

**AFM-observaties niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen  
voor consumenten**



## **Autoriteit Financiële Markten**

---

De AFM bevordert eerlijke en transparante financiële markten. Wij zijn de onafhankelijke gedragstoezichthouder op de markten van sparen, lenen, beleggen en verzekeren. De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening aan consumenten en ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Ons streven is het vertrouwen van consumenten en bedrijven in de financiële markten te versterken, ook internationaal. Op deze manier draagt de AFM bij aan de welvaart en de economische reputatie van Nederland.

# Inhoudsopgave

---

Samenvatting	4	
1	Inleiding	6
	1.1 <i>Achtergrond</i>	6
	1.2 <i>Aanscherpen toezicht</i>	6
2	De vastgoedbeleggingsmarkt	9
	2.1 <i>Ongunstige marktontwikkelingen</i>	9
	2.2 <i>Niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen voor consumenten</i>	9
3	Het onderzoek door de AFM	12
	3.1 <i>Onderzoeken AFM</i>	12
	3.2 <i>Samenwerking FEC en Regiegroep aanpak misbruik vastgoed</i>	13
4	Bevindingen	14
	4.1 <i>Inleiding</i>	14
	4.2 <i>Deugdelijkheid van het product</i>	14
	4.3 <i>Kwaliteit van de informatievoorziening</i>	19
	4.4 <i>Naleving van het beleggingsbeleid en prospectus</i>	24
	4.5 <i>Kwaliteit van bestuur en bedrijfsvoering</i>	26
	4.6 <i>De waardering van de vastgoedportefeuille</i>	30
	4.7 <i>Deskundigheid van de bestuurders</i>	32
	4.8 <i>Integriteit van de bestuurders</i>	32
	4.9 <i>Good practices</i>	34
5	Conclusies en toezichtfocus	36
	5.1 <i>Conclusies</i>	36
	5.2 <i>Deugdelijkheid product</i>	36
	5.3 <i>Informatievoorziening</i>	37
	5.4 <i>Governance en bedrijfsvoering</i>	38
	5.5 <i>Zelfregulering</i>	39
	5.6 <i>Toezichtfocus</i>	39
	5.7 <i>Tot slot</i>	40
Bijlage 1	resultaten handhaving 2009-2011	41

## Samenvatting

---

De markt voor niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen voor consumenten is in Nederland aanzienlijk: naar schatting 60.000 beleggers hebben voor € 5,5 miljard in deze markt ingelegd. Ook dit segment van de vastgoedbeleggingsmarkt is getroffen door de financiële en economische crisis. Zo blijkt uit onderzoek van de AFM dat veel niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen in het afgelopen jaar dividend en/of rente-uitkeringen hebben verminderd, overgeslagen of opgeschort. De waarderingen van het vastgoed staan onder druk en banken zijn terughoudender in het verstrekken van financieringen. De vastgoedsector is daarnaast geraakt door verschillende grote fraudezaken. Daardoor is duidelijk geworden dat de sector bloot staat aan verhoogde integriteitsrisico's.

De risico's voor beleggers zijn door deze ontwikkelingen toegenomen. De AFM heeft om die reden vanaf 2009 het toezicht aangescherpt op de niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen die zich richten op de consument.

Tussen 2009 en 2011 heeft de AFM 46 onderzoeken verricht naar aanbieders van niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen voor de consument. Ook heeft de AFM een 'vastgoedrisico-radar' ontwikkeld (gevuld met 85 waarnemingen) en een self-assessment doen uitvoeren bij alle 30 vergunninghouders die actief zijn op het gebied van niet-beursgenoteerd vastgoed. De inspanningen van de AFM passen in de rijksbrede aanpak van de overheid om misbruik in de vastgoedsector tegen te gaan.

De genoemde toezichtactiviteiten van de AFM hebben geleid tot een aantal observaties met betrekking tot het segment van de vastgoedmarkt dat zich richt op de particuliere belegger. Deze observaties zijn beschreven in dit rapport. De belangrijkste zijn:

1. Op 80% van de markt van niet-beursgenoteerd vastgoedbeleggingen voor consumenten is geen toezicht van toepassing op grond van de Wet op het financieel toezicht (Wft).
2. De AFM heeft een groot aantal tekortkomingen en overtredingen van toezichtregels vastgesteld, bijvoorbeeld ten aanzien van de vergunning- of prospectusplicht. De AFM heeft daarvoor verschillende handhavingsmaatregelen getroffen.
3. De geconstateerde tekortkomingen zijn van een zodanige omvang en ernst dat de AFM van mening is dat veel partijen het belang van de particuliere belegger en het belang van een beheerste en integere bedrijfsuitoefening onvoldoende centraal stellen. Dit is voor de AFM aanleiding om in haar toezicht verhoogde aandacht te blijven geven aan niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen die worden aangeboden aan consumenten. De AFM zal zich hierbij met name richten op het productaanbod, de transparantie en de governance.
4. De vergunninghoudende aanbieders van niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen hebben in het algemeen een hogere mate van transparantie jegens de belegger dan de niet-vergunninghouders.
5. De AFM heeft initiatieven ten aanzien van zelfregulering door de sector gesteund. De AFM constateert dat de sector er niet in is geslaagd een goedwerkend systeem van zelfregulering te organiseren. De AFM meent dan ook dat nader onderzocht moet worden of overheidsregulering vereist is om het productaanbod, de transparantie en de governance in de sector als geheel te verbeteren, bijvoorbeeld door alle partijen die niet-beursgenoteerde beleggingen aanbieden aan consumenten onder het doorlopende Wft toezicht van de AFM te brengen.

Het onderzoek en de observaties van de AFM hebben betrekking op het deel van de vastgoedsector van de niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen dat zich richt op consumenten. De observaties zien op de onderzochte sector als geheel en zijn niet op alle vastgoedfondsen en hun beheerders van toepassing. Met dit rapport geeft de AFM geenszins aan dat beleggen in vastgoed geen goede beslissing is in een beleggingsportefeuille; het door de AFM uitgevoerde onderzoek ziet niet op de vraag of vastgoed als belegging geschikt of ongeschikt is voor de particuliere belegger. Ook ziet dit rapport niet op de vraag of het betreffende onderliggende vastgoed al dan niet een goede belegging vormt.

Door met dit rapport haar observaties te delen met derden, beoogt de AFM primair transparant te zijn over welke praktijken zij niet zal tolereren en waar zij in haar toezicht op deze specifieke sector met name aandacht aan zal geven. De AFM wil hiermee bijdragen aan een structurele gedragsverandering bij aanbieders van niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen voor consumenten. Secundair wil de AFM met dit rapport beleggers alert maken op de geconstateerde risico's<sup>1</sup>.

In haar toezicht zal de AFM met name aandacht besteden aan:

1. de deugdelijkheid van het productaanbod;
2. de kwaliteit van de informatievoorziening, niet alleen in het prospectus maar ook tijdens de looptijd, vooral bij onvoorziene ontwikkelingen;
3. de naleving van het prospectus en het beleggingsbeleid;
4. de beheersing van de risico's;
5. de waardering van de vastgoedportefeuille;
6. de deskundigheid van het bestuur met een goede balans tussen vastgoed- en financiële expertise alsmede compliance-bewustzijn; en
7. de waarborging van de integriteit van bestuurders en het integriteitsbewustzijn.

De AFM roept de beheerders en aanbieders van vastgoedfondsen in de onderzochte sector op om dit rapport tot zich te nemen, de eigen onderneming en de beheerde fondsen kritisch te (laten) beoordelen en waar nodig verbetermaatregelen te treffen. Dit is van belang voor de consument die belegt in de onderzochte sector en uiteindelijk ook voor de sector zelf.

---

<sup>1</sup> Zie [www.afm.nl](http://www.afm.nl) onder "Consumenten".

# 1 Inleiding

---

## 1.1 Achtergrond

Circa 60.000 particuliere beleggers hebben voor ongeveer € 5,5 miljard belegd in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen<sup>2</sup>. Deze fondsen<sup>3</sup> hebben inclusief de hypothecaire financiering ongeveer € 16 miljard geïnvesteerd in vastgoed. Het gaat om een markt van aanzienlijke omvang, waar de AFM al enkele jaren aandacht voor heeft.

In 2005 bracht de AFM de publicatie 'Vastgoed CV's en maatschappen' uit. Daarin pleitte de AFM voor aanscherping van wet- en regelgeving. Ook heeft de AFM de markt toen opgeroepen om een systeem van zelftoezicht op te zetten. In een 'tussenbalans' van juni 2006 concludeerde de AFM dat het zelftoezicht niet met voldoende urgentie werd opgepakt en dat zelfregulering daadwerkelijk van de grond moest komen. In 2006 hebben marktpartijen de Stichting Transparantie Vastgoedfondsen (STV) opgericht met als doel het toetsen van de prospectussen van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen<sup>4</sup>. Het toetsingskader is afgestemd met de AFM. De AFM is altijd een groot voorstander geweest van zelfregulering door de sector<sup>5</sup>.

In maart 2007 heeft een themaonderzoek van de AFM geleid tot een aantal toezichtmaatregelen bij vastgoedbeleggingsinstellingen op grond van de Wet op het financieel toezicht (Wft).

In de jaren 2007-2009 constateerde de AFM bij verschillende vastgoedbeleggingsinstellingen met een vergunning structurele tekortkomingen in de bedrijfsvoering en in de naleving van de Wft.

De AFM heeft sinds 2008 op basis van de Wet handhaving consumentenbescherming (Whc) ook een toezichthoudende taak bij beleggingen die zijn vrijgesteld van het Wft-toezicht. De Whc beoogt oneerlijke handelspraktijken, zoals misleiding van consumenten, tegen te gaan. De toezichtonderzoeken op grond van deze wet richten zich vooral op de informatieverstrekking door aanbieders van niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen.

## 1.2 Aanscherpen toezicht

De marktomstandigheden voor vastgoedbeleggingen zijn de afgelopen jaren sterk verslechterd. Dit leidt momenteel tot flinke afwaarderingen in de vastgoedportefeuilles van vastgoedfondsen en soms tot het opschorten van rendementsuitkeringen. De vastgoedsector is daarnaast kwetsbaar gebleken voor verschillende vormen van fraude en andere integriteitsinbreuken. Deze factoren brengen een verhoogd risico voor beleggers.

In het licht van bovenstaande omstandigheden en het grote aantal signalen betreffende niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen voor consumenten heeft de AFM in de periode 2009-2011 het toezicht op niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen voor consumenten aangescherpt. De

---

<sup>2</sup> PropertyNL top-40-stand per ultimo 2010 aangevuld met cijfers uit eerdere jaargangen PropertyNL Magazine

<sup>3</sup> Met "fonds" wordt in dit rapport bedoeld de beleggingsinstelling als omschreven in de Wet financieel toezicht en de instelling die met inachtneming van de prospectusplicht uit deze wet effecten heeft uitgegeven dan wel onder een vrijstelling valt, tenzij uit de context anders mocht blijken.

<sup>4</sup> Inmiddels heeft de STV op 21 mei 2012 laten weten dat de STV zal worden opgeheven.

<sup>5</sup> Zelfregulering komt ook aan de orde in hoofdstuk 2.

risico's bij beursgenoteerde vastgoedbeleggingen worden door de AFM lager ingeschat<sup>6</sup>. De AFM heeft op grond van de Wft en de Whc onderzoeken verricht naar aanleiding van de signalen die zij in deze periode doorlopend heeft ontvangen. De AFM heeft binnen een populatie van 100 aanbieders 46 onderzoeken verricht naar aanbieders van dergelijke beleggingen. Het betreft 12 vergunninghouders<sup>7</sup> en 34 niet-vergunninghouders. In dit rapport zijn de resultaten van deze onderzoeken opgenomen. Daarnaast zijn de resultaten opgenomen van de AFM-vastgoedrisicoradar die de AFM in 2011 heeft ontwikkeld voor deze markt en waarin 85 aanbieders zijn gerangschikt<sup>8</sup>. Tot slot zijn in het rapport de resultaten verwerkt van het in 2011 uitgevoerde self-assessmentonderzoek onder beleggingsinstellingen met een vergunning. Daaronder bevinden zich 30 vastgoedbeheerders, die vragen hebben beantwoord over ontwikkelingen in de vastgoedportefeuille.

De bevindingen en observaties in dit rapport hebben uitsluitend betrekking op de sector van niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen voor consumenten en dus niet op het beursgenoteerde of institutionele deel van de vastgoedbeleggingssector<sup>9</sup>.

De AFM heeft in bijna alle 46 onderzoeksdossiers tekortkomingen of overtredingen vastgesteld. Bij de vergunninghouders werden overtredingen vastgesteld met betrekking tot onder meer het prospectus, reclame-uitingen, de intrinsieke waardeberekening of de betrouwbaarheid en deskundigheid van bestuurders.

In haar onderzoeken op grond van de Whc bij vrijgestelde aanbieders stuitte de AFM onder meer op ondoorzichtige bedrijfsstructuren en financieringsconstructies, niet-geïnvesteerde gelden, misleidende informatieverstrekking en vermoedens van fraude. Deze praktijken schaden de integriteit van de financiële markten, de belangen en het vertrouwen van beleggers. De AFM heeft naar aanleiding van haar onderzoeken handhavend opgetreden. In enkele gevallen heeft ze aangifte gedaan bij het Openbaar Ministerie. In bijlage 1 is een overzicht van de handavingsmaatregelen opgenomen. De aard en de ernst van de overtredingen verschilt per aanbieder. In een aantal gevallen is sprake van een samenloop van –minder ernstige- overtredingen, waardoor de belangen van consumenten worden geschaad. Op basis van twee jaar verhoogd toezicht komt de AFM tot de conclusie dat het marktgedrag van aanbieders structureel beter moet. Dit rapport geeft aan welk marktgedrag de AFM kritisch beoordeelt en welke verandering zij voor ogen heeft.

#### Doel van deze publicatie

De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening en ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Vanuit deze missie wil de AFM een zorgvuldige behandeling van particuliere beleggers in niet-beursgenoteerd vastgoed en een goed ondernemingbestuur bij aanbieders van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen bevorderen. Hierin past de publicatie van dit rapport.

De observaties van de AFM zoals beschreven in dit rapport zijn gebaseerd op onderzoek en geven aanleiding voor de AFM om het aangescherpte toezicht op niet-beursgenoteerde vastgoed-

<sup>6</sup> De AFM krijgt nauwelijks signalen terzake van vastgoed beleggingen in het beursgenoteerde segment. De bescherming van beleggers wordt in dit segment bevorderd door de financiële verslaggeving, transparantie vanwege de beursnotering, corporate governance, liquiditeit en transparantie ten aanzien van de prijsvorming.

<sup>7</sup> Op een totaal van 30 vergunninghouders in het onderzochte segment.

<sup>8</sup> De vastgoedrisicoradar is een door de AFM ontwikkelde methodiek om risicogestuurd onderzoeksdossiers te selecteren. Zie nader paragraaf 3.1.

<sup>9</sup> Waar in dit rapport wordt gesproken over 'de markt' of 'dit segment' of 'de sector', dan is daarmee de niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen bedoeld die zich richten op de particuliere belegger tenzij uit de context anders blijkt.

beleggingen dat zich richt op de consument, te continueren. Met dit rapport wil de AFM aan de sector AFM transparant maken welke praktijken ze niet tolereert en waarop ze zal handhaven, voor zover dat binnen haar mogelijkheden ligt.

Daarnaast wil de AFM de consument die al belegt, of overweegt te gaan beleggen in niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingsproducten, alert maken op de soms verborgen risico's en weerbaar maken tegen misleidende of malafide beleggingsproposities.



