



NYSTAETE
GROUP



AFSTUDEERSCRIPTIE

“Het structureren van een vastgoedbeleggingsfonds”

S.J. Hartman

Hogeschool Saxion

Versie 1

Oldenzaal, 16 juli 2019

Gegevens opdrachtnemer:

Sten Hartman (424154)
424154@student.saxion.nl
hartmansten@gmail.com
06 23 18 52 00
7596LT Rossum
De Hersmole 25

Gegevens opdrachtgever:

Michiel Dijkers
m.dijkers@nystaete.nl
05 41 57 39 00
7573 PA Oldenzaal
Haerstraat 125

Gegevens opleiding:

Saxion Hogeschool Enschede
Academie Bestuur, Recht & Ruimte
Vastgoed & Makelaardij
7513 AB Enschede
M.H. Tromplaan 28

Gegevens begeleider

Marcel Westerhof
m.h.j.m.westerhof@saxion.nl
06 12 52 94 09
Saxion Hogeschool Enschede
Academie Recht, Bestuur & Ruimte
Vastgoed & Makelaardij

Gegevens tweede begeleider

Stefan Hofsté
s.hofste@saxion.nl
06 51 11 76 42
Saxion Hogeschool Enschede
Academie Recht, Bestuur & Ruimte
Vastgoed & Makelaardij

Publicatie:

Versie 1
Oldenzaal, 16 juli 2019



Samenvatting

De afstudeerscriptie is opgesteld in opdracht van NyStaete Group te Oldenzaal en geeft inzichten die nodig zijn bij het oprichten van een vastgoedbeleggingsfonds voor particuliere beleggers. Het onderzoek dat is uitgevoerd is onderverdeeld in een viertal deelvragen waarmee de hoofdvraag, ook wel probleemstelling genoemd, beantwoord is.

De eerste deelvraag is beantwoord in het tweede hoofdstuk. De begrippen vastgoedbeleggingsfonds en particulieren zijn in dit hoofdstuk geoperationaliseerd. Vastgoedbeleggingsfondsen kenmerken zich door hoofdzakelijk op een economisch rendement te concentreren. Dit rendement wordt gerealiseerd tijdens de exploitatie en verkoop van vastgoedobjecten. De huurstromen zijn het directe rendement, de mogelijke waardeestijging van het vastgoedobject het indirecte rendement. Voor de financiering van een vastgoedbeleggingsfonds wordt eigen vermogen en vreemd vermogen aangetrokken. Particuliere beleggers zijn individuen of particuliere organisaties. Publieke organisaties zijn daarmee uitgesloten. Particuliere beleggers kunnen de rol vervullen van aandeelhouder of die van obligatiehouder binnen een beleggingsfonds.

De tweede deelvraag is beantwoord in het derde hoofdstuk. In dit hoofdstuk is gezocht naar de bepalende aspecten bij het structureren van een beleggingsfonds. Deze aspecten zijn de juridische, financiële en fiscale aspecten. Deze aspecten zijn in een drietal overzichten vormgegeven. Onder de juridische aspecten vallen de juridische entiteiten, inspraak van de beleggers, het vergunning regime, de prospectusplicht en het type beleggers. Onder de financiële aspecten vallen het aantal participanten, de vermogenssamenstelling van het fonds, de fondsgrootte en de minimale inleg per participatie. De financiële en juridische aspecten zijn nauw met elkaar verbonden omdat de financiële vormgeving van het fonds juridische gevolgen kan hebben. Onder de fiscale aspecten vallen alleen de fiscale gevolgen. Gedurende het onderzoek is gebleken dat de fiscale aspecten ondergeschikt zijn aan de juridische en financiële aspecten.

De derde deelvraag is beantwoord in het vierde hoofdstuk. In dit hoofdstuk is het concept beroepsproduct weergegeven. Om invulling te geven aan de fondstructuur moet op alle onderdelen van de bepalende aspecten een invulling worden gegeven.

De vierde deelvraag is beantwoord in het vijfde hoofdstuk en heeft betrekking op de toetsing van het concept-beroepsproduct in de praktijk. Eerst is een interne toetsing afgenomen bij de expert binnen NyStaete. Na deze toetsing zijn externe specialisten benaderd en interviews met hen afgenomen. Uit deze interviews is te concluderen dat het beroepsproduct voldoet aan de huidige juridische, financiële en fiscale eisen vanuit de markt en een goed raamwerk biedt bij het oprichten van vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren. Echter benadrukken de specialisten wel dat het om niet meer dan een raamwerk kán gaan en dat een verdere invulling van een vastgoedbeleggingsfonds volledig afhankelijk is van een groot aantal factoren die niet in overzichten zijn weer te geven zoals veranderende eisen vanuit de belegger, economische en maatschappelijke ontwikkelingen of het ontstaan van nieuwe beleggingsmogelijkheden.

