

DE VASTGOEDBELEGGINGSSECTOR EN ZELFREGULERING:

Zelfregulering werkt

De zelfregulering in de vastgoedbeleggingsbranche krijgt handen en voeten. Er is de afgelopen twee jaar veel bereikt door de Stichting Transparantie Vastgoedfondsen (STV). Inmiddels representeren de bij de STV aangesloten aanbieders 60% van het in private vastgoedfondsen belegde vermogen. Voor een verdere verbetering is echter een actievere opstelling van beleggers en banken noodzakelijk.

In de beleggingsbranche van niet beursgenoteerde vastgoedfondsen wordt momenteel voor circa € 4,8 miljard belegd vermogen van Nederlandse particuliere beleggers aan vastgoed beheerd. De branche kent circa 100 aanbieders waarvan een klein aantal, mede gegeven een aantal bekende fraudegevallen, niet altijd even deskundig of integer lijkt te zijn. Veel aanbieders en hun vastgoedbeleggingsproposities staan niet onder toezicht staan van de AFM¹. De motieven voor sommige van deze aanbieders om niet onder toezicht te (willen) staan, lijken niet altijd even zakelijk te zijn ingegeven en wekken de indruk van ontduikingsgedrag². De branche ondervindt inmiddels al een reeks van jaren reputatieschade. Dat maakt beleggers schuw en, nog onafhankelijk van de huidige financiële en economische crisis, het plaatsen van nieuwe vastgoedbeleggingsfondsen moeilijker. Zelfregulering zou hierop het antwoord moeten zijn: een stelsel van normen en waarden waaraan de branche zichzelf op vrijwillige basis onderwerpt, teneinde binnen de branche het kaf van het koren te scheiden, beleggers beter te beschermen en de Wet financieel Toezicht en zijn bestaande uitzonderingen en vrijstellingen³ te kunnen laten zoals deze waren (en thans zijn).

In 2006 is door enkele aanbieders⁴ van vastgoedbeleggingsfondsen het initiatief genomen om voor de vastgoedbeleggingsbranche in Nederland een vorm van zelfregulering van de grond te krijgen. Dat gebeurde mede op verzoek van de AFM en het Ministerie van Financiën. Dat heeft geresulteerd in de oprichting van de

¹ Circa vier op de vijf vastgoedaanbiedingen in 2007 vielen (gedeeltelijk) buiten AFM toezicht, doordat aanbieders en hun niet-beursgenoteerde vastgoedproposities gebruik maken van diverse uitzonderingen en vrijstellingen in de Wet Financieel Toezicht.

² Zie ook een artikel van Snijder en Denkers (AFM) getiteld "Incidenten en 'ontduikingsgedrag' vastgoedbeleggingssector vergroten urgentie voor geloofwaardig zelftoezicht", gepubliceerd in Tijdschrift voor Compliance, nr. 3 (mei/juni 2009)

³ De belangrijkste uitzonderingen/vrijstellingen voor AFM toezicht zijn: beleggingsfondsen met een aanbieding van maximaal € 2,5 miljoen, participaties van € 50.000 of meer, en minder dan 100 beleggers in het fonds.

⁴ Annexum, Hanzevast, IBUS, Vastgoed Syndicering Nederland en Westplan.

Stichting Transparantie Vastgoedfondsen (STV). Sindsdien zijn ook enkele andere partijen⁵ zich gaan bezighouden met een nadere invulling van vragen zoals: wat door zelfregulering te reguleren zou zijn (reikwijdte en inhoudelijke spelregels) en hoe branchespelers aan zelfregulering onderworpen kunnen worden. En tevens: wie dat alles mag of moet bedenken, implementeren en op naleving controleren.

Gedurende het laatste jaar zijn met regelmaat geluiden te horen dat zelfregulering “mislukt is”, “verder weg dan ooit is”, en “maar niet van de grond komt”. Maar klopt dit beeld wel? Voor een nadere beschouwing van deze vraag zijn twee invalshoeken van belang:

1. wat is de doelstelling of reikwijdte of afgrenzing van zelfregulering, en wat is het niet?
2. hoeveel spelers uit de branche moeten bereid zijn zich onder zelfregulering te stellen, alvorens men kan zeggen dat zelfregulering serieus genomen wordt en werkt?

Ad 1: de doelstelling, of reikwijdte of afgrenzing van zelfregulering.

