zijn voor dit type belegging en die u zeker in deze turbulente tijd scherp voor de ogen moet hebben:
 - *Risico's met betrekking tot de belegging (de vastgoedobjecten) zelf:* leegstand, het uitblijven van een (reële) exit, waardevermindering, bedrog. Vastgoed brengt nou eenmaal een verhoogd risico met zich mee. Het gaat vaak om grote bedragen, de prijsvorming is niet transparant, de vastgoedsector zelf heeft onvoldoende zelfreinigend vermogen.
 - *Risico's in de financiële constructie:* er is vaak sprake van een hoge *leverage*, of hefboomwerking. Gemiddeld is zestig procent gefinancierd met vreemd vermogen via een eerste hypotheekrecht bij een bank. Zeker in deze tijd waarin banken terughoudender zijn met financiering, kunnen noodzakelijke herfinancieringen mislukken. Besteed daarom aandacht aan de financieringsconstructie en voorwaarden én de impact daarvan op het risico-rendementsprofiel van de beleggingspropositie.

- *Risico's in de verhandelbaarheid*: meestal is er sprake van een zogenaamde *lock-up* bij niet beursgenoteerd vastgoed. Met andere woorden, u kunt niet zomaar uitstappen, zeker niet op momenten dat iedereen dat wil en de nood hoog is.
- *Risico's rond concentratie*: veelal gelden hoge instapbedragen vanaf 50.000. Hiermee wordt een fonds gestructureerd met een aantal (of soms zelfs maar één) vastgoedobject. Deze gebrekkige spreiding brengt risico's met zich.
- *Risico's van kennisachterstand*: verstandig beleggen in vastgoed vereist specifieke vastgoedkennis. Daarom is het voor de gemiddelde belegger niet eenvoudig om een verantwoorde beleggingskeuze te maken. Een deugdelijk prospectus biedt uitkomst, maar zoals eerder opgemerkt moet u deze informatie wel op juiste waarde kunnen schatten.

Wat kan u helpen bij uw keuze?

- Ik gaf aan het begin aan dat ik deze gelegenheid vooral ook wil benutten om u als belegger aan te moedigen kritisch en actief te zijn. Er is gelukkig genoeg wat u zelf kunt doen om te voorzienbare teleurstellingen te voorkomen.
- Om u te helpen bij het nemen van die eigen verantwoordelijkheid deel ik met u om te beginnen een aantal dingen waar u op kunt letten vóórdat u instapt in een fonds. Deze indicatoren kunt u als eerste filter gebruiken om de betere aanbieders en aanbiedingen te herkennen. Het biedt geen garantie, maar zou u als belegger meer comfort moeten geven dat u te maken heeft met een solide partij.
 - De aanbieder heeft een AFM vergunning en er is een door de AFM getoetst prospectus. Check hiervoor ons register www.afm.nl;
 - Als dit niet zo is, en er is dus geen wettelijk toezicht, geeft de aanbieder dan een goede uitleg waarom deze specifieke aanbieding zo is vormgegeven dat de AFM geen toezicht kan houden?;
 - Check ook of de partij niet staat vermeld op de waarschuwingslijst van de AFM: http://www.afm.nl/nl/consumenten/risico/waarschuwingen_afm.aspx
 - De aanbieder is contribuant van de STV;
 - De aanbieder heeft een website. Die website is informatief: het geeft bijvoorbeeld inzicht in het track records van een aanbieder. Let daarbij vooral ook op:
 - De actualiteit van dat record: is die oud, dan loopt het waarschijnlijk minder goed nu.
 - Is die volledig? Zijn alle fondsen opgenomen, of alleen de winstgevende fondsen?
 - Zijn er fondsen afgewikkeld, of is alles nog in beheerfase?

- De informatie is evenwichtig. Er wordt bijvoorbeeld ook duidelijk gewezen op de relevante risico's en kosten.
- Controleer ook vooraf of u voldoende zeggenschap heeft als belegger bij cruciale beslissingen en controleer of u tussentijds vaak genoeg en goed genoeg wordt geïnformeerd door de aanbieder. Hoe vaak vindt bijvoorbeeld de interne rapportage aan beleggers plaats en wat is de kwaliteit daarvan?