In het laatste hoofdstuk is de probleemstelling beantwoord. Gedurende het onderzoek is gebleken dat vanuit het oogpunt van de fondsbeheerder of de beleggers de verschillende aspecten niet gelijkwaardig zijn. Beleggers zijn op zoek naar rendement. De wijze waarop dit rendement wordt waargemaakt is in de eerste instantie bijzaak. Voor de fondsbeheerder geldt dat de keuzes gemaakt worden op basis van het vastgoed, zoals uit het interview met Drs. Heurman RBA is gebleken. Zaken als de betrouwbaarheid van de huurder, de functie van het vastgoed, wensen van de beleggers en andere factoren zorgen ervoor dat een overzicht als in dit onderzoek enkel de basis weergeeft. Ook is het belangrijk te onthouden dat de wet- en regelgeving met betrekking tot dit onderwerp onderhevig is aan veel veranderingen.



Voorwoord

Voor u ligt de afstudeerscriptie "'Het structureren van een vastgoedbeleggingsfonds'". Na een periode van 20 weken dient deze afstudeerscriptie als afsluiting van mijn afstudeeronderzoek bij NyStaete. Gedurende het uitvoeren van deze afstudeerperiode is onderzoek gedaan naar de kennis die nodig is bij het structureren van een vastgoedbeleggingsfonds dat voldoet aan de huidige eisen vanuit de markt.

Met plezier heb ik dit onderzoek uitgevoerd en gedurende deze periode het management van NyStaete bijgestaan in vraagstukken met betrekking tot het thema van mijn onderzoek. Tijdens deze periode heb ik geleerd zelfstandig onderzoek te doen.

Graag wil ik daarom mijn begeleiders Michiel Dijkers en Marcel Westerhof bedanken voor de uitstekende ondersteuning gedurende deze afstudeerperiode. Naast mijn begeleiders heb ik ook het geluk gehad dat een aantal specialisten mij hebben willen bijstaan in de informatievoorziening en de toetsing van mijn afstudeerscriptie. Met name wil ik Mr. Drs. G. Kolsté van de Rijksbelastingdienst te Almelo bedanken, Drs. W.G.M. Vaneker RA van de Rijksbelastingdienst te Enschede én Drs. P. Heurman RBA, partner bij Haerzathe Investments.

Ik wens u veel leesplezier toe.

Sten Hartman

Oldenzaal, 16 juli 2019



Inhoudsopgave

Samenvatting	2
Voorwoord	4
Inhoudsopgave	5
Afkortingenlijst	7
Hoofdstuk 1 Inleiding	8
§ 1.1 Probleemomschrijving & aanleiding	8
§ 1.1.1 Probleemanalyse	9
§ 1.1.2 Doelstelling, probleemstelling & deelvragen	10
§ 1.1.3 Onderzoeksmodel	11
§ 1.2 Onderzoeksopzet	12
§ 1.2.1 Onderzoeksaanpak	12
§ 1.2.2 Kwaliteit van het onderzoek	14
§ 1.3 Leeswijzer	15
Hoofdstuk 2 Vastgoedbeleggingsfondsen en particulieren	16
§ 2.1 Vastgoedbeleggingsfonds	16
§ 2.1.1 Historie vastgoedbeleggingsfondsen	16
§ 2.1.2 Rol van vastgoedbeleggingsfondsen	18
§ 2.1.3 Operationalisering Vastgoedbeleggingsfondsen	18
§ 2.2 Particulieren	19
§ 2.2.1 Begrip particulieren	19
§ 2.2.2 Rol van particulieren	19
§ 2.2.3 Operationaliseren van particulieren	20
§ 2.3 Conclusie	21
Hoofdstuk 3 Juridische, financiële & fiscale aspecten	22
§ 3.1 Juridische aspecten	22
§ 3.1.1 Wettelijke ondernemingsvormen	22
§ 3.1.2 Toezicht op beleggingsfondsen	25
§ 3.1.3 Deelconclusie juridische aspecten	27
§ 3.2 Financiële aspecten	29
§ 3.2.1 Eigen vermogen	29
§ 3.2.2 Vreemd vermogen	29
§ 3.2.3 Rendement	30
§ 3.2.4 Deelconclusie financiële aspecten	32
§ 3.3 Fiscale aspecten	33
§ 3.3.1 Fiscale beleggingsinstelling	33
§ 3.3.2 Fiscaal transparant beleggingsfonds	33
§ 3.3.3 Deelconclusie fiscale aspecten	34
§ 3.4 Conclusie	35
Hoofdstuk 4 Concept-beroepsproduct	36
§ 4.1 Toelichting opbouw theoretisch kader	36