## 2 De vastgoedbeleggingsmarkt

---

### 2.1 Ongunstige marktontwikkelingen

De Nederlandse vastgoedsector is sinds 2009 hard geraakt door de financiële en economische crisis. Dit geldt ook voor beleggingsvastgoed in het buitenland. In Nederland is het overschot aan verhuurbaar commercieel onroerende zaken in de afgelopen jaren sterk gestegen door een teruglopende vraag en toegenomen aanbod. Enkel sommige toplocaties lijken de dans te ontspringen. De leegstand bedraagt in de perifere winkel- en kantoorlocaties soms wel 30%. Huurders gaan failliet, trekken weg of kunnen flinke kortingen bedingen op de huurtarieven. De leegstand heeft gevolgen voor de kasstroom van de eigenaar en drukt de waarde van de betreffende panden. De bereidheid van banken om vastgoedtransacties te (her)financieren is door waardedalingen en door verscherpte kapitaaleisen bovendien aanzienlijk verminderd. Daarnaast zijn de rentes die de banken vragen voor een hypothecaire lening vaak gestegen. Het negatieve sentiment doet beleggers vaker uitwijken naar buitenlandse vastgoedmarkten met een vermeende groeipotentie.

De vastgoedmarkt is daarnaast een sector met verhoogde integriteits- en frauderisico's. Grote aan vastgoed gerelateerde fraudezaken in de afgelopen jaren hebben dit duidelijk gemaakt. Daarin was sprake van beleggingsfraude, witwassen, corruptie en onrechtmatige zelfverrijking<sup>10</sup>. Deze zaken hebben de reputatie van de vastgoedmarkt geen goed gedaan.

### 2.2 Niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen voor consumenten

#### 2.2.1 Toegenomen risico's

De bovenstaande ontwikkelingen hebben hun weerslag op de beleggingsmarkt voor vastgoed. Het aantal emissies en actieve aanbieders is sterk gedaald. Vastgoedfondsen krijgen te maken met liquiditeitsproblemen en gedwongen afwaarderingen. De negatieve marktontwikkelingen kunnen de integere bedrijfsuitoefening en de naleving van wet- en regelgeving onder druk zetten. Dit geldt ook voor de juiste waardering van de vastgoedbeleggingen in de financiële verslaggeving. De risico's voor beleggers nemen daardoor toe. De AFM constateert dat de genoemde problemen en risico's zich momenteel duidelijk manifesteren bij aanbieders van niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen voor de particuliere belegger. Een indicatie voor de financiële problemen bij veel aanbieders vormt het feit dat circa 60% van de vergunninghoudende beheerders van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen in het afgelopen jaar dividend- en/of rente-uitkeringen heeft verminderd, overgeslagen of opgeschort<sup>11</sup>.

De risico's voor beleggers liggen deels besloten in de aard van een vastgoedbelegging: het gaat om grote transacties met een beperkte risicospreiding en relatief illiquide bezittingen. De prijsvorming van de transacties zijn voor de belegger niet inzichtelijk, de waardering van de bezittingen evenmin. Juist in moeilijke tijden, wanneer fondsen te maken krijgen met afwaarderingen en gedwongen verkopen, openbaren deze risico's zich.

---

<sup>10</sup> Sommige deskundigen spreken van een 'cultuur van misbruik' in de vastgoedsector. Zie Bestuurlijke rapportage vastgoedfraudezaak 'Klimop', Verwey-Jonkerinstituut en Erasmus School of Law, juni 2011.

<sup>11</sup> Bron: AFM Self Assessment Beleggingsinstellingen 2011.

### 2.2.2 Kenmerken van de markt

Nederlandse niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen hebben circa € 16 miljard<sup>12</sup> in vastgoed belegd ten behoeve van particuliere beleggers. Dit vastgoed bevindt zich in Nederland en daarbuiten. Het genoemde bedrag is inclusief het door deze fondsen aangetrokken vreemd vermogen, de hypothecaire lening. De AFM ziet dat de hypotheek gemiddeld twee derde van het totale vermogen beslaat. Dit komt neer op circa € 10,5 miljard van de € 16 miljard. Het belegd vermogen dat afkomstig is van particuliere beleggers bedraagt circa € 5,5 miljard. De niet-beursgenoteerde beleggingen zijn grofweg in twee soorten te onderscheiden:

1. participaties, deelnemingsrechten of (certificaten van) aandelen in een vastgoedfonds met een variabel rendement;
2. een obligatie met een 'vaste' rente-uitkering gedurende een bepaalde looptijd.

Deze vastgoedobligaties en participaties zijn, vergeleken met beursgenoteerde vastgoedbeleggingen, beduidend minder liquide doordat 1) zij niet verhandelbaar zijn op een beurs en 2) er vaker sprake is van directe beleggingen in vastgoed die de aanbieder niet snel kan verkopen. De aanbieder is bovendien niet gebonden aan de eisen voor externe verslaggeving die gelden voor beursfondsen.

In 2007 waren circa 120 aanbieders actief op de niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingsmarkt<sup>13</sup>. Door de kredietcrisis is dat aantal tijdens de onderzoeksperiode afgenomen. Van de nu nog circa 100 overgebleven aanbieders, is naar schatting 50% actief met fondsenwerving<sup>14</sup>, meestal door de uitgifte van vastgoedobligaties. De overige 50% is momenteel 'slapend': zij beheren alleen in het verleden geplaatste fondsen. Zeker vijf aanbieders zijn in de periode waarin de AFM onderzoek heeft gedaan failliet gegaan. Enkele andere zijn overgenomen door branchegenoten.

### 2.2.3 Reikwijdte van het toezicht

De AFM constateert dat op circa 80% van de markt geen toezicht op grond van de Wft van toepassing is. Het totaal fondsvermogen in deze sector is circa € 16 miljard (inclusief hypothecaire financiering). Er zijn 30 vergunninghoudende beheerders in deze sector met een totaal fondsvermogen in deze sector van € 6,7 miljard (inclusief hypothecaire financiering). Van die € 6,7 miljard blijkt € 3,7 miljard buiten Wft-toezicht te vallen<sup>15</sup>. Slechts € 3,0 miljard valt derhalve onder Wft-toezicht van de AFM (= € 6,7 miljard minus € 3,7 miljard). De niet-vergunninghoudende aanbieders die gebruik maken van de vrijstellingsmogelijkheden in de Wft hebben € 9,3 miljard van consumenten aangetrokken. Circa 80%<sup>16</sup> van de totale € 16 miljard aan 'niet-beursgenoteerde vastgoed' staat derhalve buiten het Wft-toezicht.



<sup>12</sup> PropertyNL top-40-stand per ultimo 2010 aangevuld met cijfers uit eerdere jaargangen van PropertyNL Magazine van inzake niet-top-40 partijen

<sup>13</sup> PropertyNL top-40-stand per ultimo 2010 aangevuld met cijfers uit eerdere jaargangen van PropertyNL Magazine van inzake niet-top-40 partijen

<sup>14</sup> AFM-vastgoedrisicoradar

<sup>15</sup> AFM Self Assessment Beleggingsinstellingen 2011.

<sup>16</sup> Gemeten in totaal door de fondsen belegde vermogen in casu [€ 16mrd -/- € 3mrd] / € 16 mrd

### **Het toezicht op (niet-beursgenoteerde) vastgoedbeleggingen**

De AFM houdt op verschillende manieren toezicht op de beleggingsmarkt voor niet-beursgenoteerd vastgoed voor consumenten.

- De AFM ziet toe op de naleving van de gedragsregels van de Wft door beleggingsinstellingen met een vergunning. Deze gedragsregels hebben onder meer betrekking op de informatieverschaffing aan consumenten, de deskundigheid en betrouwbaarheid van bestuurders en op de beheerste en integere bedrijfsvoering van de onderneming.
- De AFM ziet toe op de naleving van de vergunningplicht voor (beheerders van) beleggingsinstellingen en de prospectusplicht voor effectenuitgevende instellingen. Voor het verkrijgen van een vergunning moet de beleggingsinstelling beschikken over een beheerste en integere bedrijfsvoering en over deskundige en betrouwbare bestuurders.
- (Vastgoed)beleggingen van € 100.000 of meer per eenheid en beleggingen met een emissiewaarde van minder dan € 2,5 miljoen<sup>17</sup>, zijn vrijgesteld van de vergunning- en prospectusplicht. De aanbieders en beheerders van deze beleggingen staan daarmee niet onder het gedragstoezicht van de AFM op grond van de Wft. Sinds 2008 heeft de AFM op basis van de Whc bij deze aanbiedingen een toezichthoudende rol die zich richt op het verstrekken van essentiële informatie aan de belegger bij en na de aanbieding. De Whc beoogt oneerlijke handelspraktijken tegen te gaan.

### **Zelfregulering**

In 2006 heeft de markt de Stichting Transparantie Vastgoedfondsen (STV) opgezet. Dit orgaan toetst prospectussen van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen voor consumenten, ook van Wft-vrijgestelde fondsen. Het toetsingskader is afgestemd met de AFM. De AFM heeft dit initiatief altijd ondersteund, mede omdat de STV ook bovenwettelijk toetst. De STV heeft op 21 mei 2012 aangegeven haar activiteiten te beëindigen. Hiermee komt een goed initiatief tot een einde, zonder dat vanuit de sector zelf een alternatief wordt geboden voor bijvoorbeeld prospectustoetsing wordt geboden. De AFM is van mening dat de zelfregulering daarmee een stap terug heeft gezet en betreurt het beëindigen van de activiteiten door de STV.

In 2011 heeft een aantal aanbieders van vastgoedbeleggingsproducten het initiatief genomen voor de oprichting van Forumvast Belangenvereniging Aanbieders Vastgoedbeleggingsproducten (Forumvast) als plaatsvervanger van de inmiddels opgeheven Vereniging Vastgoed Fondsen. Forumvast is een belangenbehartiger door en voor aanbieders van niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen voor de particuliere sector en niet zozeer gericht op zelfregulering.

<sup>17</sup> Sinds 1 juli 2011 geldt dat voor het van toepassing zijn van deze vrijstelling de totale tegenwaarde van de aanbiedingen van in een groep verbonden groepsmaatschappijen wordt opgeteld.

## 3 Het onderzoek door de AFM

---

### 3.1 Onderzoeken AFM

Dit rapport is gebaseerd op drie soorten AFM-onderzoeken in het segment van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen voor consumenten:

1. ondernemingsspecifieke onderzoeken (vanaf 2009, 46 deelwaarnemingen);
2. de AFM-vastgoedrisicoradar (2011, 85 deelwaarnemingen); en
3. het AFM Self Assessment Beleggingsinstellingen 2011 (2011, 30 waarnemingen).

#### 3.1.1 Scope van de onderzoeken

De onderzoeken van de AFM richtten zich overwegend op één of meer van de volgende aspecten:

1. de deugdelijkheid van het productaanbod;
2. de informatievoorziening aan beleggers, onder meer via het prospectus;
3. de naleving van het prospectus en het beleggingsbeleid, waaronder de besteding van de ingelegde gelden;
4. de integere en beheerste bedrijfsvoering;
5. de waardering van de vastgoedportefeuille;
6. de deskundigheid van bestuurders;
7. de betrouwbaarheid van bestuurders.

#### 3.1.2 Ondernemingsspecifieke onderzoeken

De AFM heeft van 2009 tot en met 2011 46 ondernemingsspecifieke onderzoeken verricht. Op grond van de Wft zijn 12 onderzoeken uitgevoerd bij vastgoedbeleggingsinstellingen met een vergunning van de AFM. Op grond van de Whc zijn 34 onderzoeken uitgevoerd naar vastgoedbeleggingen die zijn vrijgesteld van het Wft-toezicht.

Aan deze onderzoeken lagen meestal concrete signalen ten grondslag, bijvoorbeeld in de vorm van meldingen van consumenten en marktpartijen of berichten in de media. In een aantal gevallen maakte de onderzochte instelling zelf melding van (acute) problemen in de bedrijfsvoering. De onderzoeken hebben geleid tot handhavingsmaatregelen, waarvan een overzicht is opgenomen in bijlage 1.

De AFM heeft relevante documenten ingezien, waarvan zij inzage of verstrekking heeft gevraagd of gevorderd. Verder heeft de AFM onder andere gesproken met bestuurders en medewerkers van aanbieders en fondsbeheerders, externe accountants, vastgoedfinanciers, brancheorganisaties en met consumenten. De AFM heeft niet bij alle controles haar onderzoek met dezelfde diepgang en reikwijdte uitgevoerd. Dit hing af van het risicoprofiel van de aanbieder en de beleggingspropositie, en van de aard en ernst van de (signalen) van overtredingen.

#### 3.1.3 AFM-vastgoedrisicoradar

De AFM heeft in de meeste onderzoeken reactief opgetreden naar aanleiding van ontvangen signalen. Om een meer proactieve, risicogestuurde selectie van controledossiers mogelijk te maken heeft de AFM in 2011 een vastgoedrisicoradar ontwikkeld. Ruim 100 niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen zijn in de radar gescreend met behulp van risico-indicatoren.

Deze indicatoren hebben betrekking op onder meer:

- de structuur en governance van de aanbieder;
- het soort vastgoed waarin wordt geïnvesteerd;
- de informatievoorziening aan de belegger/de mate van transparantie;
- het beloofde rendement; en
- bij de AFM bekende antecedenten van de aanbieder of bestuurder(s).

Met de risicoradar zijn circa 85 aanbieders met 100 aanbiedingen gescreend, waarbij circa 25 aanbieders als risicovol werden aangemerkt. Bij de totstandkoming van de AFM-vastgoedrisicoradar heeft de AFM nauw samengewerkt met het vastgoedkenniscentrum van de Belastingdienst.

#### 3.1.4 AFM Self Assessment Beleggingsinstellingen 2011

De AFM heeft in 2011 door middel van een vragenlijst (self-assessment) diverse gegevens verzameld over de bedrijfsvoering van 108 beleggingsinstellingen en beleggingsmaatschappijen met een vergunning van de AFM. Uit de ontvangen informatie blijkt onder meer dat 37 vergunninghouders beleggingsinstellingen beheren waarbij direct in vastgoed wordt belegd. Zeven van deze beleggingsinstellingen hebben een beursnotering, 30 niet. Het self-assessment verschaft de AFM een marktbreed inzicht in de ontwikkelingen en risico's bij de niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingsinstellingen voor consumenten die onder haar toezicht staan.

#### **Andere inspanningen: weerbaar maken van beleggers**

Om (particuliere) beleggers meer weerbaar te maken tegen zeer risicovolle en mogelijk frauduleuze vastgoedbeleggingen heeft de AFM in november 2011 een checklist voor beleggers gepubliceerd. Deze checklist maakt beleggers attent op de (verborgen) risico's van vastgoedbeleggingen en biedt een handreiking om zelf onderzoek te verrichten naar een beleggingsvoorstel en de aanbieder.

### **3.2 Samenwerking FEC en Regiegroep aanpak misbruik vastgoed**

In sommige onderzoeken van de AFM was sprake van fiscale of strafrechtelijke aspecten. Ook zijn in sommige dossiers mogelijke overtredingen geconstateerd van financiële toezichtregels, waarop De Nederlandsche Bank (DNB) toezicht houdt. De AFM heeft in de uitvoering van de onderzoeken waar mogelijk en noodzakelijk samengewerkt met de partners in het Financieel Expertise Centrum (FEC)<sup>18</sup>, in het bijzonder de Belastingdienst, de Fiscale Inlichtingen- en Opsporingsdienst FIOD en DNB.