Is zelfregulering het min of meer toepasbaar verklaren van wettelijke regels voor diegenen die op grond van allerlei uitzonderingen en vrijstellingen in de wet zich niet aan die wettelijke regels hoeven te houden (met als uitkomst een soort mini AFM voor toezicht op naleving op vrijwillige grondslag), of is het minder dan dat of juist meer dan dat?

De oorspronkelijke oproep in 2006 tot zelfregulering had vooral voor ogen dat (aanbieders van) niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen duidelijk en volledig zouden zijn in datgene wat zij aan beleggers aan te bieden hebben. Dat betreft enerzijds de aanbieder zelf, meestal gelieerd aan de beheerder van het vastgoed of de directie van het vastgoedfonds: is deze integer en deskundig? Anderzijds betreft dit het prospectus: krijgt de potentiële belegger op een begrijpelijke, juiste en volledige wijze inzicht in de risico's en mogelijke rendementen van een vastgoedbeleggingsmogelijkheid? De STV heeft zich van meet af aan op deze twee thema's gericht en rekent dat vanaf deze zomer met nog meer diepgang dan voorheen tot zijn voornaamste aandachtsgebieden.

Tevens kwam toen aan de orde of aanbieders, beheerders of directies van niet beursgenoteerde vastgoedfondsen op tijdige, juiste en volledige wijze aan beleggers rapporteren in hoeverre zij naar beste vermogen hun (met name in het prospectus geuite) beloftes hebben gerealiseerd. Dit betreft het afleggen van verantwoording gedurende de looptijd van een vastgoedbeleggingsfonds. Dit is een thema dat de STV zeker tot haar ambitiegebied wil rekenen, maar dit is door capaciteitsgebrek er (nog) niet van gekomen. Er zijn ook geen andere partijen die dit thema tot waarneembare voortgang hebben weten te brengen. Dat is jammer, want recentelijk heeft een aantal branchespelers zich negatief weten te profileren door niet, slecht, danwel veel te laat opening van zaken te geven over ontwikkelingen en zelfs problemen bij een aantal vastgoedbeleggingsfondsen. Het deugdelijk en snel afleggen van verantwoording door aanbieders / beheerders

⁵ Met name Vastgoedbelang (VB, een belangenvereniging van vastgoedbeleggers) en Vereniging Vastgoed Fondsen (VVF, een branchevereniging van aanbieders en beheerders van vastgoed(beleggingen)).

/ directies van vastgoedbeleggingsfondsen is een thema dat zeker onder zelfregulering zou moeten vallen. Het vooralsnog ontbreken van inhoud daarvan is echter niet een kwestie van “mislukken”, het is vooral een kwestie van het ontbreken van mensen en middelen die de branche op dit punt richting kunnen geven.

Sommigen willen onder de term zelfregulering voor de vastgoedbeleggingssector nog veel meer vatten. Bijvoorbeeld: het voorbehouden van vastgoedtaxaties aan bepaalde (gecertificeerde) taxateurs, het voorschrijven van een bepaalde taxatiemethode voor vastgoed, het alleen mogen meedoen in de branche van aanbieders/beheerders van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen na het positief afronden van een bepaalde opleiding, met een verplichting nadien tot permanente educatie, het oprichten van een rating instituut voor vastgoedfondsen enz. enz. Ideeën die ver voorbij enige wettelijke bepaling gaan en dus ook voor het gereguleerde deel van de branche volkomen nieuw zouden zijn. In deze verwarring wat onder zelfregulering zou moeten worden verstaan, lijkt één conclusie wel gerechtvaardigd: hoe breder men zelfregulering wenst te definiëren, hoe sneller men met recht kan zeggen dat zelfregulering zal mislukken of is mislukt. De genoemde voorbeelden zijn naar onze mening prachtige initiatieven voor een voortgaande professionalisering van de branche. Echter, door deze thans onder zelfregulering te scharen, wordt de kans van welslagen, of in elk geval het tempo ervan, gefrustreerd.

Conclusie: het is goed verdedigbaar om zelfregulering te richten op:

- de deskundigheid en integriteit van de aanbieder, beheerder en directie van niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen,
- de transparantie van de vastgoedbeleggingsaanbieding (het prospectus) en
- het afleggen van verantwoording door de aanbieder, beheerder en directie van niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen.

Het is dan tevens redelijk om de koers van zelfregulering te vinden in naleving van bestaande wet- en regelgeving, ook door branchespelers die daartoe op grond van wettelijke uitzonderingen en vrijstellingen niet verplicht zijn. Andere zaken die men graag wil verbeteren, kunnen aanbevelenswaardig zijn, wellicht een signaal om tot een “best practice” te komen. Maar dat gaat de perken van zelfregulering te buiten.