§4.2 Definities	37
§4.3 Concept beroepsproduct	38
§4.3.1 Juridische aspecten.....	38
§4.3.2 Financiële aspecten.....	40
§4.3.3 Fiscale aspecten.....	41
§4.4 Conclusie	41
Hoofdstuk 5 Toetsing in de praktijk	43
§5.1 Methode van toetsing	43
§5.2 Interne toetsing	44
§5.2.1 Interviewresultaten.....	44
§5.2.2 Wijzigingen beroepsproduct.....	44
§5.3 Externe toetsing.....	44
§5.3.1 Interviewresultaten.....	45
§5.3.2 Wijzigingen beroepsproduct.....	45
§5.4 Conclusie	45
Hoofdstuk 6 Conclusie, evaluatie & aanbevelingen	48
§6.1 Conclusie	48
§6.2 Evaluatie.....	51
§6.2.1 Evaluatie betrouwbaarheid & validiteit.....	51
§6.2.2 Evaluatie onderzoeksproces.....	51
§6.2.3 Evaluatie bruikbaarheid	52
§6.3 Aanbevelingen	52
§6.3.1 Bepalende aspecten	53
§6.3.2 Aanbevelingen toekomstig onderzoek.....	53
§6.3.3 Aanbevelingen ten aanzien van bereiken extern doel	53
Literatuurlijst	54
Bijlage A - Rechtsvormen	58
Bijlage B – Aandelen & obligaties	60
Bijlage C - Structureringsvormen.....	62
<i>Commanditaire vennootschap</i>	<i>63</i>
<i>Fonds voor gemene rekening.....</i>	<i>64</i>
<i>Besloten vennootschap</i>	<i>65</i>
Bijlage D – Toetsing	66
Michiel Dijkers.....	66
Pim Heurman.....	67
Gertjan Kolsté.....	69
W.G.M. Vaneker	71
Bijlage E – Logboek	72

AFKORTINGEN	BETEKENIS
ABI	Alternatieve beleggingsinstelling
AFM	Fonds voor gemene rekening
AIFM	Alternative investment fund managers directive
BV	Besloten vennootschap
BW	Burgerlijk wetboek
CBS	Centraal bureau voor de statistiek
CV	Commanditaire vennootschap
DNB	De Nederlandsche Bank
DR	Direct rendement
EU	Europese Unie
FGR	Fonds voor gemene rekening
GFGR	Gesloten fonds voor gemene rekening
OFGR	Open fonds voor gemene rekening
ICBE	Instellingen voor collectieve beleggingen in effecten
IR	Indirect rendement
IRR	Internal rate of return
NV	Naamloze vennootschap
REV	Rendement eigen vermogen
RVV	Rendement vreemd vermogen
VBA	Vereniging beleggingsanalisten
VOC	Verenigde Oost-Indische Compagnie
VPB	Vennootschapsbelasting

In dit hoofdstuk is de achtergrond van het onderzoek omschreven, is de aanleiding van het onderzoek toegelicht en bevat het een probleemanalyse. Hieruit vloeien vervolgens de doelstelling, probleemstelling en de deelvragen voort. Op basis van deze aspecten is vervolgens een onderzoeksmodel opgezet. In de tweede paragraaf is de onderzoeksopzet toegelicht. Deze bestaat uit een uitwerking van de onderzoeksaanpak en de kwaliteit van het onderzoek. De laatste paragraaf in dit hoofdstuk is de leeswijzer.

§1.1 Probleemomschrijving & aanleiding

Beleggen is het opgeven van zekere huidige bedragen in ruil voor onzekere inkomsten in de toekomst (Gool, Jager, Theebe, & Weisz, 2013). De mensheid is reeds bekend met beleggen sinds de oudheid. Het wetboek van Hammurabi van Babylon (ca.1750 v. Christus) omschreef al wat beleggen en handel inhielden en wat de straffen waren op het niet nakomen van afspraken en betalingen (Blois & Spek, 2001). Sindsdien hebben veel nieuwe ontwikkelingen plaatsgevonden. Nieuwe wet- en regelgeving, maar ook nieuwe vormen van beleggen.

Tegenwoordig is de meest bekende vorm van beleggen de handel in aandelen en staatsobligaties door grote institutionele beleggers zoals pensioenfondsen (DNB, 2013). Voor particuliere beleggers geldt hetzelfde. Enkele jaren na de economische crisis van 2008 bezat het gemiddelde Nederlandse huishouden ruim 14.000 euro aan aandelen (Wegwijs, 2011). Beleggers zijn ook actief in de vastgoedmarkten (Gool P. v., 2013). Tijdens de economische crisis nam het aantal nieuwe beleggingen in vastgoed sterk af. Het heeft tot 2014 geduurd voordat het aantal buitenlandse beleggingen in Nederlands vastgoed terug op het niveau van 2008 was (Vastgoedmarkt, 2019). Het aantal beleggingen in Nederlands vastgoed neemt inmiddels steeds sterker toe. In de eerste helft van 2018 nam de totale omvang van beleggingen in vastgoed in Nederland voor het eerst toe tot tien miljard euro (Vastgoedberichten, 2018).