Het verscherpte toezicht van de AFM past in de geïntegreerde aanpak van de overheid om misbruik in de vastgoedsector tegen te gaan. De overheid heeft daartoe in 2009 de Nationale regiegroep aanpak misbruik vastgoed ingesteld. De regiegroep bevordert en coördineert een samenhangende aanpak van vastgoedgerelateerde fraude door verschillende overheidsdiensten. Ze overlegt daarnaast met vertegenwoordigers van de vastgoedmarkt ter versterking van het integriteitsniveau. De AFM participeert in deze regiegroep en heeft de onderzoeksbevindingen zoals opgenomen in dit rapport gedeeld met relevante partners.

<sup>18</sup> Het Financieel Expertise Centrum (FEC) is een samenwerkingsverband tussen autoriteiten met een toezicht-, controle-, vervolgings- of opsporingstaak in de financiële sector en is opgericht om de integriteit van deze sector te versterken ([www.fec-partners.nl](http://www.fec-partners.nl))

## 4 Bevindingen

---

### 4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zijn de bevindingen en observaties verwerkt uit a) de 46 risicogestuurde onderzoeken en handhavingstrajecten in de periode 2009-2011, b) de AFM-vastgoedrisicoradar (deelwaarneming = 85) en c) het AFM Self Assessment Beleggingsinstellingen 2011 wat betreft de vastgoedvergunninghouders (waarneming = 30). Op thematische wijze worden belangrijke tekortkomingen en overtredingen van toezichtwetgeving geanalyseerd en beschreven. De bevindingen worden geïllustreerd met korte, geanonimiseerde casusbeschrijvingen.

Het gaat in dit hoofdstuk om het gedrag van aanbieders, dat zeer nadelig kan uitpakken voor particuliere beleggers. Schadelijk gedrag varieert van het structureren en aanbieden van een ondeugdelijk beleggingsproduct tot het verstrekken van onjuiste, onvolledige of misleidende informatie aan de consument en zelfs niet integer gedrag. Als dit bovendien gepaard gaat met onvoldoende beheerste bedrijfsprocessen en/of ondoorzichtige bestuur- en ondernemingsstructuren, dan komen de belangen van beleggers ernstig in gevaar.

De volgende thema's komen aan de orde:

1. deugdelijkheid van het product;
2. kwaliteit van de informatievoorziening;
3. naleving van het beleggingsbeleid en het prospectus;
4. kwaliteit van de bedrijfsvoering;
5. waardering van de vastgoedportefeuille;
6. deskundigheid van bestuurders;
7. integriteit van bestuurders.

### 4.2 Deugdelijkheid van het product

De consument moet erop moeten kunnen vertrouwen dat een financieel product deugdelijk is. Een deugdelijk product betekent dat:

- a. het een duidelijke en directe relatie heeft tot het vastgoed waarin het geld van beleggers wordt geïnvesteerd;
- b. het nuttig is dooreen passend rendement in verhouding tot de risico's te bieden;
- c. het veilig is, doordat de consument geen onnodige of onzichtbare risico's loopt waarvoor hij geen hoger rendement ontvangt;
- d. het begrijpelijk is, omdat de gemiddelde consument begrijpt waar het fonds in belegt; en
- e. het wordt gestructureerd en aangeboden in overeenstemming met wet- en regelgeving (met betrekking tot vergunning- of prospectusplicht, vrijstellingsvoorwaarden, structuur<sup>19</sup> en verhandelbaarheid).

De AFM twijfelt aan de kwaliteit en deugdelijkheid van veel vastgoedbeleggingsproducten die veelal buiten het Wft-toezicht om worden aangeboden op de niet-beursgenoteerde markt. Veel producten

---

<sup>19</sup> Open-end of closed-end.

hebben een onevenwichtige verhouding tussen risico en rendement en bieden een zwakke bescherming van de positie van de belegger.

#### 4.2.1 Geen relatie tussen beleggingsproduct en investering

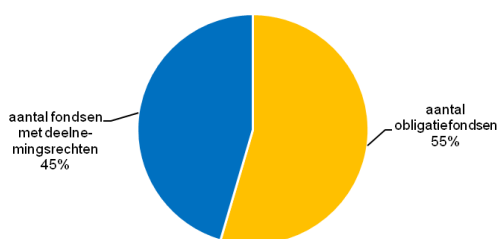
Aanbieders werven beleggers vaak met reclame-uitingen die een duidelijke relatie tussen het beleggingsproduct en een vastgoedinvestering veronderstellen, bijvoorbeeld met de slogan: 'investeren in solide vastgoed met een stabiele cashflow'. Ook in de benaming van de fondsen komt dit vaak tot uitdrukking. Van bijvoorbeeld een 'residential fund' mag men verwachten dat het fonds investeert in woningportefeuilles voor verhuur of verkoop. De AFM constateert echter dat niet altijd sprake is van een duidelijke en directe relatie tussen (de naam van) het beleggingsproduct en het vastgoed. Zo heeft de AFM vooral bij vastgoedobligaties vastgesteld dat het beleggingsproduct onderdeel was van een financieringsconstructie, waarbij gelden veelal indirect door tussenkomst van verschillende vennootschappen in vastgoed worden geïnvesteerd. De AFM vindt dat de vlag de lading moet dekken.

#### 4.2.2 Vastgoedobligaties met een onevenwichtige risico/rendementsverhouding

Het risicoprofiel van de vastgoedbelegging is afhankelijk van het soort product of financieel instrument en van de aard van de investering. Hoe hoger het risico, hoe hoger het rendement zou moeten zijn. De AFM vindt het belangrijk dat vastgoedproducten een evenwichtige verhouding tussen het rendement en het risico kennen. Bij vastgoedobligaties is die balans vaak zoek.

Ruim de helft van alle beoordeelde vastgoedaanbiedingen in de AFM-vastgoedrisicoradar betreft obligaties (gemeten in aantal emissies 2010/2011). Obligaties als zodanig kunnen voor een belegger aantrekkelijk zijn, omdat zij in de regel een vast rendement én een terugbetaling van de hoofdsom bieden. Voor de vastgoedonderneming kunnen obligaties ook aantrekkelijk zijn, onder meer omdat geen AFM-vergunning nodig is. Wel is een door de AFM goedgekeurd prospectus vereist, tenzij de aanbieder gebruik maakt van één van de vrijstellingsgronden in de Wft. Volgens de AFM-vastgoedrisicoradar maakt ruim 50% van de obligatieaanbiedingen gebruik van de vrijstelling van de prospectusplicht in de Wft<sup>20</sup>. De AFM houdt daar geen Wft-toezicht op. De belegger loopt hierdoor meer risico.

Aandeel vastgoedobligaties '10-'11 (in aantal aanbiedingen)



Omdat obligatiehouders niet participeren in het eigen of risicodragend vermogen van de vastgoedonderneming, wordt aan obligaties vaak een lager beleggingsrisico toegekend. De veronderstelde zekerheid van vastgoedobligaties ten opzichte van participaties of deelnemingsrechten kan een onjuiste perceptie zijn.

<sup>20</sup> Indien de totale uitgifte kleiner is dan € 2,5 miljoen of als de coupure € 100.000 of meer is, dan is er geen prospectusplicht vanuit de Wft. Deze laatste grens is per 1 januari 2012 verhoogd van € 50.000 naar € 100.000.

De AFM ziet constructies waarbij de aanbieder/ondernemer het minimale bedrag aan eigen vermogen inlegt, bijvoorbeeld € 18.000 in een B.V. Het obligatievermogen is vaak vele malen groter dan het eigen vermogen, dat daardoor geen financiële buffer vormt voor de obligatiehouders. De AFM is een fonds tegengekomen waarbij consumenten 99,5% obligatievermogen in brachten en de aanbieder slechts 0,5% eigen vermogen. De obligatiehouder verstrekt in een dergelijk geval feitelijk tóch risicodragend kapitaal: de kans dat hij zijn nominale inleg later krijgt afgelost, is daarmee veel kleiner. De aanbieder loopt een gering risico en de particuliere belegger loopt in feite het ondernemersrisico, maar heeft geen recht op het daarbij horende rendement omdat hij geen aanspraak kan maken op (volledige) winstdeling, zoals een aandeelhouder. Bovendien wordt de vastgoedportefeuille vaak grotendeels gefinancierd door een bank die het eerste recht van hypotheek op de gehele portefeuille heeft. Een eventueel tweede recht van hypotheek voor de obligatiehouder heeft dan weinig betekenis.

Een vastgoedobligatie waarbij feitelijk ondernemersrisico wordt gelopen dat hoort bij het eigen vermogen is wat betreft de verhouding tussen rendement en risico volledig uit balans. Een dergelijk product grenst naar het oordeel van de AFM aan misleiding en is niet nuttig en evenmin veilig voor beleggers en derhalve ongewenst.

#### **Casus: Vaste rente onder alle omstandigheden?**

De AFM treft bij vastgoedobligaties nogal eens de term 'vaste rente' aan. Ook het begrip 'obligatie' suggereert een vaste rente en –aflossing. De vraag is hoe vast 'vast' is, gegeven de gestelde zekerheden. Een partij biedt een vastgoedobligatie aan, waarbij het eigen vermogen in het fonds slechts 0,5% bedraagt. Hoewel de obligatielening achtergesteld is op de eerste hypotheek van een Nederlandse bank en er nagenoeg geen eigen vermogen aanwezig is, biedt deze partij een 'vaste rente' aan. De AFM vindt dit misleidend omdat de gestelde zekerheden die de uitkering een vast karakter zouden moeten geven in materiële termen niet bestaan. Door de achterstelling van de obligatie en door het gebrek aan eigen vermogen werkt de minste of geringste tegenvaller in de kasstroom direct en ten volle door in de rente en aflossing, zodat die bepaald niet 'vast' blijken te zijn.

#### **4.2.3 Vastgoedobligaties en projectontwikkeling**

De AFM besteedt extra aandacht aan vastgoedobligaties ten behoeve van projectontwikkeling. Dit geldt in beperkte mate ook voor beleggingen in het buitenland. Volgens de AFM-vastgoedrisicoradar belegt ruim 40% van de obligatiefondsen in projectontwikkeling. Dit levert een verhoogd beleggingsrisico op. Tijdens de bouw van bijvoorbeeld kantoren, winkels of recreatiewoningen komen er normaal gesproken geen huur- of verkoopopbrengsten binnen. Zeker bij beleggingen in projectontwikkeling, waarbij beleggers tijdens de bouwfase al rendement ontvangen, is de AFM alert. Het kan in dat geval niet anders zijn dan dat de inleg van beleggers wordt uitgekeerd en er sprake is van herfinancieringsrisico's.

#### **Casus: vastgoedobligatie in het eigen vermogen van een projectontwikkelaar?**

In een casus constateert de AFM dat een aanbieder vastgoedobligaties uitgeeft. Dat geld blijkt grotendeels te worden geïnvesteerd in aandelen van een andere partij, een projectontwikkelaar in een exotisch land. Eigenlijk belegt de obligatiehouder niet in vastgoed, zoals gesuggereerd in het prospectus, maar wordt hij geldverstrekker voor de buitenlandse projectontwikkelaar. Onbekend is wat deze projectontwikkelaar nog meer aan activiteiten ontplooit en wat de lokale Kamer van Koophandel registreert. Daardoor zijn het investeringsproduct en de risico's volledig onduidelijk.



#### **Casus: waar wordt nu in belegd?**

In het prospectus van een fondsbeheerder staat niet concreet op welke wijze de obligatiegelden worden besteed. De particuliere belegger denkt in vastgoed te beleggen, maar verschaft slechts 'werkkapitaal'. Hierdoor kan hij moeilijk controleren of en waarin zijn gelden zijn geïnvesteerd. De investeringen in buitenlandse vastgoedprojecten staan vermeld in jaarrekeningen van de verschillende groepsmaatschappijen, die bij de Kamer van Koophandel zijn gedeponeerd. Op deze jaarrekeningen is echter geen wettelijke accountantscontrole van toepassing<sup>21</sup>.

#### **4.2.4 Niet voldoen aan vergunning- of prospectusplicht en vrijstellingsvoorwaarden**

De structurering en aanbieder van een vastgoedbeleggingsproduct moet in overeenstemming zijn met wet- en regelgeving. Dit houdt in dat een marktpartij geen vastgoedbeleggingen aan consumenten mag aanbieden zonder vergunning en/of goedgekeurd prospectus, tenzij de aanbieder aan nauw omschreven vrijstellingsvoorwaarden voldoet. In dat geval moet de aanbieder wel een zogenoemde 'vrijstellingsvermelding' hanteren, waaruit blijkt dat de belegging en/of de aanbieder niet onder toezicht staan. AFM en DNB zien streng toe op de naleving van regels voor het aantrekken van geld van beleggers. Bij zogenoemde illegale financiële activiteiten treden de toezichthouders handhavend op. Van 2009 tot en met 2011 heeft de AFM enkele onderzoeken verricht naar aanbieders die vastgoedobligaties hebben aangeboden zonder goedgekeurd prospectus, of zonder vrijstellingsvermelding. Die onderzoeken hebben onder meer geleid tot een boete en een aangifte bij het Openbaar Ministerie.

#### **Gewijzigde vrijstellingsregels**

De Vrijstellingsregeling Wft is per 1 juli 2011 aangepast. Als het gaat om de emissie van effecten met een totale tegenwaarde van minder dan € 2,5 miljoen is de vrijstelling ingeperkt tot effecten die tot dezelfde categorie behoren. Een 'obligatie' is een voorbeeld van een categorie. Het is dan niet meer mogelijk om binnen één obligatie-emissie, verschillende soorten van obligaties te onderscheiden waarmee de vrijstellingsgrens binnen één categorie zou kunnen worden "gestapeld", wat voorheen wel mogelijk was.

Op 1 januari 2012 is de vrijstellingsgrens voor de vergunningplicht voor aanbieders van beleggingsproducten en de prospectusplicht voor aanbiedingen van effecten verhoogd van € 50.000 naar € 100.000. Dit betekent dat vastgoedfondsen die na deze datum participaties aanbieden met een nominale waarde per participatie tot € 100.000 een vergunning moeten hebben op grond van de Wft. Voor partijen die dergelijke participaties na 1 januari 2012 niet langer aanbieden, maar wel blijven beheren, geldt een overgangstermijn tot de inwerkingtreding van de AIFM-richtlijn op 22 juli 2013. Aanbieders van verhandelbare effecten met een nominale waarde per effect tot € 100.000 moeten bovendien een door de AFM goedgekeurd prospectus verkrijgbaar stellen.

#### **4.2.5 Overtreding bankverbod**

DNB heeft in de top 25 aanbieders uit de AFM-vastgoedrisicoradar zes aanbieders geïdentificeerd, die mogelijk het bankverbod hebben overtreden. De AFM heeft daarop relevante informatie overgedragen aan DNB. Het onderzoek door DNB leidde in acht gevallen tot het vermoeden van overtreding van het bankverbod. DNB heeft hiervoor formele herstelmaatregelen getroffen en gaat mogelijk enkele boetes opleggen.

---

<sup>21</sup> De controle van de jaarrekening die voortvloeit uit artikel 393 Burgerlijk Wetboek Boek 2.

DNB en AFM hebben in deze dossiers vastgesteld dat vastgoedfondsen door middel van obligaties opvorderbare gelden aantrekken. De fondsen verstrekken dit geld vervolgens als lening aan andere, soms buitenlandse vennootschappen. Deze vennootschappen verrichten de feitelijke vastgoedinvesteringen. De toezichthouders zien dat die vennootschappen niet altijd behoren tot hetzelfde concern als de aanbieder van de obligaties. Dit zorgt voor de obligatiehouder voor een verhoogd kredietrisico. Ook brengt een dergelijke structuur voor de aanbieder een groot risico met zich mee dat niet aan wet- en regelgeving wordt voldaan (het compliancerisico).