In deze optiek kan gesteld worden dat zelfregulering per heden ruime inhoud heeft gekregen, met als uitzondering (of beter: als nog nader in te vullen) het thema afleggen van verantwoording.

Ad 2: de dekkingsgraad van zelfregulering.

Bij de oprichting van de STV is in een inaugurele sessie in december 2006 door de toenmalige bestuursvoorzitter van de AFM, de heer Mr. A.W.H. Docters van Leeuwen, gememoreerd dat tenminste driekwart van de branche zichzelf onder de zelfregulering dient te stellen, wil zij serieus genomen kunnen worden. Nu kan men de “branche” definiëren in termen van aantal aanbieders (dan zouden tenminste circa 75 aanbieders van vastgoedproposities zich onder zelfregulering hebben willen stellen) of in termen van belegd

vermogen (dan zouden aanbieders die gezamenlijk voor tenminste circa € 3,6 miljard aan beleggersvermogen in vastgoedfondsen beheren, zich onder zelfregulering hebben willen stellen).

Maar in beide definities is er een tekort: het aantal partijen uit de branche dat zich per heden met een of andere vorm van zelfregulering heeft ingelaten, haalt de driekwart van de branche niet. Gemeten naar het aantal aangesloten branchespelers dat als contribuant is aangesloten bij de STV is dat circa 22% (in aantallen aanbieders) of circa 60% (in beleggersvermogen). Andere organisaties in Nederland dan de STV die zich concreet met zelfregulering in een of andere vorm zeggen bezig te houden, hebben nog niet veel waarneembaars voortgebracht. Een betere indruk van de mate waarin de branche zich per heden onder zelfregulering heeft willen stellen, is dus niet goed voorhanden.

Nog niet serieus genoeg dus, maar anderzijds toch ook niet weg te poetsen als irrelevant. En al zeker niet indachtig het feit dat:

- de zelfreguleringsdiscussie pas 2½ jaar geleden is begonnen (wie kan een bedrijfstak met vele spelers in minder tijd veranderen zonder wetgeving, zonder sanctiemogelijkheid, uitsluitend op basis van vrijwilligheid?),
- dat de STV, die nog geen 2 jaar operationeel is, steeds beter ingespeeld raakt op de dingen die zij doet.

De branche zal juist nu, in een economische crisis met bekende en naar verwachting nog komende deconfitures en na weer een aantal recente fraudegevallen, iets moeten doen om door herstel van vertrouwen uit de malaise te komen en om weer gewoon goede zaken te kunnen gaan doen. Een uitdaging daarbij is dat branchespelers zich beter bewust worden van het feit dat het zich onder zelfregulering stellen (i.c. het verhogen van de dekkinggraad van zelfregulering) een belangrijke stap daartoe kan zijn. Dat zou een belangrijk signaal zijn dat die branchespelers zich expliciet uitspreken voor meer transparantie, voor een betere “governance”, voor meer professionalisme in hun vak en dus voor een beter product voor de belegger. Iets specifieker geformuleerd: een branchespeler die zich als contribuant aansluit bij de STV (en de STV accepteert die branchespeler als contribuant) is bereid de lat voor zichzelf hoog te leggen. Hij wil zich differentiëren van die branchegenoten die deze bereidheid niet uitspreken, danwel die kwalitatief inhoudelijk zodanig tekort schieten dat die lat onbereikbaar is. Het is een illusie dat “de branche” in het algemeen deze bereidheid wil uitspreken, laat staan waarmaken. Maar individuele spelers kunnen dat wel. Het zich onder zelfregulering (willen) stellen kan daarmee een concurrentievoordeel opleveren. Of wellicht zelfs een noodzakelijkheid om weer tot zaken als vanouds te komen.

In deze context zou men kunnen stellen dat de dekkinggraad van zelfregulering (althans, bij gebrek aan een beter kengetal, het aantal STV-contribuanten als percentage van het totaal aantal aanbieders van vastgoedbeleggingsfondsen) weliswaar lager is dan gewenst, maar dat deze dekkinggraad ook een indicatie is van het aantal branchespelers dat zich bewust is van de noodzaak van kwaliteit van hun dienstverlening naar beleggers toe, de noodzaak van het naleven van een zeker kader van normen en waarden. Een hoge(re) dekkinggraad zou bereikt kunnen worden door de inhoudelijkheid van zelfregulering een slap aftreksel te maken, een wassen neus, “easy to get”. Maar dat kan naar het oordeel van STV niet de bedoeling zijn. Deelnemers aan zelfregulering (of wederom, uit praktisch motief, de STV contribuanten) zouden de waardering

moeten krijgen van beleggers en banken, omdat deze hun zaken beter voor elkaar (willen) hebben, in overeenstemming met een bepaald kader van normen en waarden.