Beleggen in vastgoed gebeurt in hoofdzaak op een tweetal wijzen. Beleggen in direct vastgoed en beleggen in indirect vastgoed. Een belegger die indirect actief is op de vastgoedmarkt is eigenaar van aandelen. Beleggers die beleggen in direct vastgoed zijn eigenaar van het object zelf. Dit maakt direct beleggen altijd een private aangelegenheid. Indirecte beleggers verhandelen aandelen in vastgoed vaak op de beurs. Dit maakt hen publieke indirecte beleggers, aangezien de aandelen publiekelijk te verhandelen zijn op aandelenbeurzen. Echter, de mogelijkheid voor indirecte beleggers bestaat om ook te kiezen voor een private fondsstructuur waarbij vastgoedaandelen niet beursgenoteerd zijn. Een fondsstructuur is een combinatie van juridische entiteiten die gebruikt worden om de beleggingsactiviteiten mee uit te voeren. Vastgoedbeleggers kunnen de aandelen bij een private fondsstructuur niet publiekelijk verhandelen via een beurs en zijn gebonden aan beperkingen afhankelijk van de structurering van het private fonds (Gool P. v., 2013).

Vastgoedbeleggers zijn vervolgens verder te onderscheiden in twee typen beleggers. De institutionele en de particuliere belegger. Een institutionele belegger is bijvoorbeeld een pensioenfonds of een beursgenoteerd vastgoedfonds (Berkhout T. Z., 2017). Een kenmerk van institutionele beleggers is dat deze beleggers beschikken over veel eigen vermogen. Particuliere beleggers bestaan uit veelal individuen en particuliere organisaties. Voor particuliere beleggers geldt dat veel gebruik wordt gemaakt van vreemd vermogen. Dit kan resulteren in een hoger rendement. Daartegenover staat echter ook een hoger risicoprofiel voor de beleggers (Berkhout T. Z., 2017).

Bij een private fondsstructuur vinden beleggers elkaar om samen vastgoed aan te kopen. Het aantal beleggers en de grootte van de individuele investeringen wijken in de praktijk sterk af. Beleggers die indirect beleggen in een private fondsstructuur kiezen hiervoor om

uiteenlopende redenen. De meest voor de hand liggende reden is vaak een gebrek aan expertise op het gebied van vastgoedmanagement en de mogelijkheid van kleinere investeringen. Hier staat tegenover dat beleggers invloed verliezen op het beleid en mogelijk een hoger risico aangaan door gebruik van vreemd vermogen (Gool P. v., 2013).

Bij het opzetten van een private fondsstructuur voor particulieren is sprake van een aantal bepalende aspecten die de verdere uitwerking van de structuur bepalen. Het is belangrijk voor beleggers om telkens de meest geschikte fondsstructuur op te zetten (Boom, 2009). Houdstermaatschappijen hebben daarom behoefte aan een lijst van de structureringsmogelijkheden van vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren waarbij relevante aspecten overzichtelijk worden gemaakt per structureringsmogelijkheid.

§1.1.1 Probleemanalyse

De probleemanalyse geeft een beschrijving van de organisatie. Vervolgens is het probleem van de opdrachtgever hier verder toegelicht.

NyStaete Group (hierna NyStaete) te Oldenzaal is een houdstermaatschappij die actief is met de volgende disciplines: NyStaete Communications, NyStaete Participations & NyStaete Real Estate. Dit onderzoek heeft vooral betrekking op de activiteiten van NyStaete Real Estate. NyStaete Real Estate houdt zich bezig met onder andere vastgoedontwikkeling en vastgoedbeleggingsfondsen. NyStaete Real Estate vervult de rol van fondsbeheerder bij lopende vastgoedfondsen (NyStaete, 2019).

NyStaete loopt tegen hetzelfde probleem aan als andere vastgoedfondsbeheerders. NyStaete wil de activiteiten van NyStaete Real Estate intensiveren. Om dit te realiseren heeft NyStaete onderzoek laten uitvoeren naar de structureringsmogelijkheden van particuliere vastgoedbeleggingsfondsen. NyStaete heeft behoefte aan een lijst van structureringsmogelijkheden van vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren.

Door deze lijst met aspecten op te stellen van de mogelijke structureringsvormen van vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren heeft NyStaete inzicht verkregen in de verschillende mogelijkheden op deze gebieden met betrekking tot dergelijke fondsen. Dit inzicht dient als basis voor uiteindelijke intensivering van de werkzaamheden van NyStaete Real Estate.

§1.1.2 Doelstelling, probleemstelling & deelvragen

Aan de hand van de aanleiding en probleemanalyse zijn de doelstellingen, probleemstelling en de deelvragen opgesteld. Dat gebeurt in deze sub-paragraaf.

Interne doelstelling:

De interne doelstelling is de doelstelling van de onderzoeker. De interne doelstelling luidt als volgt:

Door het opstellen van een lijst met aspecten inzicht verkrijgen in de mogelijke structuren van vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren.