#### Het bankverbod

Een instelling die (opvorderbare) gelden aantrekt en deze vervolgens uitleent aan andere vennootschappen, oefent mogelijk het bedrijf van bank uit. Daarvoor is een vergunning van DNB noodzakelijk, tenzij de instelling voldoet aan bepaalde uitzonderingsvoorwaarden. Belangrijke voorwaarden zijn kortgezegd dat het geld niet buiten het concern mag worden uitgezet en dat de moedermaatschappij garant staat voor de verplichtingen die de dochter door het aantrekken van geld is aangegaan. DNB ziet streng toe op de naleving van de vergunningplicht. Overtreding van dit bankverbod wordt als ernstig beschouwd. Het is schadelijk voor consumenten, omdat zij door het ontbreken van garanties/zekerheden veel risico lopen.

#### Casus Illegaal bankieren?

Een fonds-aanbieder heeft in het prospectus aangegeven dat haar moedermaatschappij een positief eigen vermogen zal hebben. De moedermaatschappij heeft zich onherroepelijk garant gesteld voor alle verplichtingen die ontstaan door de uitgifte van de obligatieleningen. De AFM heeft niet kunnen vaststellen dat deze moedermaatschappij een positief eigen vermogen heeft om garant te kunnen staan voor het fonds. De AFM heeft deze zaak overgedragen aan DNB, die mogelijk een boete oplegt.

#### 4.2.6 Open-end fondsen met beperkingen

De AFM maakt onderscheid tussen open-end en closed-end beleggingsinstellingen<sup>22</sup>. De eerste categorie heeft zich verplicht periodiek deelnemingsrechten in te kopen en uit te geven. De tweede categorie heeft zich daartoe niet verplicht. Een particuliere belegger die zijn belegging wil verkopen, kan bij een open-end fonds zijn deelnemingsrecht aanbieden aan het fonds. Het fonds moet die rechten dan inkopen. Zo kunnen consumenten van hun vastgoedbelegging afscheid nemen, ook al is die niet-beursgenoteerd. Het open-end fonds moet uiteraard over voldoende liquiditeit beschikken om aan zijn inkoopverplichtingen te voldoen. De Wft stelt als eis dat de beleggingsinstelling hiervoor minimaal 10% van het fondsvermogen (of eigen vermogen) liquide moet aanhouden. Bij vastgoedfondsen die rechtstreeks in vastgoed beleggen bestaat het risico dat in stress-situaties de aanwezige liquiditeit ontoereikend is<sup>23</sup>. Daardoor moet het onderliggende vastgoed direct worden verkocht tegen veelal een lage verkoopopbrengst.

De AFM heeft bij zes fondsen van verschillende vergunninghouders geconstateerd dat de fondsen wat betreft structuur of in de praktijk niet open-end zijn, terwijl ze wel zo werden aangeboden. Bij vijf fondsen werd de inkoop wegens gebrek aan liquiditeit opgeschort. In alle gevallen was er sprake van

<sup>22</sup> Bij een obligatie, is er geen sprake van een beleggingsinstelling. In dat geval is het punt van open-end of closed-end niet van toepassing.

<sup>23</sup> Dit geldt ook voor andere alternatieve beleggingen in niet snel liquide te maken assets.

beperkende voorwaarden rond de inkoop van deelnemingsrechten die ontoelaatbaar zijn voor open-end fondsen.

#### **Casus: Onvoorwaardelijke inkoopverplichting van deelnemingsrechten?**

Een vastgoedfonds staat als open-end in het AFM register ingeschreven, maar kent een aantal voorwaarden dat de inkoop kan beperken. Zo is de inkoop gemaximeerd tot 10% van het totaal aantal uitstaande certificaten. De inkoop kan worden opgeschort als de status van het fonds als Fiscale Beleggingsinstelling (FBI) in gevaar komt. Dit kan al gebeuren bij de inkoop van het eerste certificaat. De FBI-eis is dat het vreemd vermogen maximaal 60% van het totaalvermogen bedraagt. Door de inkoop daalt de liquiditeit en het eigen vermogen. Daarmee stijgt het percentage vreemd vermogen<sup>24</sup> waardoor de FBI-status in het geding is. Deze bepaling maakt de inkoop daarom praktisch onmogelijk.

### **4.3 Kwaliteit van de informatievoorziening**

#### *4.3.1 Belang van adequate informatievoorziening*

Een particuliere belegger die deelneemt of overweegt deel te nemen in een niet-beursgenoteerde vastgoedbelegging moet zich vooraf én tijdens de looptijd van de belegging een goed oordeel kunnen vormen over de aard, de kosten en de risico's van de belegging. De aanbieder moet daarvoor adequate informatie verstrekken. Informatie moet correct, duidelijk en niet misleidend zijn. Vanzelfsprekend moet informatie ook relevant zijn voor de belegger en tijdig worden verstrekt. Bij een vrijgestelde aanbieding moet de aanbieder de belegger alle essentiële informatie verstrekken die hij nodig heeft voor een weloverwogen beslissing. Deze informatie mag de belegger geen verkeerd beeld geven.

De AFM heeft in haar onderzoeken bij verschillende aanbieders de kwaliteit van een aantal onderdelen van de informatievoorziening beoordeeld. Dit betreft:

- het prospectus (of informatiebrochure);
- de jaarrekening;
- de website; en
- de risico-indicator.

Bij 8 aanbieders met een vergunning heeft de AFM de volgende overtredingen vastgesteld:

- 6 overtredingen op het gebied van het prospectus;
- 5 overtredingen op het gebied van de jaarrekening;
- 5 overtredingen op het gebied van de website in het algemeen; en
- 4 overtredingen op het gebied van de risico-indicator.

De overtredingen hebben vooral te maken met het niet goed uitleggen of achterwege laten van de risico's, het niet publiceren van jaarrekeningen en met niet-volledige prospectussen, jaarrekeningen en websites. De AFM heeft in deze dossiers gehandhaafd via normoverdracht of een formele aanwijzing. Ook heeft de AFM een training voor het schrijven van een prospectus georganiseerd, waarin extra aandacht werd besteed aan de inhoud van de risicoparagraaf.

Voor aanbieders die zijn vrijgesteld van Wft-toezicht gelden geen specifieke regels voor het prospectus, de jaarrekening of website. Toch ziet de AFM ook daar tekortkomingen in de

---

<sup>24</sup> Er van uitgaande dat tegenover de inkoop van dit certificaat geen koper staat.

informatievoorziening, namelijk dat beleggers niet beschikken over bepaalde informatie die essentieel is voor een afgewogen beslissing. Het gaat daarbij om onder meer de volgende essentiële informatie:

- de (huidige) financiële positie van de onderneming, blijkend uit de jaarrekeningen;
- de besteding van de ingelegde gelden (zoals eigendom van onroerende zaken);
- de financiële verhouding tussen de onderneming en haar bestuurders;
- de financiële verhouding tussen de onderneming en gelieerde entiteiten (zoals verstrekte leningen);
- de afwezigheid van toegezegde zekerheden (zoals hypotheek) en garanties; en
- gebeurtenissen tijdens de looptijd van de obligatie, met een grote invloed op het risico of rendement. Bijvoorbeeld een belangrijke huurder die opzegt, leegstand of een herfinanciering.
- Veelal is er dan sprake van een feitelijke situatie die niet voldoet aan de aanbieding zoals beschreven in het prospectus.

#### 4.3.2 *Het prospectus*

Het prospectus is de belangrijkste informatiebron waarop de belegger zijn besluit om deel te nemen kan baseren. Het is dus van belang dat het prospectus de particuliere belegger informeert over alle essentiële aspecten van een belegging. Daarbij maakt het niet uit of de aanbieder onder toezicht staat van de AFM. Dit betekent dat ook bij een vrijgestelde aanbieding het prospectus essentiële informatie moet bevatten. Het prospectus dient in ieder geval informatie te verstrekken over de risico's en de besteding van het geld. De voorbeelden hieronder zijn ontleend aan concept-prospectussen die ter goedkeuring aan de AFM werden aangeboden en gepubliceerde prospectussen die buiten het AFM-prospectustoezicht vallen.

##### Risicoparaagraaf

De AFM plaatst kanttekeningen bij de risicoparaagraaf. Vrijwel alle aanbieders beschrijven de risico's in algemene termen, in de trant van *'het kan wel eens gebeuren dat ...'* en zelden in de trant van *'u loopt een gerede kans de eerste jaren geen of minder rendement te halen omdat ...'*

Soms worden risico's uitgelegd als kansen. Leegstand heet dan bijvoorbeeld *'huurpotentieel'*. Het komt ook voor dat de risicoparaagraaf in achtereenvolgende prospectussen van dezelfde aanbieder identiek zijn, terwijl er sprake is van andere objecten, andere huurders en andere locaties. Daar komt bij dat de risico's in het prospectus doorgaans vaag en abstract worden verwoord. Het vastgoedrisico wordt bijvoorbeeld als volgt beschreven: *'Het risico van niet verhaalbare en onzichtbare gebreken zijn altijd voor rekening van het Fonds'*. Onduidelijk is in dit geval wat dat risico nu in feite is, wat de gevolgen kunnen zijn voor de particuliere belegger en hoe materieel dat risico precies is, gegeven het feit dat het aangekochte vastgoed volgens het prospectus daadwerkelijk kampt met achterstallig onderhoud. Onder het kopje algemeen risico staat: *'In het meest negatieve geval zou niet meer aan de verplichtingen kunnen worden voldaan. In dat hypothetische geval is het maximale verlies ...'*. In deze casus is dus geen sprake van een *"hypothetisch geval"*.

##### Bestemming van het geld

Naast een inadequate beschrijving van de risicoparaagraaf stelde de AFM in enkele gevallen vast dat uit het prospectus niet duidelijk blijkt, waarin nu daadwerkelijk wordt belegd. Vooral bij vastgoedobligaties is dit lang niet altijd transparant. In een geval blijkt het geld van obligatiehouders te worden benut voor versterking van het werkkapitaal van de investeerder. Uit het prospectus blijkt niet of het geld daadwerkelijk wordt belegd in de vastgoedportefeuille van de aanbieder. In een ander geval werd met geld van obligatiehouders een aandelenbelang in een buitenlandse projectontwikkelingsmaatschappij verworven. Ook ziet de AFM veel ingewikkelde constructies waarbij

geld wordt doorgeleend aan (buitenlandse) vennootschappen die de feitelijke vastgoedinvestering verrichten. Deze constructies worden dan onvolledig of onduidelijk beschreven. De AFM constateert verder dat in het prospectus in sommige gevallen niet duidelijk is omschreven waar het juridisch en het economisch eigendom van het onderliggende vastgoed liggen.

#### Casus: Aanwending middelen

Een aanbieder biedt vastgoedobligaties aan die zijn vrijgesteld van het Wft-toezicht. Het rendement bedraagt 15% per jaar. Dit wordt zeker gesteld door de huurinkomsten uit de vastgoedportefeuille en door een liquiditeitsreserve uit de opbrengst van de obligatie. Uit de brochure blijkt echter niet op welke wijze de aanbieder de inleg gaat investeren. De beheerder heeft dit ook nooit aan de obligatiehouders aangegeven. Uit onderzoek van de AFM blijkt dat een deel van de inleg van obligatiehouders is gestort op de privérekening van de bestuurder. Op enig moment ontstaan er achterstanden in rente- en aflossingsbetalingen. De AFM heeft de aanbieder door middel van een (voorgenomen) last onder dwangsom ertoe bewogen openheid van zaken te geven. Opvallend is dat enkele obligatiehouders die de AFM heeft benaderd, zich niet hebben afgevraagd hoe hun inleg zou worden geïnvesteerd. Ook bleek dat zij, al hoewel zij al enige tijd wachtten op rentebetalingen en aflossing van de obligatie, geen actie richting de aanbieder hadden ondernomen.

#### 4.3.3 De jaarrekening

Door de gevolgen van de kredietcrisis op de vastgoed(beleggings)markt, hebben zowel aanbieders als fondsen het financieel moeilijker gekregen. Daarom is het voor beleggers en andere stakeholders van groot belang dat de jaarrekeningen en –cijfers tijdig binnen de wettelijke termijn gepubliceerd worden en bij de Kamer van Koophandel worden gedeponneerd. De AFM constateert dat vastgoedfondsen en hun aanbieders hierin nogal eens nalatig zijn.

Beheerders zonder AFM-vergunning hoeven geen jaarrekening op de website te publiceren. Wel hebben zij een deponeringsplicht bij de Kamer van Koophandel (mits het een Nederlandse onderneming betreft). Circa 75 % van alle aanbieders in de AFM-vastgoedrisicoradar, inclusief vergunninghouders, hebben geen recente jaarrekening bij de KvK gedeponneerd. Echter, slechts één op de drie van de beoordeelde aanbieders heeft een recente jaarrekening op zijn website geplaatst. Dit is verplicht voor beheerders met een AFM-vergunning.



De AFM heeft geconstateerd dat vijf vergunninghouders de recente jaarrekeningen van de beheerder en/of de beleggingsinstelling niet op de website openbaar maakten. De AFM heeft hiervoor aanwijzingen gegeven en normoverdragend opgetreden, mede afhankelijk van de ernst en de duur van de situatie. Opvallend is dat de controlerende accountants kennelijk hebben toegestaan dat de jaarrekeningen niet binnen de wettelijke termijnen uit de Wft openbaar worden gemaakt. Uit het AFM-onderzoek bleek ook dat de wél gepubliceerde jaarrekeningen niet altijd volledig waren. Zo ontbrak in een dossier het kostenoverzicht en een meerjarenoverzicht van de ontwikkeling van de intrinsieke waarde.

#### **Casus: jaarrekening niet publiceren terwijl de partij garant staat?**

Een niet-vergunninghoudende aanbieder zegt garant te staan voor een vastgoedbelegging. Deze partij beweert in het prospectus over een positief eigen vermogen te beschikken. Zij openbaart echter geen financiële gegevens, niet op haar website en niet bij de Kamer van koophandel. Desgevraagd levert deze partij ook niet de gegevens aan de AFM. De AFM heeft een last onder dwangsom opgelegd op grond van de Whc.

#### **Casus: halfjaarcijfers vermelden nog niets over verwachte leegstand**

Een fondsbeheerder geeft desgevraagd aan de AFM aan op dit moment nagenoeg geen leegstand te hebben, maar voorziet dat wel binnen een termijn van twee jaar. In de halfjaarrekening van de fondsen zoals opgesteld door de directie, wordt niets concreets vermeld over de voorzienbare leegstand van naar eigen schatting 42% binnen een termijn van 2 jaar. In het verslag staat wel dat door de commerciële gevoeligheid van informatie over individuele huurcontracten individuele informatie hierover niet in het verslag wordt opgenomen. Er zal wel generiek gerapporteerd worden over relevante zaken zoals bezettingsgraden en de gemiddelde looptijd van huurcontracten. Er wordt vermeld dat voor het komende jaar een beperkte daling van de huurinkomsten wordt verwacht.