In deze gedachte ligt tevens een taak bij beleggers (en beleggersbelangenverenigingen) en banken: wilt u uw geld geven aan partijen die zich conformeren aan dat kader van normen en waarden, maar wilt u dat ook aan partijen die zich daaraan onttrekken of zich daarover niet wensen uit te laten? Het is een kwestie van afweging van risico's.

Functies van de STV

Voor het krijgen van een beeld wat aansluiting bij de STV impliceert, i.c. met welke aspecten van zelfregulering in STV verband een contribuant te maken krijgt, is het van belang de functies van STV te weten. Deze zijn:

- * STV heeft een acceptatieprocedure waaraan aanbieders/beheerders van niet-beurs-genoteerde vastgoedbeleggingsfondsen die zich wensen aan te sluiten bij de STV zich dienen te onderwerpen. STV neemt een bewuste beslissing om een aanbieder/beheerder als contribuant van STV te accepteren. De kring van mogelijke contribuanten is bewust ruimer gesteld dan alleen aanbieders/houders van een AFM vergunning, met name omdat STV opereert op grond van zelfregulering en niet op grond van wettelijke eisen of bevoegdheden. Echter, de grondslag voor die bewuste beslissing is per definitie betrekkelijk. STV heeft immers voor de vaststelling van deskundigheid en integriteit van kandidaat-contribuanten niet de onderzoeksmogelijkheden die AFM en DNB, in de uitvoering van hun wettelijk toegewezen taken, wel hebben. Desalniettemin heeft deze "bewaking aan de poort" toch grote waarde. Deels omdat de aspirant-contribuant zich open heeft willen stellen voor nadere bevraging en onderzoek, maar ook omdat de aspirant-contribuant uitspreekt dat hij een aantal zaken geregeld wil hebben (en in voorkomende gevallen ook al geregeld heeft) die alles te maken hebben met ethiek en integriteit. Daarmee stelt hij zich mogelijk kwetsbaar op, maar onderscheidt hij zich wel duidelijk van branchegenoten die dit niet doen.
- * STV stelt als eis dat contribuanten een gedragscode hebben die tenminste aan bepaalde minimumeisen voldoet. STV toetst deze gedragscode jaarlijks op opzet (met ingang van 2009). Ook deze gedragscode heeft alles te maken met ethiek en integriteit.
- * STV toetst prospectussen van contribuanten of deze voldoen aan de STV Standaarden. Vanaf 1 augustus jl. worden hiertoe criteria gehanteerd welke (grotendeels) ook gehanteerd worden door AFM ingeval van wettelijk vereiste vergunningen voor prospectussen, i.c. naleving van eisen zoals gesteld in de Prospectusrichtlijn, Wet financieel Toezicht e.d. Het betreft hier een principiële stellingname van STV: contribuanten die gebruik willen maken van onder de WfT bestaande vrijstellingen of ontheffingen, moeten toch hun prospectus inrichten alsof die vrijstellingen of ontheffingen er niet zouden zijn. Ook al hoeft dat wettelijk dus niet. Deze stellingname vloeit voort uit de overtuiging van STV dat de wetgever een doorwrocht en redelijk geheel van regels heeft gemaakt waaraan prospectussen voor beleggingsproducten moeten voldoen, in het belang van de belegger. Het is ook bedoeld om aanbieders/beheerders, die deze regels willen ontwijken (lees ook: die zich op een snelle en gemakkelijke wijze, zonder AFM toezicht, op beleggers willen richten) te weren.
- * STV heeft binnen de STV Standaarden voor toetsing van prospectussen tevens een aantal aanbevelingen opgenomen voor opname in het prospectus. Deze stijgen uit boven enige bepaling in wet- of regelgeving, en zijn vooral bedoeld als "best practice" suggesties om in te spelen op het noodzakelijke herstel van

vertrouwen in de branche. Een prospectus hoeft met deze aanbevelingen niet iets te doen, maar als dat wel gebeurt wil STV dat graag positief benadrukken.