Externe doelstelling:

De externe doelstelling is de doelstelling van de opdrachtgever. In dit geval is dat NyStaete. De externe doelstelling luidt als volgt:

Aan de hand van de lijst beoordelen in welke structuur de organisatie vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren opstart.

Met dit onderzoek is beroep gedaan op één van de twee pijlers competenties van de opleiding Vastgoed & Makelaardij, namelijk managen. Naast deze competentie is ook sprake van een verdieping in de ondersteunende competenties juridisch denken & handelen en financieel -economisch denken & handelen.

Probleemstelling:

De probleemstelling is een afgeleide van het interne doel. De probleemstelling is de algemene vraag betreffende het gehele onderzoek, waar uiteindelijk antwoord op is gegeven. De probleemstelling is als volgt:

Welke lijst met aspecten kan worden opgesteld waarmee NyStaete inzicht verkrijgt in de mogelijke structuren van vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren?

Deelvragen:

Om de probleemstelling te beantwoorden is deze opgedeeld in vier deelvragen. Aan de hand van deze deelvragen is de probleemstelling beantwoord. De deelvragen luiden als volgt:

Theoretische deelvragen:

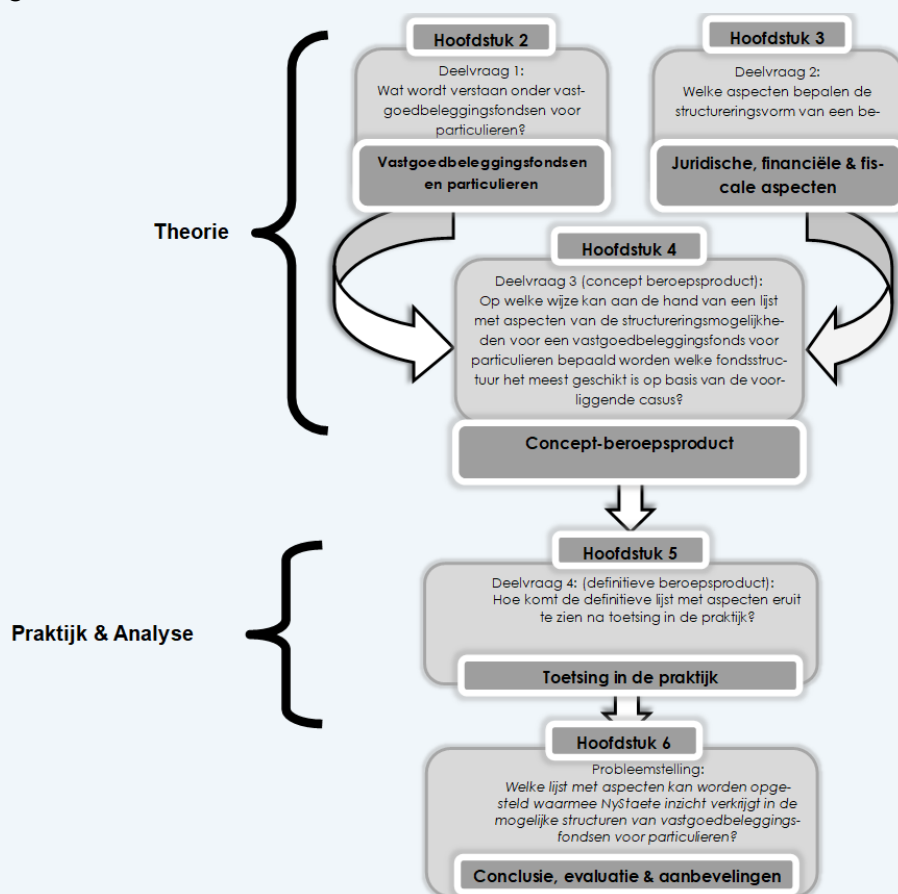
1. Wat wordt verstaan onder vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren?
2. Welke aspecten bepalen de structureringsvorm van een beleggingsfonds?
3. Op welke wijze kan aan de hand van een lijst met aspecten van de structureringsmogelijkheden voor een vastgoedbeleggingsfonds voor particulieren bepaald worden welke fondsstructuur het meest geschikt is op basis van de voorliggende casus?

Praktische deelvraag:

4. Hoe komt de definitieve lijst met aspecten eruit te zien na toetsing in de praktijk?

§1.1.3 Onderzoeksmodel

In figuur 1.1 is een schematische weergave van het onderzoeksmodel afgebeeld. Het onderzoeksmodel geeft weer in welke stappen het onderzoek is opgebouwd en wat de samenhang is van de verschillende onderdelen.



Figuur 1.1: Onderzoeksmodel (Eigen bewerking, 2019)

In het tweede hoofdstuk is dieper ingegaan op de begrippen vastgoedbeleggingsfondsen en particulieren. Deze begrippen zijn in dit hoofdstuk verder geoperationaliseerd. In het derde hoofdstuk is uitgewerkt welke mogelijkheden bestaan om vastgoedbeleggingsfondsen te structureren en op basis van welke aspecten deze vastgoedbeleggingsfondsen worden gestructureerd.