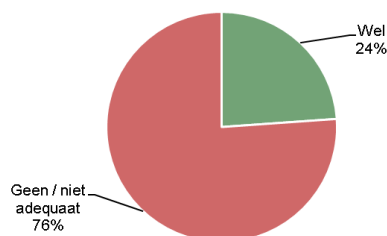
#### **4.3.4 De website**

De website behoort een evenwichtig beeld te geven van een vastgoedbelegging. Dat betekent onder meer dat de website ook de risico's vermeldt. Voor fondsen die onder AFM-toezicht staan, is een risico-indicator verplicht: deze geeft het risico van de belegging visueel weer. Het plaatsen van een risico-indicator of van de disclaimer dat 'rendementen uit het verleden geen garantie bieden voor de toekomst', is weliswaar informatief voor de consument, maar ontoereikend. Het is van belang dat de concrete en materiële risico's van de vastgoedbelegging worden benoemd.

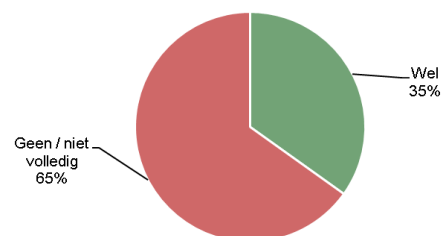
#### **Weinig informatie over risico's**

Ruim 75% van alle partijen op de AFM-vastgoedrisicoradar geeft op de website geen toelichting op de concrete en materiële risico's van de vastgoedbelegging(en) die zij aanbieden. Daardoor presenteren zij geen evenwichtig beeld van de vastgoedpropositie. Circa 65% van de partijen vermeldt daarnaast geen trackrecord van rendementen op de website. In een onderzoek naar de risico-indicator bij 12 vastgoedbeleggingen, bleek verder dat vier partijen geen risico-indicator in hun reclame-uitingen hadden opgenomen.

Wel/geen vermelding concrete risico's op de website



Wel/geen vermelding track record op de website



#### **Vergunning als marketinginstrument**

Uit het self-assessment is gebleken dat vergunninghouders over het algemeen meer fondsen in beheer hebben waarop geen Wft- toezicht van toepassing is, dan fondsen waarbij dat wel het geval

is. Bij twee vergunninghouders stelde de AFM vast dat deze in het geheel geen fondsen onder Wft-toezicht beheerden. De AFM heeft de vergunning van deze aanbieders ingetrokken vanwege het volledig ontbreken van onder toezichtstaande activiteiten. De AFM vindt deze praktijk onwenselijk. Ze wil tegengaan dat instellingen een AFM-vergunning gebruiken als 'keurmerk' en daarmee als marketinginstrument (bijvoorbeeld in brochures of op de website) bij het aanbieden beleggingen die niet onder toezicht staan. Dit kan de onjuiste indruk wekken dat de beleggingen onder toezicht staan, en daarmee veilig zijn. Deze onjuiste indruk zou moeten worden weggenomen door de zogenoemde vrijstellingsvermelding.

#### Vrijstellingsvermelding

De AFM heeft onderzocht of aanbieders van vrijgestelde financiële producten de vrijstellingsvermelding op een juiste manier in hun informatieverstrekking hebben opgenomen. Van 21 aanbieders van vrijgestelde vastgoedbeleggingen hebben slechts zeven aanbieders een vrijstellingsvermelding opgenomen, waarvan slechts één aanbieder deze vermelding op de juiste wijze in zijn informatieverstrekking heeft opgenomen.

#### *4.3.5 Informatievoorziening tijdens de looptijd*

Een aanbieder of beheerder behoort ook tijdens de looptijd verantwoording te kunnen afleggen aan beleggers. Niet alleen aan aandeelhouders of participanten, maar ook aan obligatiehouders. Alle beleggers moeten beschikken over essentiële informatie die nodig is voor een afgewogen beleggingsbeslissing. De informatievoorziening moet zodanig op orde zijn, dat de belegger gedurende de hele looptijd een afgewogen beslissing kan nemen.

Een tijdige en adequate informatievoorziening laat vaak te wensen over als een fonds financieel in de problemen komt. Bijvoorbeeld als de fondsbeheerder besluit om rente- en aflossingsbetalingen op te schorten of het fonds tijdelijk te sluiten. De neiging bestaat dan om de omvang of de oorzaak van problemen te verbloemen. Juist als een fonds in zwaar weer verkeert, is tijdige, juiste en volledige informatie voor de belegger van belang om zijn (contractuele) rechten te kunnen uitoefenen. Om beleggers in kritische omstandigheden een keuze te kunnen bieden of invloed te kunnen geven op het beleggingsbeleid zou een aanbieder scenario's kunnen uitwerken en deze aan beleggers ter besluitvorming voor kunnen leggen.

De AFM constateert dat sommige aanbieders essentiële informatie achterhouden terwijl andere juist bijzonder veel informatie beschikbaar stellen, bij uitgifte en tijdens de looptijd. Meer informatie geeft de belegger echter niet altijd een beter inzicht. Hij kan de betekenis en consequenties van die informatie namelijk niet langer overzien, maar vertrouwt er desondanks wel op. Ook is niet alle beschikbare informatie voor beleggers relevant.

#### **Informatieparadox**

In verschillende onderzoeken stelde de AFM vast dat de aanbieders onder meer in het prospectus zeer gedetailleerde informatie beschikbaar stelden over complexe en risicovolle beleggingsstructuren. In één dossier werden beleggers echter door verschillende omstandigheden ernstig financieel benadeeld. Deze omstandigheden konden na een deskundige analyse uit de beschikbare informatie worden afgeleid. De aanbieder verzuimt dan begrijpelijke informatie beschikbaar te stellen voor de consument.

#### 4.4 Naleving van het beleggingsbeleid en prospectus

De AFM heeft gecontroleerd of vastgoedfondsen hebben gehandeld conform hun beleggingsbeleid en de bepalingen in het prospectus. Een aanbieder schendt de norm 'zorgvuldige behandeling van beleggers' bijvoorbeeld als de feitelijke belegging of investering op essentiële punten afwijkt van het prospectus. Daarmee kan de integriteit van de bestuurder zelf in het geding komen. De AFM meent dat de aanbieder de afwijking van het prospectus zo spoedig mogelijk aan de particuliere belegger kenbaar moet maken. Het gaat hier immers om informatie die essentieel is om een afgewogen beleggingsbeslissing te kunnen nemen.

De AFM heeft in 13 onderzochte dossiers geconstateerd dat de aanbieder niet heeft gehandeld conform prospectus. Het betreft zowel vergunninghouders als vrijgestelde aanbieders. De grootste omissies waren:

- a. In negen gevallen wordt het geld vermoedelijk voor andere doeleinden aangewend, vooral om andere fondsen die in problemen zaten uit de brand te helpen. In één geval was er vermoedelijk sprake van oplichting. Daar is aangifte gedaan. In andere gevallen heeft de AFM de aanbieder door middel van een last onder dwangsom bewogen tot openheid van zaken. Bij één vergunninghouder heeft de AFM een stille curator aangesteld. Bij enkele aanbieders werden hun fondsen beëindigd door overname of faillissement, voordat de AFM tot maatregelen kon overgaan. In enkele gevallen loopt het onderzoek nog.
- b. In twee situaties heeft de beheerder hogere kosten ten laste van het fonds in rekening gebracht dan in het prospectus was toegezegd.
- c. De toegezegde zekerheden of garanties blijken of niet te bestaan, of geen of nauwelijks betekenis te hebben

##### 4.4.1 Het geld wordt voor andere doeleinden aangewend

###### Geen vastgoed aangekocht

De AFM heeft bij acht aanbieders boekenonderzoek gedaan waarbij ze onder meer heeft onderzocht of de onroerende zaak wel is aangekocht zoals in het prospectus is beloofd. In enkele gevallen kon de aanbieder niet aantonen of er daadwerkelijk vastgoed was aangekocht, bijvoorbeeld omdat hij de administratie én het beheer volledig had uitbesteed aan een buitenlandse partij. Pas nadat deze administratie was opgevraagd en geverifieerd, bleek uit de stukken dat gelieerde vennootschappen het onroerend hadden aangekocht.

###### **Casus: welk vastgoed is nu aangekocht?**

Bij een fondsbeheerder met een vergunning kon de AFM uit onder meer het jaarverslag, het prospectus en de website niet afleiden welk vastgoed in bezit was. In het prospectus staat dat het fonds Z het eigendom zal krijgen van bepaald vastgoed. Uit vergelijking met de jaarrekening blijkt dat het genoemde vastgoed helemaal niet in eigendom is van het fonds. In het prospectus wordt veel meer vastgoed genoemd dan het jaarverslag achteraf vermeldt. De fondsbeheerder geeft in het onderzoek van de AFM aan dat zij beleggers bewust niet volledig informeert "omdat zij anders veel vragen gaan stellen".

###### Schuiven met geld

De AFM heeft in verschillende dossiers intercompany beleggingen gezien, waarbij met geld uit het ene fonds wordt deelgenomen in een ander fonds. De aanbieder lanceert een nieuw fonds om met dat geld de fondsen die in moeilijkheden verkeren te redden.



Daarnaast bleek uit verschillende onderzoeken dat beheerders met geld tussen fondsen onderling of tussen fondsen en moeder-of dochtermaatschappijen schuiven. Dit blijkt in de meeste gevallen uit de aanwezigheid van rekening-courant verhoudingen tussen fondsen, of onderlinge leningen. Vaak is het voor de AFM onduidelijk wat de achtergrond, herkomst en doel is van de geldstromen en waarom onderlinge financiële verplichtingen ontstaan. Deze praktijken zijn zeer ernstig met het oog op de transparantie van het fonds, de beheerste bedrijfsuitoefening en de belangen van beleggers. Door dergelijke onderlinge verplichtingen worden liquide middelen onttrokken aan het fonds, die niet meer voor investering beschikbaar zijn. Bovendien raakt hierdoor het zicht op de financiële positie van het fonds en het concern als geheel ernstig vertroebeld.

De AFM heeft bij één vergunninghouder een curator aangesteld. Aan andere partijen heeft de AFM formele aanwijzingen gegeven of een last onder dwangsom opgelegd, die er mede toe leidden dat beleggers werden geïnformeerd over het gevoerde beleggingsbeleid en de financiële positie van het betreffende fonds

Als een fondsbeheerder aan de AFM en aan beleggers geen aannemelijke verklaring kan geven voor ongebruikelijke geldstromen en als blijkt dat per saldo geld aan fondsen wordt onttrokken, is dit een aanwijzing dat de fondsbeheerder mogelijk fraude pleegt. De AFM laat in deze gevallen niet na om aangifte te doen bij het Openbaar Ministerie.

#### **Casus: Waar is het geld gebleven?**

De Nederlandse moedermaatschappij (beheerder) van obligatiefondsen die beleggen in buitenlandse woningen lijkt te functioneren als draaischijf voor (rekening-courant-) geldstromen tussen de fondsen onderling. De obligatiehouders zijn echter niet geïnformeerd over de geldstromen. De jaarrekening geeft evenmin uitsluitsel over de aard van deze geldstromen, aangezien de beheerder geen recente jaarrekening voor de obligatiehouders of voor de AFM beschikbaar heeft.

In een dossier heeft de AFM geconstateerd dat de fondsbeheerder een rekening courant aanhield met de persoonlijke holdingmaatschappij van één van de bestuurders. Daarbij werden in de loop van enkele jaren voor in totaal honderduizenden euro's heen en weer geschoven, zonder duidelijke titel.

#### **4.4.2 Overschrijding van kosten**

In een aantal onderzoeken blijkt na boekenonderzoek dat de aanbieder meer kosten in rekening brengt dan in het prospectus is aangegeven.

#### **Casus: hogere kosten dan in prospectus aangegeven?**

In het prospectus van een aanbieder staat dat structureringskosten in rekening worden gebracht naar rato van de plaatsing van participaties. De plaatsing duurt echter langer dan verwacht (meerdere jaren). Toch heeft de beheerder eenzijdig besloten deze kosten meteen in het eerste jaar volledig in één keer in rekening te brengen.

#### **Casus: een dubbele rekening.**

In een aantal dossiers constateerde de AFM dat er sprake was van 'fund of fund-beleggingen'. Daarbij neemt een bestaand fonds geheel of gedeeltelijk een belang in een nieuw te starten fonds of in een andere vennootschap. De fondsbeheerder bracht hierbij opnieuw kosten in rekening ten laste van het (nieuwe) fonds, zoals marketingkosten, wervingskosten en een plaatsingsrisicovergoeding. Gelet op de beleggingsconstructie twijfelt de AFM aan de juistheid van deze kosten.

#### 4.4.3 Garanties en zekerheden

Aanbieders zeggen garanties en zekerheden toe om het beleggings- en terugbetalingsrisico voor de belegger (ogenschijnlijk) te verminderen. Die garanties en zekerheden kunnen bestaan uit het recht op tweede hypotheek, achterstelling van andere leningen die aanbieder is aangegaan, bankgaranties en terugkoopgaranties. Marketingoverwegingen spelen een grote rol bij het toezeggen van deze garanties. De AFM kijkt zeer kritisch naar de aanwezigheid en de werking van garanties, omdat die sterk bepalend zijn voor het feitelijke risicoprofiel van de belegging. Ze zijn essentieel voor beleggers.

Bij nader onderzoek naar garanties stelde de AFM in verschillende dossiers vast dat deze feitelijk niet aanwezig waren, of materieel van geen betekenis waren voor de consument. Door een cumulatie van garanties was niet meer duidelijk welke verplichtingen de aanbieder was aangegaan.

#### **Casus: ongelijke behandeling van obligatiehouders?**

De AFM stelde vast dat een aanbieder aan enkele obligatiehouders een pandrecht heeft verstrekt, terwijl uit de aanbieding niet bleek dat een pandrecht verkregen kon worden, dan wel zou worden verstrekt. Met deze mededeling wordt de indruk gewekt dat de investering nagenoeg risicoloos is. De overige obligatiehouders waren hierover niet geïnformeerd. De AFM heeft de aanbieder door middel van een last onder dwangsom ertoe moeten bewegen om deze informatie voor alle obligatiehouders kenbaar te maken.

#### **Casus: geen instandhoudingsverklaring**

De aanbieder vermeldt in de obligatievoorwaarden dat de moedermaatschappij door middel van een instandhoudingsverklaring garant staat voor de rente- en aflossingsverplichtingen van de fondsen. Wanneer blijkt dat de fondsen geen rente- en aflossing meer kunnen betalen, laat de aanbieder aan de beleggers weten dat een beroep op de instandhoudingsverklaring zinloos is, omdat de moeder niet beschikt over liquide middelen.

#### **Casus: geen bankgarantie?**

De aanbieder heeft in zijn prospectus aangegeven dat de aflossing van de obligaties wordt gegarandeerd door een bankgarantie. De aanbieder heeft per brief aan de obligatiehouders laten weten dat er een bankgarantie is afgesloten. In het kader van haar onderzoek heeft de aanbieder de AFM geïnformeerd dat er geen bankgarantie aanwezig is en was.

### 4.5 Kwaliteit van bestuur en bedrijfsvoering

#### 4.5.1 Inleiding

De AFM heeft niet alleen gekeken naar de specifieke risico's van vastgoedbeleggingen, maar ook naar de kwaliteit van het bestuur (de governance) en de bedrijfsvoering van vastgoedfondsen en hun beheerders. Vergunninghoudende instellingen moeten voldoen aan specifieke voorschriften die zijn vastgelegd in de Wft en daarop gebaseerde regelgeving. Ook gelden er zogenoemde open normen, waarbij een instelling zelf maatregelen en procedures moet treffen om een integere en beheerste bedrijfsvoering te garanderen. De bedrijfsvoering is volgens de AFM pas beheerst als deze in ieder geval weerbaar is voor integriteitsinbreuken, als sprake is van een effectief risicomanagement en als deze de naleving van wet- en regelgeving waarborgt. Ook van instellingen zonder vergunning zouden consumenten mogen verwachten dat zij beschikken over een adequate bestuursstructuur, hun bedrijfsprocessen beheersen en dat zij daarover verantwoording kunnen afleggen.