Een handelingsperspectief voor zittende belegger

- Een groot aantal van u is zittende belegger. U bent dus al ingestapt en denkt nu waarschijnlijk: wel aardig, maar voor mij komen deze tips te laat.
- Ook als u eenmaal bent ingestapt hoeft u niet lijdzaam toe te zien wat er met de door u ingelegde centen gebeurt. In de afgelopen jaren is pijnlijk gebleken dat een belegging heel anders kan uitpakken dan was voorzien. Dat geldt natuurlijk niet alleen voor vastgoed. Maar ik zei al eerder, een extra risico dat u loopt bij een niet-beursgenoteerd vastgoedfonds is wel dat u er dan niet zomaar uit kunt. Daarom tot slot ook nog een paar tips om ook uw invloed als zittende belegger te kunnen uitoefenen.
 - Om te beginnen: zorg dat u uw rechten kent. Uw rechten staan in het prospectus. Goed koopmansgebruik vanuit het Burgerlijk Wetboek geeft u overigens ook een hoop 'rechten';
 - Ten tweede: gebruik uw rechten.
 - Zorg bijvoorbeeld dat de aanbieder tijdig verantwoording aflegt. U heeft een wettelijk recht om goed geïnformeerd te worden (bijvoorbeeld middels jaarrekeningen (BW))
 - Herken cruciale beslissingen, zoals bijstorten. Dit zijn momenten waarop u informatie kunt afdwingen;
 - Dwing stemrecht af op cruciale beslissingen;
 - Organiseer u op de volgende jaarvergadering: zorg dat u aanwezig bent en wissel onderling contactgegevens uit; vraag uw beheerder eventueel om een intranet platform op te zetten.
 - Tot slot: meld vermeende wantoestanden bij de AFM, bijvoorbeeld als u helemaal geen reactie krijgt op uw brieven of telefoontjes. Ik moedig u aan om dat te doen, bij voorkeur zoveel mogelijk gedocumenteerd, zodat wij op tijd kunnen ingrijpen waar mogelijk en nodig. Ook als de aanbieder niet onder ons toezicht staat kunnen wij onder bepaalde omstandigheden een partij dwingen om meer openheid van zaken te geven.

- Deze lijstjes zijn natuurlijk niet uitputtend. Ik hoop van harte dat u als beleggers ook uw eigen ervaringen gebruikt en onderling deelt om het zicht op het goede en het slechte deel van de markt te verscherpen.

Over zelfregulering

- Voordat ik afsluit wil ik graag een paar woorden wijden aan de STV. Wat mij betreft markeert deze middag ook het succes van de sector om zichzelf een klein beetje uit het moeras omhoog te trekken. Ik zeg een klein beetje, want de sector is er volgens mij nog lang niet. Er is op het gebied van professionalisering van het niet-beursgenoteerde deel van de vastgoedmarkt nog een behoorlijke weg te gaan.
- Maar de STV is een uitstekend initiatief dat een goede bijdrage kan leveren aan de kwaliteitsverbetering van de markt. En op die manier aan het vertrouwen te bouwen in een sector die toch vaak in een kwaad daglicht staat.
- De toegevoegde waarde van de STV ten opzichte van de AFM is dat zij bij haar prospectus toetsingen extra eisen kan stellen aan de informatie verstrekking over zaken die specifiek zijn voor een vastgoedbelegging. De AFM is wat dat betreft gebonden aan een meer algemene richtlijn die voorkomt uit Europa. Hierdoor kunnen wij niet afdwingen dat relevante vastgoedspecifieke informatie op een bepaalde manier wordt opgenomen in het prospectus. Terwijl deze informatie wel cruciaal kan zijn om de belegging op de juiste waarde te schatten. Het tweede grote voordeel van de STV is dat zij ook de prospectussen kan toetsen van partijen die niet onder het wettelijk toezicht staan. Daar moet een aanbieder dan wel zelf voor kiezen.
- Zoals u misschien weet is de totstandkoming van deze vorm van zelfregulering een moeizaam proces geweest. Het heeft meerdere keren geleid tot kamervragen en zelfs ultimatus van twee ministers. Eerst minister Zalm en daarna minister Bos. Wij hebben dit proces zelf ook van dichtbij gevolgd en wij weten dat de initiatiefnemers van de STV - een clubje van grotere aanbieders - en het huidige bestuur en de directeur van de STV zich er - ondanks zeer gebrekkig draagvlak in de sector- sterk voor hebben gemaakt om de STV te maken tot wat het nu is. Wij moedigen de STV aan om door te gaan op de ingeslagen weg en om de bakens te blijven verzetten. Bijvoorbeeld door zich ook te richten op de kwaliteit van doorlopende informatieverstrekking.
- In de contacten die wij hebben met de STV laat zij zien nog volop ambitie te hebben. Deze ambitie wijst ook op een onafhankelijke opstelling die zo essentieel is voor een goed functionerend zelftoezicht systeem. Immers, naarmate het meer inspanning kost voor een aanbieder om door het kwaliteitspoortje te komen, des te groter de stap zal zijn om dat vrijwillig te doen en des te groter de weerstand in de sector. Maar tegelijkertijd is dit de kritische succesfactor en graadmeter voor het welslagen van zelfregulering. Alleen als de lat hoog genoeg ligt wordt het kaf echt van het koren gescheiden. En alleen daarmee zijn uw belangen als belegger gediend.
- Ik dank u voor uw aandacht.