In het vierde hoofdstuk zijn vervolgens de twee voorgaande hoofdstukken samengevoegd. De geoperationaliseerde begrippen uit hoofdstuk twee zijn in hoofdstuk vier gebruikt om de deelvraag te beantwoorden. De aspecten die voortvloeien uit hoofdstuk drie zijn hier toegepast op de begrippen uit hoofdstuk twee. In dit hoofdstuk vindt dus nog een verdieping plaats van beleggingsfondsen specifiek gericht op vastgoed en particulieren. Het overzicht dat hieruit voortvloeit is de lijst structureringsmogelijkheden met aspecten. Dit is het concept-beroepsproduct van het onderzoek.

In het vijfde hoofdstuk vindt de toetsing van het theoretisch kader in de praktijk plaats. Op basis van het concept-beroepsproduct uit het vorige hoofdstuk zijn interviewvragen opgesteld. De interviews zijn afgenomen bij vakspecialisten van de in hoofdstuk drie bepaalde aspecten. De resultaten van deze interviews zijn uiteindelijk overzichtelijk weergegeven in de definitieve lijst met aspecten van structureringsmogelijkheden. Uit dit overzicht moet duidelijk zijn wat de kenmerken en gevolgen zijn van de verschillende structureringsmogelijkheden. In het laatste hoofdstuk vinden de conclusie, evaluatie & aanbevelingen plaats.

§1.2 Onderzoeksopzet

In deze paragraaf is de onderzoeksopzet toegelicht. Het hoofdstuk is opgedeeld in twee delen. Eerst is nader ingegaan op de onderzoeksaanpak van de verschillende deelvragen en vervolgens is het tijdpad van het onderzoek weergegeven.

§1.2.1 Onderzoeksaanpak

In deze paragraaf is per deelvraag de onderzoeksaanpak en zijn de activiteiten toegelicht. De algemene activiteiten (zoals hieronder zijn vermeld) die worden uitgevoerd tijdens de afstudeerperiode waarborgen de voortgang van het proces.

Hoofdtype van het onderzoek

In de leer van de methodologie is onderscheid gemaakt tussen fundamenteel en praktijkgericht onderzoek. Dit onderzoek is een praktijkgericht onderzoek. Bij een praktijkgericht onderzoek wordt een antwoord gegeven op een vraag uit de praktijk, uit de samenleving (Verhoeven, 2014).

Om de deelvragen te beantwoorden is een dataverzamelmethode nodig. Deze dataverzamelmethode wijken per deelvraag af. Een onderscheid tussen het theoretische deel en het praktische deel is daarbij vanzelfsprekend.

Theorie:

Deelvraag 1: Wat wordt verstaan onder vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren?

Dataverzamelmethode:

- Literatuuronderzoek

Om de eerste deelvraag te beantwoorden is gebruik gemaakt van de dataverzamelmethode literatuuronderzoek. Dit is een vorm van kwalitatief bureauonderzoek. Bij deze deelvraag betreft het een literatuuronderzoek van **secundaire literatuur**. Bij deze vorm van literatuuronderzoek betreft de inhoud geen nieuw onderwerp, maar literatuur waarin door andere auteurs over de behandelde onderwerpen wordt gerapporteerd (Verhoeven, 2014). Literatuur waar aanspraak op is gemaakt bij het beantwoorden van deze deelvraag is onder andere *Onroerend goed als belegging* (Van Gool, Jager, Theebe, Weisz, 2013) & *Handboek Vastgoedmanagement* (Vermeulen, Wieman, 2010).

Activiteiten:

- Activiteit 1: Brainstormen
- Activiteit 2: Literatuur verzamelen
- Activiteit 3: Relevante literatuur selecteren
- Activiteit 4: Op basis van literatuur hoofdstuk vormgeven
- Activiteit 5: Deelvraag uitwerken
- Activiteit 6: Controle van hoofdstuk

Deelvraag 2: Welke aspecten bepalen de structureringsvorm van een beleggingsfonds?

Dataverzamelmethode:

- Literatuuronderzoek

Bij de tweede deelvraag betreft de dataverzamelmethode ook een literatuuronderzoek van **secundaire literatuur**. Om tot een goed antwoord te komen op deze deelvraag is ook gezocht naar grijze literatuur zoals beleidsstukken vanuit de overheid of afstudeeronderzoeken die ook raakvlakken hebben met dit onderwerp (Verhoeven, 2014). Literatuur waar aanspraak op is gemaakt bij het beantwoorden van deze deelvraag is onder andere *Onroerend goed als belegging* (Van Gool, Jager, Theebe, Weisz, 2013) & *Handboek Vastgoedmanagement* (Vermeulen, Wieman, 2010).