In 12 onderzoeken is bij de AFM het beeld naar voren gekomen dat aanbieders onvoldoende in control zijn ten aanzien van vooral de volgende aspecten van de bedrijfsvoering:

1. management en interne controle;
2. de naleving van toezichtregels; en
3. risicomanagement.

#### *4.5.2 Management en interne controle*

Ruim één op de vijf aanbieders in de AFM-vastgoedrisicoradar wordt bestuurd door slechts één natuurlijke persoon. Bij enkele aanbieders is ondanks een meerhoofdig bestuur sprake van één dominante directeur-grotaandeelhouder (dga) die de bedrijfsvoering tot in de details bepaalt. Deze dga is veelal oprichter van de onderneming. Dit brengt onder meer de volgende risico's met zich mee voor de beheerste bedrijfsvoering en de integriteit van de aanbieder.

- Er is onvoldoende interne controle op de besluitvorming van de onderneming; de noodzakelijke functiescheiding tussen administratie, inkoop en uitgifte van participaties en waardebeoordeling door het fonds en zijn bestuurder kan niet worden gewaarborgd. Bij te veel macht van de dga is er vaak onvoldoende tegengeluid, waardoor mogelijk risico's over het hoofd worden gezien.
- Onvoldoende schaalgrootte en een eenhoofdige leiding vormen een ernstig risico voor een adequaat bestuur van het fonds. De AFM acht het niet waarschijnlijk dat de capaciteit en deskundigheid op alle relevante gebieden aanwezig is, zoals op de gebieden van financieel management, verhuurmanagement, vastgoedbeheer, fondsstructurering en compliance. Ook ontbreekt het bij kleine aanbieders vaak aan de financiële middelen om hiervoor deskundig extern advies in te winnen.

#### *4.5.3 Naleving van toezichtregels*

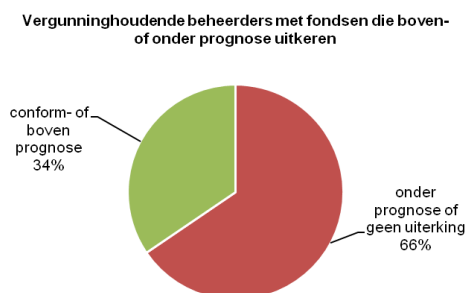
Beleggingsinstellingen moeten hun bedrijf op grond van de Wft zodanig inrichten dat ze wetsovertredingen tegengaan. Met andere woorden: de beleggingsinstelling dient de naleving van wet- en regelgeving te waarborgen. De naleving van toezichtregels verdient daarbij uiteraard bijzondere aandacht. Hoewel niet verplicht voor beleggingsinstellingen kan een beheerder van vastgoedfondsen hiervoor een compliance officer aanstellen.

Het structureren en beheren van een vastgoedbeleggingsfonds vereist specifieke kennis van de Wft. Ook is specifiek kennis gewenst als de belegging niet onder toezicht staat, vanwege vrijstellingsregels en verplichtingen op grond van de Whc. Overtredingen van toezichtregels staan niet op zichzelf. Als daarvan herhaaldelijk sprake is, is dat voor de AFM een aanwijzing dat de bedrijfsvoering niet beheerst is. De AFM heeft in verschillende dossiers door middel van formele aanwijzingen overtredingen in de bedrijfsvoering (onder meer met betrekking tot het prospectus of de intrinsieke waardeberekening) moeten herstellen.

#### *4.5.4 Risicomanagement*

Vastgoed is en blijft risicovol. Door de economische neergang zijn bepaalde risico's, zoals waardedalingen, financieringsrisico's en verhuurrisico materieel geworden. Dit heeft gevolgen voor de rendementsontwikkeling.

Bij tweederde<sup>25</sup> van de vergunninghouders zijn dividend- en/of rente-uitkeringen verminderd, overgeslagen of opgeschort. Bij één fonds hebben beleggers moeten bijstorten<sup>26</sup>. Overigens heeft circa een derde ook hogere rendementen of conform prospectus uitgekeerd.



Veel aanbieders hebben moeite met het beheersen van de huidige financiële risico's. De AFM constateerde in meerdere gevallen dat de continuïteit van de beleggingsinstelling door financiële problemen ernstig onder druk stond. Enkele open-end fondsen moesten noodgedwongen worden gesloten, omdat de beheerder niet meer aan de inkoopverplichting kon voldoen jegens beleggers die van hun stukken afwilden.

Naast marktbrede waardedalingen van vastgoed kan mismanagement ook de oorzaak van bovengenoemde problemen zijn. De AFM ziet de volgende belangrijkste materiële risico's:

- vastgoedpositierisico's tijdens de koop;
- huurdersrisico;
- (her)financieringsrisico; en
- vastgoedbeheerrisico.

#### Vastgoedpositierisico's tijdens de koop

Dit betreft het risico dat de aanbieder een aankooptransactie verricht, waarna hij door onverwachte gebeurtenissen de onroerende zaak niet kan afnemen, terwijl de transactie bindend is geworden. Dit risico kan worden verminderd door te kopen onder ontbindende voorwaarden die lang genoeg geldig zijn. De AFM heeft bij drie vergunninghoudende aanbieders geconstateerd dat zij hun beleggingsfondsen en zichzelf in grote problemen hebben gebracht. Zij hadden vastgoedposities ingenomen, terwijl de ontbindende voorwaarde van financiering en due diligence waren verlopen. De kredietcrisis zorgde er vervolgens voor dat de financiering niet rond kwam en dat beleggers niet meer wilden toetreden. Daardoor waren er geen middelen om het vastgoed daadwerkelijk af te nemen. Er ontstonden acute continuïteitsproblemen. Beleggers hebben extra geld moeten inleggen om de continuïteit te waarborgen.

De AFM let hier scherp op en verwacht van alle aanbieders dat een dergelijke gang van zaken nu tot het verleden behoort. De beschrijving van de processen en procedures zoals bijvoorbeeld verwoord in de ao/ic zou er in moeten voorzien dat een fonds geen bindende vastgoedposities mag aangaan voordat het beschikt over een onvoorwaardelijk financieringsaanbod. Het is dus zaak eerst de financiering te regelen, voordat het vastgoed daadwerkelijk wordt aangeschaft.

<sup>25</sup> Bron: AFM Self Assessment beleggingsinstellingen 2011.

<sup>26</sup> De AFM heeft geen redenen om aan te nemen dat het beeld onder niet-vergunninghouders anders is.

### Verhuurrisico

Het verhuurrisico omvat verschillende risico's, zoals de kans dat een huurder na de contractperiode verhuist, faillieert, of dat de huurder tussentijds het contract openbreekt en huurincentives of lagere huurniveau's afdwingt. Dat heeft gevolgen voor de inkomstenstroom en voor de waardering van het vastgoed. Dit geldt vooral op markten waar huurders een dominante marktpositie hebben door een overaanbod van vastgoed, zoals in Nederland (kantoren en winkels) en in Spanje. Ontwikkelingen in de verhuur hebben ook regelrecht invloed op het verdienmodel van het beleggingsfonds en daarmee op de continuïteit van het uit te keren rendement aan beleggers.

Uit het self-assesment onder vergunninghouders komt naar voren dat de actuele leegstand in het segment kantoren 11% bedraagt. Daaruit blijkt ook dat de verwachte leegstand in het kantorenssegment binnen 2 jaar 26% bedraagt. Voor winkels en bedrijfsgebouwen gaat het om respectievelijk 21% en 17%.

Verhuurrisico's kunnen worden verminderd door actief verhuurmanagement. Het verhuurrisico daalt ook als er tijdig investeringen in het vastgoed worden verricht, die nodig zijn om het aantrekkelijk te houden. Deze kosten zijn nodig om de economische levensduur van het vastgoed te verlengen. De aanbieder neemt deze kosten vaak niet mee in de beleggingspropositie. Bij de voorgespiegelde verkoopopbrengst gaat de aanbieder er echter wel vanuit dat het pand (door veronderstelde huurstijgingen) tegen die tijd meer waard is geworden. Om het huurdersrisico te spreiden is het van belang dat huurcontracten niet allemaal op hetzelfde moment aflopen, maar gespreid in de tijd. In één casus heeft de AFM geconstateerd dat vrijwel alle huurcontracten in hetzelfde jaar verliepen.

### (Her)financieringsrisico: risicobeheersing door actief financieringsbeleid

Een bank kan besluiten om een fondsbeheerder geen of een lagere hypotheek of kredietfaciliteit te verstrekken. Bij de aankoop van het vastgoed moet hiermee rekening worden gehouden. Ook kan het gebeuren dat financiers de hypotheek of het krediet niet willen herfinancieren. Daarnaast kunnen financiers in lopende hypotheken hun contractuele rechten invoeren. Dat kan gebeuren als het vastgoed in waarde daalt of als de huurinkomsten afnemen, waardoor de '*interest coverage ratio*'<sup>27</sup> kritische waardes doorkruist. De bank kan in dergelijke omstandigheden hogere rentes of aflossingen afdwingen. Ze kan zelfs beslag leggen op de huurinkomsten en het beheer overnemen. Beheerders moeten dit melden aan hun beleggers.

Uit het self-assesment onder vergunninghouders komt naar voren dat ultimo 2011 één op de drie instellingen kritische waardes in de financieringsstructuur heeft overschreden, zoals de '*loan to value-ratio*'. In sommige gevallen gelden deze overschrijdingen voor 100% van de aanschafwaarde van de vastgoedportefeuille. In dat geval staat de hele portefeuille 'onder water'. Bijna 60% van de vergunninghouders heeft momenteel te maken met aangescherpte eisen en/of maatregelen van de financier. Het gaat dan om een aanscherping van de leningcondities. In enkele gevallen is er sprake van beperking van de beheerdaden of van huurbeslag<sup>28</sup>. Dergelijke ontwikkelingen zijn essentiële informatie voor de belegger, omdat het risicoprofiel van de belegging aanmerkelijk verandert. Fondsbeheerders met een vergunning zouden het ook direct aan de AFM moeten melden zodra zij niet meer de beheerdaden kunnen verrichten waarvoor ze een vergunning hebben gekregen.

---

<sup>27</sup> Dit is een kengetal voor de mate waarin een onderneming aan haar renteverplichtingen kan voldoen op basis van het bedrijfsresultaat.

<sup>28</sup> De AFM heeft geen aanwijzingen dat het beter dan wel slechter is gesteld bij vastgoedfondsen van niet-vergunninghouders.

### Vastgoedbeheerrisico

Het vastgoed kan in waarde dalen door inadequaat vastgoedbeheer. Vastgoed moet 'meegroeien' met de behoefteontwikkelingen van de huurders. Dit vraagt om doorlopend aandacht voor onderhoud en aanpassingen. Als dat niet gebeurt, dan zal het vastgoed sterk in waarde dalen. Bij uitbesteding van het vastgoedbeheer staat de beheerder op afstand. Hij kan daardoor 'lui' worden, of 'overactief'. In het eerste geval daalt de waarde van vastgoed, in het tweede geval kost het beheer onnodig veel, wat drukt op het rendement. De AFM heeft in onderzoeken vastgesteld dat er nauwelijks of geen onderhoud en beheer werd gepleegd of dat er onvoldoende controle was op de uitbesteding van het vastgoedbeheer.

Door het beheer zelf uit te voeren, kan de aanbieder dit risico beperken. Dan moet er wel voldoende kennis, kunde en een goed netwerk in huis zijn. Uitbesteding van vastgoedbeheer vraagt om een strakke controle door de eigenaar.

#### **Casus: Waar is de aanbieder mee bezig?**

Een aanbieder van vastgoedobligaties heeft via buitenlandse dochtervennootschappen geïnvesteerd in buitenlandse huurwoningen. Deze woningen worden gekenmerkt door leegstand en een onderhouds- en huurachterstand. Door het onderhoud en de huur weer op het gewenste niveau te brengen, moet een stabiele kasstroom en een waardevermeerdering ontstaan. Dit moet een aantrekkelijk rendement opleveren. Het vastgoedbeheer is uitbesteed aan een (gelieerde) lokale vastgoedonderneming. Omdat deze onderneming haar verplichtingen niet nakomt, blijven de beoogde inkomsten achter. Hierdoor ontstaan liquiditeitsproblemen bij de fondsen, die als gevolg daarvan de rente-uitkeringen aan de obligatiehouders opschorten. Uit het onderzoek van de AFM komt naar voren dat de aanbieder nauwelijks controle heeft verricht op de activiteiten van haar buitenlandse dochtervennootschappen en van de vastgoedbeheerder. Zo kon de aanbieder geen periodieke managementinformatie over de verhuurgraad, de huuropbrengsten en de onderhoudskosten overleggen. Desgevraagd kon de directie geen aannemelijke oorzaak geven voor het feit dat haar buitenlandse partner in gebreke is gebleven.

### **4.6 De waardering van de vastgoedportefeuille**

De waarde van een vastgoedbelegging steunt op de juiste waardering van de objecten in de portefeuille van een fonds. De actualiteit en kwaliteit van vastgoedtaxaties zijn daarbij essentieel. De Wft schrijft voor dat een onafhankelijke deskundige in ieder geval één keer per jaar een waardering moet uitvoeren van de activa van de beleggingsinstelling.

De onafhankelijke deskundige (vaak een externe taxateur) speelt een sleutelrol in de waardering, omdat hij als onafhankelijk deskundige de waarde van de objecten moet bepalen. Hij is daardoor kwetsbaar voor fraude en belangenverstrengeling. Het is van belang dat hij objectief en onafhankelijk is en zelfstandig tot een correcte waardering komt. Dit vereist een duidelijke functiescheiding tussen het beroep van makelaar en taxateur.

De accountant speelt achteraf een belangrijke rol omdat hij de waarde zoals die is verwerkt in de jaarrekening moet controleren. Instellingen die niet onder toezicht staan hoeven, als zij niet voldoen aan de wettelijke omvangscriteria<sup>29</sup> voor de controleplicht, geen accountantsverklaring in de

<sup>29</sup> De wettelijke omvangscriteria zijn: netto-omzet meer dan € 8,8 miljoen, een balanstotaal hoger dan € 4,4 miljoen en/of een gemiddeld aantal werknemers groter dan 50.

jaarrekening op te nemen. Dit vormt een verhoogd risico voor de particuliere belegger die zijn beleggingsbeslissing mede baseert op de informatie in de jaarrekening van het fonds.

De AFM heeft bij enkele vastgoedfondsen onderzocht of de waarde van de uitgegeven participaties en/of de waarde van de beleggingsportefeuille -zoals die blijkt uit de jaarrekening- kon worden onderbouwd aan de hand van actuele en betrouwbare taxaties. Daarbij zijn de volgende tekortkomingen geconstateerd:

- de waardebepaling was gebaseerd op een drie jaar oude, externe taxatie. Open-end fondsen dienen in ieder geval jaarlijks door een onafhankelijke deskundige de waarde van het vastgoed te laten bepalen.
- De waardebepaling was met zo veel voorbehouden omgeven, dat de AFM niet meer kan spreken over een degelijke waardering.

Het zou goed zijn indien ieder beleggingsfonds een accountantsverklaring bij de jaarrekening zou opnemen.