Bij de formulering van deze STV functies dient steeds rekenschap te worden gegeven van het feit dat contribuanten aan de door de STV gestelde eisen moeten kunnen voldoen maar vooral ook moeten willen voldoen. STV contribuanten “hebben het zwaarder” dan niet STV contribuanten (althans voorzover zij niet al onder wettelijke verplichtingen en vergunningeneisen vallen). Dit is de kern van zelfregulering. Indien deze partijen deze zwaarteverschillen niet kunnen of willen accepteren, dan haken zij af. En als zij het vereiste niveau niet weten waar te maken, dan zal de STV de relatie met de betreffende contribuant beëindigen. STV werkt niet met vergunningen, zoals de AFM dat wel doet. STV heeft geen bevoegdheid tot het opleggen van sancties. STV heeft slechts een relatie met een contribuant, en als die relatie wordt verbroken dan kan dat een signaal zijn dat de betreffende (ex)contribuant niet (langer) het door STV gewenste niveau van zakendoen haalt, of zich niet (langer) daartoe expliciet wenst te committeren.

Wat is er gerealiseerd in de afgelopen twee jaren?

Voor contribuanten die aan STV één of meer prospectussen ter toetsing hebben aangeboden, kunnen wij stellen dat de kwaliteit van hun prospectussen in het algemeen is verbeterd. Diverse contribuanten hebben ook expliciet naar STV teruggekoppeld dat de toetsingsarbeid van de STV de kwaliteit van hun prospectus heeft verhoogd. Naar het oordeel van STV kan hier van een succes van (een onderdeel van) zelfregulering gesproken worden.

Voorts is bij een aantal contribuanten een gedragscode ontwikkeld en ingevoerd die, mede in het licht van de door STV geformuleerde minimumeisen gedragscode, kwalitatief goed is te noemen.

Wellicht minder zichtbaar, maar zeker belangrijk, is ook de rol die de STV in een aantal gevallen heeft gespeeld bij het beter tot uitdrukking brengen van bepaalde risico's van vastgoedbeleggingsproposities of van bepaalde gebreken in prospectussen (via de STV toetsingsbrief), blokkades die STV heeft opgeworpen voor toetreding van bepaalde branchegenoten als STV contribuant, de beëindiging van de relatie als contribuant met enkele branchespelers, en , last but not least, de STV stellingname tegen een aantal prospectussen die als ronduit slecht, misleidend of verouderd/niet terzake doende werden afgedaan.

Er is STV veel aan gelegen duidelijk te zijn dat haar contribuanten op een aantal goed geformuleerde aspecten de maat genomen is en wordt, en dat dat tot positieve conclusies heeft geleid. Als die conclusie niet getrokken kan worden (te licht bevonden of geen oordeel omdat er onduidelijkheden zijn) en als er in goed overleg geen verbeteringen mogelijk lijken, dan heeft STV de voorkeur om de relatie te beëindigen. Alleen op deze wijze kan er aan zelfregulering (althans het deel daarvan dat wordt afgedekt door STV) zichtbare waarde worden toegekend. Het komt ons voor dat dat aspect belangrijker moet worden geacht dan het simpele streven om de dekkingsgraad omhoog te krijgen.

Samenvattend:

Er wordt met regelmaat gesuggereerd dat zelfregulering in de branche van niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen mislukt is, of verder weg dan ooit. Echter, tussen vele denkers, doeners, schrijvers en praters over dit onderwerp zit een STV, die op enkele belangrijke onderdelen van wat men onder zelfregulering zou kunnen vatten, belangrijke stappen voorwaarts heeft weten te zetten, en voor die onderdelen een waardevolle invulling heeft weten te geven. Helaas is op één onderdeel van wat onder zelfregulering zou moeten vallen, het afleggen van verantwoording, vooralsnog weinig te melden. Dat is met name een gevolg van een tekort aan mensen en middelen. Het voornaamste probleem lijkt te zitten in een te lage dekkinggraad: er zijn vooralsnog een onvoldoende aantal branchespelers die bereid is gebleken zich onder zelfregulering te plaatsen. Wellicht te weinig om zelfregulering als een succes te benoemen, maar wel voldoende om een onderscheid te maken tussen de branchespelers die zich onder zelfregulering hebben geplaatst, en degenen die dat niet hebben gedaan. Dat onderscheid zou op waarde geschat moeten worden, met name door beleggers en door (hypotheek)lening verstreckende banken. Er is immers een belangrijk verschil in risico om geld te geven aan partijen die zich wel, en die zich niet expliciet uitspreken om zich te willen conformeren aan bepaalde regels, normen en waarden.

Zelfregulering is onderweg serieus te worden.

Naarden, 2 oktober 2009

Robert Weisz, voorzitter

John Kuik, directeur