Activiteiten:

- Activiteit 1: Brainstormen
- Activiteit 2: Literatuur verzamelen
- Activiteit 3: Relevante literatuur selecteren
- Activiteit 4: Op basis van literatuur hoofdstuk vormgeven
- Activiteit 5: Deelvraag uitwerken
- Activiteit 6: Controle van hoofdstuk

Deelvraag 3: Op welke wijze kan aan de hand van een lijst met aspecten van de structureringsmogelijkheden voor een vastgoedbeleggingsfonds voor particulieren bepaald worden welke fondsstructuur het meest geschikt is op basis van de voorliggende casus?

Dataverzamelmethode:

- Literatuuronderzoek

Bij de laatste theoretische deelvraag is weer een beroep gedaan op literatuuronderzoek van **secundaire literatuur**. Ook bij deze deelvraag zijn bronnen uit grijze literatuur gebruikt (Verhoeven, 2014). In deze deelvraag is dieper ingegaan op beleggingsfonds structuren gericht op het vastgoed. Literatuur waar aanspraak op is gemaakt bij het beantwoorden van deze deelvraag is onder andere *Wat is onderzoek?* (Verhoeven, 2014) *Onroerend goed als belegging* (Van Gool, Jager, Theebe, Weisz, 2013) & *Handboek Vastgoedmanagement* (Vermeulen, Wieman, 2010).

Activiteiten:

- Activiteit 1: Brainstormen
- Activiteit 2: Literatuur verzamelen
- Activiteit 3: Relevante literatuur selecteren
- Activiteit 4: Op basis van literatuur hoofdstuk vormgeven
- Activiteit 5: Brainstormen
- Activiteit 6: Beroepsproduct opstellen
- Activiteit 7: Deelvraag uitwerken
- Activiteit 8: Controle van hoofdstuk

Praktijk:

Deelvraag 4: Hoe komt de definitieve lijst met aspecten eruit te zien na toetsing in de praktijk?

Dataverzamelmethode:

- **Interviews**

Om de vierde deelvraag te beantwoorden is gebruik gemaakt van een praktische dataverzamelmethode. Voor de beantwoording is gebruik gemaakt van de dataverzamelmethode **interviews**. De interviewvragen zijn gebaseerd op de lijst met aspecten uit de vorige deelvraag. Een interview vindt meestal plaats in de vorm van een tweegesprek, dus een interview met één persoon. Het heeft tot doel informatie te verzamelen over een bepaald onderwerp. (Verhoeven, 2014). Om de kwaliteit van het onderzoek te bewaken zijn minimaal 3 deskundigen per aspect geïnterviewd.

Activiteiten

Activiteit 1: Brainstormen

Activiteit 2: Interviewvragen opstellen gebaseerd op lijst met aspecten

Activiteit 3: Selecteer interview kandidaten

Activiteit 4: Lijst met aspecten intern toetsen door interviews met interne deskundigen

Activiteit 5: Verbeteringen aanbrengen op basis van interne toetsing

Activiteit 6: Lijst met aspecten extern toetsen door interviews met externe deskundigen

Activiteit 7: Interview verslagen analyseren

Activiteit 7: Verbeteringen aanbrengen op basis van de geanalyseerde verslagen

Activiteit 8: Deelvraag uitwerken

Activiteit 9: Controle van hoofdstuk

§1.2.2 Kwaliteit van het onderzoek

Kwalitatief onderzoek wordt altijd veel bekritiseerd als het gaat om de kwaliteit van de resultaten. Critici trekken de betrouwbaarheid en daarmee de validiteit in twijfel. Door bepaalde maatregelen te nemen wordt ook bij kwalitatief onderzoek een zo hoog mogelijke kwaliteit verkregen (Verhoeven, 2014)

- **Betrouwbaarheid**

De betrouwbaarheid van een onderzoek is op verscheidene manieren te vergroten. Bij het vergroten van de betrouwbaarheid gaat het om het voorkomen van toevallige fouten. Om de betrouwbaarheid te testen moet een onderzoek herhaalbaar zijn. Wanneer dit het geval is wordt gesproken van een betrouwbaar onderzoek. De betrouwbaarheid van dit onderzoek is gewaarborgd door het bijhouden van een logboek. Dit logboek houdt de registratie van alle methodologische stappen en de gebruikte bronnen bij. Een belangrijk onderdeel bij het bewaken van de betrouwbaarheid is het gebruik van enkel betrouwbare bronnen. Daarnaast is bij dit onderzoek gebruik gemaakt van triangulatie. Bij triangulatie wordt zo veel mogelijk gebruik gemaakt van een getrianguleerde opzet, ofwel een combinatie van verschillende onderzoeksmethoden (Verhoeven, 2014). Bij dit onderzoek is literatuuronderzoek gebruikt om de eerste drie deelvragen te beantwoorden en bij de vierde deelvraag is de onderzoeksmethode interviews toegepast. Dit waarborgt de betrouwbaarheid van het onderzoek.