#### **Casus: taxatie onder voorbehoud**

Een aanbieder vermeldt in het prospectus de getaxeerde waarde van vastgoed, zonder daarbij te vermelden wat de beperkingen van die waardebepaling zijn. Deze beperkingen stonden in het bijgeleverde taxatierapport: *“het betreft een drive-by taxatie tijdens de bouw zonder na-inspectie”, “de waardebepaling is indicatief”, “uitsluitend gebaseerd op niet door ons verder geverifieerde informatie van de opdrachtgever”, “zonder dat er nader onderzoek is gedaan naar defecten of schade, of naar verontreiniging...”* En : *“het onderzoek heeft een zeer beperkte reikwijdte”*. Dit type taxaties is in een prospectus (en jaarrekening) onzorgvuldig, misleidend en ongewenst.

#### **Casus: geen juiste handelskoers**

Een beheerder laat ruim anderhalf jaar na de intrinsieke waarde/handelskoers van de vastgoedparticipaties te actualiseren bij gebeurtenissen die van invloed zijn op de waardering, zoals de maandelijkse in- en verkoop van participaties door het fonds of de herwaardering van het vastgoed. Deze nalatigheid hing samen met het ontbreken van adequate procedures voor het vaststellen van de juiste handelskoers. Bovendien laat de beheerder het vastgoed maar eens in de drie jaar extern taxeren. Door de werkelijke waardedalingen in zijn kantorenportefeuille is de intrinsieke waarde per certificaat naar schatting van de beheerder zelf al bijna twee jaar bijna 40% te hoog. De bestuurders erkenden dat de handelskoers geen correcte weergave meer was van de waarde van de participaties, maar hebben desondanks de handel voortgezet. Hierdoor hebben sommige intredende beleggers vermoedelijk te veel betaald, terwijl uittredende beleggers te veel hebben ontvangen. Dit levert niet alleen een ernstig nadeel voor intredende beleggers op, ook getuigt de handelwijze van de beheerder onder andere niet van een beheerste bedrijfsvoering.

#### 4.7 Deskundigheid van de bestuurders

Het effectief en efficiënt beheren van een vastgoedfonds vereist specifieke kennis en expertise op verschillende gebieden: vastgoedontwikkeling, verhuurmanagement, financieel management, fiscale wetgeving en toezichtwetgeving.

De AFM beoordeelt doorlopend de deskundigheid van bestuurders van de onder toezichtstaande (vastgoed)beheerders. De Beleidsregel Deskundigheid is daarbij richtinggevend. Overtredingen van de Wft kunnen afzonderlijk, maar vooral gecombineerd zwaarwegend genoeg zijn om de deskundigheid van een bestuurder te heroverwegen. Zo kan een niet beheerste bedrijfsvoering of overtredingen op het vlak van informatieverstrekking worden toegerekend aan één of meer niet deskundige bestuurders. De AFM kan een bestuurder op grond daarvan heenzenden.

De verrichte onderzoeken leveren het beeld op dat de vereiste deskundigheid (kennis, vakbekwaamheid en bestuursbekwaamheid) te vaak op één of meerdere punten tekortschiet. Deze tekortkomingen lijken afhankelijk van de achtergrond en ervaring van de bestuurders. De AFM onderscheidt:

1. fondsen waar bestuurders met een vastgoedachtergrond de overhand hebben; en
2. fondsen waar bestuurders met een financiële achtergrond de overhand hebben.

In de eerste situatie blijken fondsen kwetsbaar voor overtreding van transparantieregels. Het publiceren van jaarrekeningen, het naleven van de prospectusvereisten of het vermelden van risico's bij reclame-uitingen en op de website krijgen onvoldoende aandacht. Ook lijken deze bestuurders als vastgoedondernemer bereid meer risico te lopen, soms meer dan de belegger wil of van een fondsbeheerder mag worden verwacht. Zo heeft de AFM gezien dat aanbieders vastgoedposities innemen zonder dat de financiering onvoorwaardelijk rond is.

In de tweede situatie ziet de AFM bestuurders die afkomstig zijn uit de financiële sector (beleggingswereld, banken en financiële dienstverlening). Deze bestuurders hebben over het algemeen minder kennis van de vastgoedmarkt. Daardoor kunnen zij specifieke vastgoedrisico's vaak minder goed schatten en daarmee de risico's onvoldoende beheersen. Door gebrek aan vastgoedexpertise besteden zij de vastgoedselectie, aan- en verkoop of beheertaken in veel gevallen uit. Daarbij lijken zij moeite te hebben om de prijs en de kwaliteit van de dienstverlening te beoordelen. Aanbieders die onvoldoende lokale vastgoedexpertise hebben, zouden ervoor moeten zorgen dat zij die in huis halen. Uitbesteden zonder zeer zorgvuldige nadere waarborgen van beheerste bedrijfsvoering is niet raadzaam. *'Schoenmaker houd je bij je leest'* is hier het motto. Het is daarom van belang dat in het fonds c.q. het bestuur evenwichtig aandacht is voor het vastgoed en de financiële aspecten van het fonds.

#### 4.8 Integriteit van de bestuurders

De vastgoedsector is kwetsbaar gebleken voor integriteitsinbreuken, zoals fraude en oplichting. Deze inbreuken hebben het vertrouwen in de sector ernstig geschaad. Dit onderstreept het belang van betrouwbare bestuurders en een integere bedrijfsuitoefening bij vastgoedbeleggingsinstellingen.

De AFM toetst de betrouwbaarheid van bestuurders van vergunninghoudende instellingen. Daarbij worden de eventuele strafrechtelijke, fiscale, financiële en toezichtsantecedenten van de bestuurders in beoordeling genomen. Bestuurders moeten uiteraard ook na de toetsing van hun betrouwbaarheid integer handelen. Zij dienen bijvoorbeeld in het belang van een integere bedrijfsvoering kritisch te zijn



bij de acceptatie van klanten en de screening van contractspartners. Integer handelen betreft niet alleen het persoonlijk handelen van bestuurders, maar ook het actief bevorderen van een integere bedrijfsuitoefening. De bestuurder heeft namelijk een voorbeeldfunctie.

#### 4.8.1. Blootstelling aan integriteitsrisico's en incidenten

Uit het self-assessment blijkt dat ruim 75% van de vergunninghoudende beheerders aangaf niet aan integriteitsrisico's te zijn blootgesteld. Slechts enkele partijen geven aan dat zij naar aanleiding van integriteitsrisico's zakelijke relaties hebben beëindigd. Dit beeld komt overeen met het nagenoeg ontbreken van vrijwillige en verplichte incidentmeldingen door vergunninghoudende aanbieders bij de AFM.

In de periode 2009-2011 heeft de AFM geen meldingen ontvangen van incidenten in de bedrijfsvoering en mogelijke integriteitsinbreuken. Gelet op het verhoogde frauderisico in de vastgoedsector, acht de AFM het onwaarschijnlijk dat zich niet of nauwelijks integriteitschendingen hebben voorgedaan. De AFM heeft in haar onderzoeken bovendien verschillende schendingen en risico's op het gebied van persoonlijke integriteit geconstateerd, zowel bij vergunninghouders als niet-vergunninghouders. Daarom plaatst de AFM vraagtekens bij het integriteitbewustzijn van sommige vastgoedbeleggingsinstellingen.

#### **Casus: Verzwegen antecedenten**

Uit gegevens die de AFM in het kader van het FEC heeft gekregen van de Belastingdienst blijkt dat een bestuurder van een vastgoedfonds met een vergunning beschikt over fiscale antecedenten. Het betreft fiscale boetes. De bestuurder heeft deze boetes niet gemeld bij de AFM tijdens de toetsing van zijn betrouwbaarheid. Ook blijkt hij recentelijk in een strafrechtelijk onderzoek als verdachte te zijn gehoord. Deze feiten vormen antecedenten die relevant zijn voor de beoordeling van de betrouwbaarheid van de bestuurder door de AFM. De bestuurder heeft echter verzuimd om deze feiten aan de AFM te melden, ondanks de wettelijke plicht daartoe. Hierdoor is een zwaar toezichtsantecedent ontstaan waardoor de AFM de betrouwbaarheid in heroverweging neemt.

#### **Medewerking en compliance**

De AFM heeft in haar onderzoeken een wisselende mate van medewerking door aanbieders en beheerders geconstateerd. Aanbieders die door de AFM werden aangeschreven, bleken geregeld moeite te hebben om te voldoen aan formele informatievorderingen. Termijnen werden overschreden, bijvoorbeeld omdat informatie niet bij de beheerder beschikbaar was. Soms moest deze informatie bij de accountant, notaris of buitenlandse dochtermaatschappijen opvragen. De AFM heeft in 16 gevallen een last onder dwangsom opgelegd om de verstrekking van de gevraagde informatie af te dwingen.

Een moeizame opvolging van informatievorderingen is voor de AFM een signaal dat de vastgoedonderneming haar informatievoorziening niet op orde heeft en onvoldoende openheid betracht. Dit leidt bovendien tot de veronderstelling dat ook beleggers vermoedelijk niet adequaat worden geïnformeerd. De mate van medewerking hangt sterk samen met de neiging tot vrijwillige wetnaleving (compliancegerichtheid) van betrokkenen. Hoewel de meeste partijen bereid zijn om aanbevelingen van de AFM op te volgen en wet- en regelgeving na te leven, ervaart de AFM ook dat er aanbieders zijn die daartoe weinig geneigd zijn. Ondanks waarschuwingen van de AFM troffen deze instellingen geen passende maatregelen bij overtredingen. Soms bleken overtredingen zich te herhalen. Formele aanwijzingen waren in die situaties nodig om de noodzakelijke gedragsverandering bij de instelling te realiseren. Die gedragsaanpassing beoordeelt de AFM als

enkel 'functioneel', namelijk om zwaardere handhavingsmaatregelen zoals een boete te voorkomen. Het getuigt niet van een vrijwillige en spontane wetsnaleving alsmede een intrinsieke motivatie voor gedragsverandering.

#### 4.8.2 Belangenverstrengeling van bestuurders

De AFM heeft in meerdere onderzoeken geconstateerd dat een bestuurder niet alleen zakelijk betrokken was bij vastgoedtransacties van het fonds, maar ook privé. Daarbij bleek dat hij privé betrokken is bij enkele vastgoedtransacties tussen enerzijds pensioenfondsen en anderzijds vennootschappen waarvan hij zelf bestuurder is of was. Deze praktijk staat op gespannen voet met een beheerste en integere bedrijfsuitoefening. Wie bepaalt bijvoorbeeld welk vastgoed wordt gestructureerd in het beleggingsfonds voor consumenten en welk vastgoed terecht komt in de pensioen-BV van de bestuurder? Dat is de bestuurder zelf. De AFM vindt dit een onwenselijke situatie.

#### Casus: kopen van jezelf

De bestuurder en aandeelhouder van een beheerder van vastgoedobligatiefondsen blijkt tevens bestuurder van een buitenlandse vennootschap van wie het vastgoed –een woningportefeuille- voor één van de fondsen wordt aangekocht. Uit de koopakten blijkt zelfs dat de bestuurder in de betreffende transactie(s) feitelijk optreedt als koper én verkoper. Met deze transactie zijn enkele miljoenen gemoeid. In het prospectus wordt niet vermeld dat de beheerder of het fonds transacties verrichten met gelieerde partijen. De bestuurder treedt af en verkoopt zijn aandelenbelang als het bedrijf in moeilijkheden raakt.

### 4.9 Good practices

De AFM heeft in haar onderzoek ook goede praktijken geconstateerd. Dit zijn aanbieders die op voorgaande zeven thema's beter dan gemiddeld scoren. Hierbij wordt opgemerkt dat de AFM geen compleet beeld van de markt heeft, omdat de AFM geen wettelijke grondslag heeft om onder niet-vergunninghouders bijvoorbeeld de bedrijfsvoering door te lichten. Bij vergunninghouders is dat wel mogelijk.

#### Deugdelijkheid van het product

De AFM constateert dat er vergunninghouders en niet-vergunninghouders zijn die geen of nauwelijks vastgoedobligaties aanbieden. Zij bieden uitsluitend participaties aan via een CV-structuur en/of (certificaten van) aandelen in vastgoed NV's. Dat is een goede praktijk. De consument deelt namelijk in deze gevallen volledig in de winst en is er goede balans tussen risico en rendement.

De AFM constateert ook dat er vergunninghoudende aanbieders zijn die reeds concrete stappen hebben gezet om hun lopende open-end fondsen te laten voldoen aan de AFM beleidsregel verhandelbaarheid<sup>30</sup>. Zij hebben bijvoorbeeld het fonds gesloten met behoud van verhandelbaarheid. Consumenten kunnen dan nog steeds van hun stukken af, echter niet via een inkoopverplichting van het fonds, maar via een overdracht aan andere beleggers.

---

<sup>30</sup> Vindplaats [www.afm.nl](http://www.afm.nl) onder 'Professionals'.

#### Kwaliteit van de informatievoorziening

Op basis van de AFM-vastgoedrisicoradar constateert de AFM dat vergunninghouders in het algemeen transparanter zijn dan niet-vergunninghouders, met betrekking tot productaanbod, bedrijfsvoering en fondsbestuur.

In beide segmenten (vergunninghouders en niet-vergunninghouders) zijn er partijen die bijvoorbeeld hun website goed op orde hebben en houden. Dat betekent dat de consument in ieder geval de volgende informatie kan lezen en opslaan vanaf de website, zonder dat hij zijn naam en adres moet achterlaten:

- het prospectus van de aanbieding;
- de jaarrekening en halfjaarrekening van de aanbieder / beheerder;
- de jaarrekeningen en halfjaarrekeningen van de fondsen, ook van de vrijgestelde fondsen;
- een volledig en actueel trackrecord van de betreffende aanbieder, waarbij ook openheid is gegeven over de minder goed lopende fondsen;
- een duidelijke waarschuwing op fondsniveau als het fonds is vrijgesteld van Wft-toezicht; de risico's van de aanbieding; en
- de beschikbaarheid van nieuwsbrieven;

#### Naleving van het beleggingsbeleid en prospectus

De AFM observeert dat vergunninghouders het beleggingsbeleid doorgaans conform prospectus uitvoeren, enkele uitzonderingen daargelaten. Daarbij wordt het beloofde vastgoed daadwerkelijk gekocht tegen de voorgenomen prijs en de financiering is afgesloten conform prospectus. Dit neemt overigens niet weg dat beleggers niet altijd tijdig en duidelijk worden geïnformeerd over wijzigingen in het beleggingsbeleid, die bijvoorbeeld optreden door onvoorziene marktomstandigheden.

#### Kwaliteit van bestuur en bedrijfsvoering

De AFM observeert bij vooral de grotere aanbieders / beheerders dat zij over middelen en schaalgrootte beschikken om te investeren in bijvoorbeeld ao/ic-systemen, intranet voor beleggers en in een correcte toepassing van wet- en regelgeving. Dit draagt bij aan een beheerste en integere bedrijfsvoering.

De AFM observeert ook dat grotere aanbieders meer middelen hebben om pro-actief om te gaan met verhuurmanagement, één van de kritische succesfactoren in de ogen van de AFM voor de komende jaren.

## 5 Conclusies en toezichtfocus

---

In dit hoofdstuk maakt de AFM de balans op en formuleert de AFM een aantal conclusies om vervolgens inzicht te geven in haar inspanningen voor de komende periode betreffende het toezicht op niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen voor consumenten.

### 5.1 Conclusies

De bevindingen en observaties in dit rapport zijn gebaseerd op een groot aantal waarnemingen, waaronder de 46 instellingsspecifieke onderzoeken die zijn uitgevoerd in het kader van risicogestuurd toezicht van de AFM in de periode 2009-2011. De geconstateerde tekortkomingen in de niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen voor particuliere beleggers zijn van zodanige omvang en ernst, dat een zorgwekkend beeld van het productaanbod, de transparantie en de governance ontstaat. Het lijken geen incidenten. Op basis van haar onderzoeksbevindingen komt de AFM tot de conclusie dat veel aanbieders en beheerders van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen voor de consument het belang van de consument als particuliere belegger en het belang van een beheerste en integere bedrijfsuitoefening onvoldoende centraal zetten. In de onderzochte sector zijn te veel aanbieders en beheerders die onvoldoende zorgvuldig jegens beleggers optreden.

Voor vergunninghouders is op grond van de Wft een uitgebreid wettelijk normenkader van toepassing, bijvoorbeeld voor de beheerste bedrijfsvoering, het prospectus, de transparantie en de deskundigheid van bestuurders. Daardoor reikt de handhaving door de AFM bij deze groep verder dan bij niet-vergunninghouders. Uit de AFM-vastgoedrisicoradar maakt de AFM op dat vergunninghouders transparanter zijn richting de belegger dan niet-vergunninghouders. De onderliggende problemen in de de sector rondom liquiditeit of waardering zijn bij vergunninghouders en niet-vergunninghouders daarentegen van overeenkomstige aard. In de praktijk blijken de scheidslijnen tussen beide groepen diffuus, omdat vergunninghouders ook vastgoedfondsen in beheer hebben die niet onder Wft-toezicht staan.

Overigens heeft de AFM de indruk dat vergunninghouders gemiddeld grotere vermogens onder beheer hebben en daardoor kunnen profiteren van schaalvoordelen en efficiënter bepaalde taken kunnen uitvoeren, zoals het verhuurbeheer.

### 5.2 Deugdelijkheid product

De AFM twijfelt aan de deugdelijkheid van veel vastgoedobligaties, die vaak worden gekenmerkt door een onevenwichtige risico-rendementverhouding en een zwakke bescherming van de obligatiehouder. Een vastgoedobligatie moet de belegger een passende risico/rendement relatie bieden. Als in het prospectus beschreven zekerheden ontbreken of duidelijk ontoereikend zijn, is het product niet veilig voor de consument. Ook als het product de winstdeling maximeert en onder het niveau uitkomt van de eigen vermogen verschaffer (een deelnemingsrecht) terwijl het risico gelijk is, dan is een obligatie niet nuttig voor de consument. Dan zou immers een deelnemingsrecht beter zijn. Een deugdelijk vastgoedbeleggingsproduct heeft een verhouding tussen risico en rendement dat in overeenstemming is met het soort beleggingsproduct. Het risicoprofiel inclusief de zekerheden moeten voor de belegger transparant en begrijpelijk zijn.

Het product en de aanbieding moeten tevens worden gestructureerd in overeenstemming met wet- en regelgeving. Dit betekent dat de aanbieder de prospectus- of vergunningplicht naleeft, op correcte

wijze gebruik maakt van de vrijstellingen en dat hij geen opvorderbaar geld aantrekt en uitleent zonder de juiste wettelijke garanties. Het is een goede praktijk als een compliance officer of (externe) auditor tijdens de ontwikkeling er op toe ziet dat het product veilig en nuttig is voor de consument en dat het voldoet aan wet- en regelgeving. Ook bij aanbiedingen die niet onder Wft-toezicht staan, zou een controlerend accountant hiertoe een goedkeurende verklaring moeten afgeven.

### 5.3 Informatievoorziening

Uit de onderzoeken komt naar voren dat de informatieverstrekking over het karakter van het beleggingsproduct vaak tekort schiet. Dit is vooral het geval bij aanbiedingen die niet onder Wft-toezicht staan. Op de website, in het prospectus en de jaarrekening ontbreekt in veel gevallen duidelijke en begrijpelijke informatie over investeringsdoel, risico's, rendement en zekerheid. Een vrijwillige accountantsverklaring bij de jaarrekening, zeker bij partijen van enige omvang, verdient in ieder geval de voorkeur.

De informatievoorziening aan de belegger verdient meer aandacht van aanbieders. Niet in algemene bewoordingen, maar concreet en toegespitst op de beleggingspropositie. Ook de andere communicatiemiddelen zoals de website, direct mail en nieuwsbrieven moeten meer aandacht schenken aan de risico's, het rendement en de zekerheden. De informatie dient begrijpelijk te zijn voor de gemiddelde particuliere consument. Die moet steeds voldoende zijn geïnformeerd over het risicoprofiel van zijn belegging.

Ook de informatievoorziening tijdens de looptijd van de beleggingen is naar het oordeel van de AFM mager. Over ernstige problemen in de bedrijfsvoering worden beleggers over het algemeen niet of niet tijdig geïnformeerd, terwijl dergelijke informatie essentieel kan zijn om een adequate beleggingsbeslissing te nemen. Dit geldt ook als de belegger vast zit aan een obligatiebelegging, waarvan rente- en aflossingsbetalingen zijn opgeschort, of als hij deelnemer is in een fonds dat niet meer aan zijn inkoopverplichting kan voldoen. Juist dan moet de belegger juist zijn geïnformeerd om hem in staat te stellen zijn contractuele rechten te kunnen uitoefenen.

Aanbieders dienen te doen wat zij in prospectussen beloven. Het is een goede praktijk als aanbieders binnen een redelijke termijn na oprichting van het fonds of sluiting van de emissie hun beleggers schriftelijk informeren dat het vastgoed daadwerkelijk is aangekocht of in ontwikkeling is, en dat de aankoop prijs en hypothecaire financiering conform prospectus zijn. Als er op bovenstaande punten afwijkingen zijn, is een toelichting van belang die onder meer ingaat op de consequenties voor het verwachte rendement. Indien een accountant het prospectus controleert, is het raadzaam dat de accountant nagaat of het prospectus wordt nageleefd.

#### Waardering

De AFM benadrukt tot slot het belang van een actuele en correcte waardebepaling van de vastgoedportefeuille en de informatievoorziening daarover. Gebleken is dat sommige aanbieders het vastgoed slechts eens in de drie jaar laten taxeren. Buiten het feit dat vergunninghouders daarmee in overtreding zijn, meent de AFM dat een dergelijke termijn onder de huidige marktomstandigheden met flinke afwaarderingen, te lang is. Ook vastgoedfondsen buiten Wft-toezicht zouden zeker jaarlijks hun portefeuille moeten laten hertaxeren. Als een waardedaling van het vastgoed aannemelijk is, bijvoorbeeld omdat de beheerder kennis heeft van huuropzeggingen, (nieuwe) huurincentives, sideletters of breakopties, moet deze in een actuele taxatie tot uitdrukking komen. Beleggers moeten

hierover informatie krijgen. De AFM beschouwt de waardeontwikkeling van de vastgoedportefeuille namelijk als essentiële informatie die een belegger niet mag worden onthouden.

#### 5.4 Governance en bedrijfsvoering

Veel fondsen zijn naar het oordeel van de AFM niet of onvoldoende in control met betrekking tot één of meer aspecten van de governance en bedrijfsvoering. De AFM heeft beheersingsrisico's en tekortkomingen geconstateerd in:

- concern- en financieringsstructuur;
- bestuursstructuur en –samenstelling;
- vastgoedexpertise (vastgoedbeheer, verhuurmanagement);
- financieel beheer (liquiditeitsmanagement, vastgoedwaardering, financiële verslaggeving);
- naleving van toezichtregels;
- informatievoorziening aan obligatiehouders/beleggers; en
- integriteit.

De AFM vindt dit zorgwekkend. De belegger mag van zijn aanbieder verwachten dat hij een beheerste en integere bedrijfsvoering heeft om het fonds te beheren en daartoe beschikt over voldoende deskundigheid. Dit betekent dat hij erop mag vertrouwen dat de aanbieder:

- prudent met de toevertrouwde gelden omgaat, handelt zoals beschreven in het prospectus en geen middelen overhevelt naar andere fondsen of besteedt aan andere (privé)doeleinden;
- ervoor zorgt dat de belegger geen onnodig risico loopt;
- zich maximaal inspant om de waarde van de vastgoedbelegging te behouden;
- integriteitsrisico's beheerst;
- wet- en regelgeving naleeft; en
- de belegger juist en tijdig informeert over essentiële informatie.

Dat is alleen mogelijk als de aanbieder risico's tijdig onderkent en actief vermindert. Het denken en handelen in scenario's verdient daarbij aandacht.

Het bovenstaande vereist ook dat de aanbieder de kennis en kunde heeft om in alle deelmarkten in het belang van de belegger op te treden. Daarbij valt te denken aan de vastgoed-, de beleggings-, de huurders- en de financieringsmarkt. Beheren is dan ook geen parttime activiteit, die naast marketingactiviteiten kan worden uitgevoerd. Beheren is een kernactiviteit die de volle aandacht eist van het bestuur. Aanbieders met onvoldoende schaalgrootte of aanbieders met éénhoofdig bestuur lopen een groot risico niet in control te zijn en beleggers daarmee te benadelen. De AFM pleit ervoor dat alle aanbieders zeker twee bestuurders aanstellen om van alle deelmarkten thuis te zijn en de risico's te kunnen beheersen.

Een evenwichtige taak- en rolverdeling binnen het fondsbestuur is daarbij essentieel. Daarin moet een balans zijn tussen vastgoedexpertise, financiële expertise en kennis van wet- en regelgeving. Verder moet de overheersing van de bedrijfsvoering door een dominante dga worden voorkomen. Dat is alleen mogelijk als de dga zelf in staat is tegengeluid te organiseren en ernaar te handelen. Een evenwichtige verhouding tussen commercieel bewustzijn en compliancebewustzijn binnen het bestuur en richting de Raad van Commissarissen is daarbij van belang.

De integriteit van bestuurders is in meerdere gevallen duidelijk ondermaats gebleken. Hoewel de AFM dit (nog) niet als een structureel integriteitsprobleem wil beoordelen, beperken de integriteitschendingen door bestuurders zich zeker niet tot incidentele gevallen.

## 5.5 Zelfregulering

Met de aangekondigde beëindiging van de STV komt een goed zelfreguleringsinitiatief ten einde. De AFM is voorts van mening dat uit de vrijblijvende opzet van Forumvast een beperkte kwaliteitsbevorderende impuls uitgaat<sup>31</sup>. De AFM constateert dat de markt er niet in is geslaagd een goedwerkend systeem van zelfregulering met voldoende zelfreinerend vermogen te organiseren. Daardoor ligt het voor de hand te onderzoeken of overheidsregulering nodig is het om het productaanbod, de transparantie en de governance in de sector als geheel te verbeteren bijvoorbeeld door alle partijen die niet-beursgenoteerde beleggingen aanbieden aan consumenten onder het doorlopende Wft toezicht van de AFM te brengen<sup>32</sup>.

## 5.6 Toezichtfocus

De bevindingen en conclusies van de AFM zijn aanleiding voor de AFM om in haar toezichtinspanningen verhoogde aandacht aan vastgoed te blijven besteden. De AFM verwacht dat aanbieders een grotere zorgvuldigheid betrachten in het beheer van hun fondsen en het handelen in het belang van de belegger. Naar aanleiding van haar observaties zal de AFM in haar toezicht met name aandacht besteden aan:

1. een deugdelijk productaanbod;
  - met een passende risico-rendementverhouding;
  - dat in overeenstemming is met wet- en regelgeving; en
  - dat begrijpelijk is en inzicht geeft in het risicoprofiel voor de gemiddelde belegger.
2. adequate informatievoorziening bij de aanbidding van de belegging en daarna. Hierbij zal de AFM onder meer controleren of;
  - de aanbieder zegt wat hij doet;
  - beleggers tijdig en correct zijn geïnformeerd over onvoorziene ontwikkelingen of afwijkingen van het beleggingsbeleid.
3. naleving van het prospectus:
  - controle op of de aanbieder daadwerkelijk doet wat hij gezegd heeft te doen.
4. een beheerste bedrijfsvoering die weerbaar is tegen integriteitsinbreuken en de naleving van wet- en regelgeving waarborgt, waaronder onder meer controle op:
  - of de beleggingsrisico's door adequaat risicomangement worden beheerst;
  - of de interne controle en het interne toezicht, zeker in situaties met een dominante dga, adequaat is, in het bijzonder met betrekking tot kritieke aspecten zoals de investeringsbeslissingen en de vastgoedwaardering;
  - of de integriteit van de bestuurders en de onderneming is gewaarborgd door toepassing van adequate integriteitsmaatregelen zoals het inbouwen van voldoende checks and balances;
5. een adequate waardering van de vastgoedportefeuille;

---

<sup>31</sup> Forumvast heeft een laagdrempelige karakter wat tot uitdrukking komt in een "zeer beperkte ballotage bij het toelaten van leden", aldus Forumvast. Forumvast claimt daartegenover te stellen dat intern een duidelijk mechanisme is opgenomen om leden te kunnen schorsen of te royeren, indien de regels van haar model-gedragscode worden overschreden of de integriteit van een lid anderszins in het geding is.

<sup>32</sup> Dit is inclusief een Wft vergunning. Aan vergunninghouders worden eisen gesteld aan de deskundigheid en betrouwbaarheid van de bestuurders en aan de kwaliteit van de bedrijfsvoering en informatieverstrekking.

6. de aanstelling van deskundige bestuurders door de aanbieder met aandacht voor onder meer:
  - de balans tussen vastgoedexpertise, financiële expertise en kennis van wet- en regelgeving;
  - de mate waarin de bestuurders deskundig zijn om de beleggingsrisico's te beheersen; en
7. de aanstelling van integere bestuurders.

## **5.7 Tot slot**

Vastgoed kan een passende belegging zijn voor de particuliere belegger. Vastgoed blijft dan ook een onderwerp dat extra aandacht van de AFM zal hebben. Er zijn good practices geconstateerd maar desalniettemin zijn verbeteringen noodzakelijk en realiseerbaar. Met het delen van de bevindingen in dit rapport en het geven van inzicht waar de toezichtinspanningen van de AFM zich op zullen richten, verwacht de AFM dat de branche er zorg voor draagt dat de zorgvuldigheid richting de consument in de branche als geheel op een hoger en acceptabel niveau wordt gebracht.



## Bijlage 1 resultaten handhaving 2009-2011

---

Informatie inzake resultaten onderzoeken en handhavingsmaatregelen 2009-2011

<b>aantal vergunninghouders die vastgoedfondsen beheer (2011)</b>	30
<b>aantal vergunninghouders in onderzoek (2009-2011)</b>	12
vergunning intrekkingen	4
<i>waarvan op grond van ontbreken van enige vergunningplichtige activiteiten</i>	2
voornemen heenzending bestuurders	8
<i>waarvan daadwerkelijk heengezonden</i>	3
<i>waarvan de dossiers nog lopen</i>	3
voornemen aanstellen curator	2
<i>waarvan aangesteld</i>	1
aanwijzingen aan vergunninghouders	9
aantal dossiers overgedragen aan DNB wegens overtreding bankverbod	2
aantal normoverdrachten	9
<b>aantal niet-vergunninghouders ontvangen signalen (2009-2011)</b>	88
<b>aantal niet-vergunninghouders in onderzoek (2009-2011)</b>	34
aantal lasten onder dwangsom	19
aantal boetes	3
aantal dossiers overgedragen aan DNB wegens overtreding	3
aantal normoverdrachten	10
aantal aangiftes	3

**Autoriteit Financiële Markten**

**T + 020 797 2000 | F +020 797 3800**

**Postbus 11723 | 1001 GS Amsterdam**

**[www.afm.nl](http://www.afm.nl)**

De tekst in deze brochure is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontleen. Door besluiten op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet langer actueel is wanneer u deze leest. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – zoals bijvoorbeeld geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door acties ondernomen naar aanleiding van deze brochure.

Amsterdam, juli 2012