- **Validiteit**

Validiteit speelt bij kwalitatief onderzoek een grote rol. Dit komt mede door een gebrek aan gestandaardiseerde methoden. Daarmee komt de betrouwbaarheid onder druk te staan. Validiteit is onder te verdelen in een drietal soorten. Namelijk interne validiteit, generaliseerbaarheid en begripsvaliditeit. Om de interne validiteit te waarborgen moeten de conclusies zuiver zijn. Het gaat hierbij om de objectiviteit van de onderzoeker. Om deze interne validiteit te vergroten is gebruik gemaakt van peer-evaluation. Bij peer-evaluation wordt op afgesproken momenten het onderzoek met andere onderzoekers besproken.

Generaliseerbaarheid in kwalitatief onderzoek wordt inhoudelijke generaliseerbaarheid genoemd. De interviews vinden plaats met professionals uit het werkveld. De professionals zijn specialisten op het gebied van de in hoofdstuk drie bepaalde aspecten met betrekking tot vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren. De individuen zijn bekend bij de beantwoording van de vierde deelvraag in hoofdstuk vijf. Daarnaast zijn ook de vragenlijsten voor de interviews in dit hoofdstuk bekend. Aangezien het echte specialisten op hun vakgebied betreft is op deze manier de externe validiteit van het onderzoek gewaarborgd. (Verhoeven, 2014).

De begripsvaliditeit van kwalitatief onderzoek draait om de vraag 'meet je wel wat je wilt meten?'. Om deze validiteit te bevorderen zijn de begrippen uit de probleemstelling afgebakend in de theoretische deelvragen.

§1.3 Leeswijzer

Het eindproduct van dit onderzoek is het onderzoeksrapport en de bijbehorende bijlagen. De kern van het onderzoek en de bevindingen van het onderzoek zijn verwerkt in het onderzoeksverslag. De bijlagen bieden een ondersteunende rol bij het uitleggen van het onderzoek.

In het tweede hoofdstuk zijn de begrippen vastgoedbeleggingsfondsen en particulieren geoperationaliseerd. Deze geoperationaliseerde begrippen zijn nodig voor de beantwoording van de derde deelvraag.

In het derde hoofdstuk is de tweede deelvraag beantwoord. Hier zijn de bepalende aspecten besproken die de vormgeving van een beleggingsfonds bepalen.

In het vierde hoofdstuk komen het tweede en derde hoofdstuk samen om het concept-beroepsproduct te vormen. Hier zijn de structureringsvormen weergegeven en op basis van welke aspecten deze structuren vormgegeven zijn. Deze lijst vormt het concept-beroepsproduct.

In het vijfde hoofdstuk is het concept-beroepsproduct getoetst aan de hand van interviews met interne en externe specialisten. Aan de hand van deze toetsing zijn wijzigingen doorgevoerd aan het beroepsproduct. Hieruit ontstaat het definitieve beroepsproduct.

In het zesde en laatste hoofdstuk heeft de onderzoeker de probleemstelling beantwoord en vervolgens het onderzoek geëvalueerd en op basis daarvan aanbevelingen gemaakt.

Hoofdstuk 2 Vastgoedbeleggingsfondsen en particulieren

In dit hoofdstuk is ingegaan op de begrippen vastgoedbeleggingsfondsen en particulieren. Het doel van dit hoofdstuk is het beantwoorden van de eerste deelvraag: "Wat wordt verstaan onder vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren?". In de eerste paragraaf is het begrip vastgoedbeleggingsfonds geoperationaliseerd. In de tweede paragraaf is vervolgens het begrip particulieren geoperationaliseerd. Het hoofdstuk is afgesloten met een conclusie.

§ 2.1 Vastgoedbeleggingsfonds

Eerst is de historie van vastgoedbeleggingsfondsen uitgelicht. Om het belang en de rol van vastgoedbeleggingsfondsen te kunnen begrijpen, moet eerst duidelijk worden met welk doel deze fondsen zijn ontstaan. In de tweede sub-paragraaf is de rol van de vastgoedbeleggingsfondsen heden ten dage uitgelicht. Aan het einde van deze paragraaf is vervolgens het begrip Vastgoedbeleggingsfondsen geoperationaliseerd voor het verdere onderzoek.

Het begrip vastgoedbeleggingsfondsen is een samenstelling van een drietal begrippen. Beleggen, vastgoed en fonds. Beleggen is het opgeven van zekere huidige bedragen in ruil voor onzekere inkomsten in de toekomst (Gool P. v., 2013). Vastgoed omvat de grond en de opstal op diezelfde grond. De term vastgoed verwijst naar het niet-verplaatsbare karakter van deze (Insidewonen, z.j.). Een fonds in deze context is een beleggingsfonds gericht op vastgoed (Ensie, 2016).

§2.1.1 Historie vastgoedbeleggingsfondsen

In deze sub-paragraaf is de historie van het begrip vastgoedbeleggingsfonds beschreven en geoperationaliseerd. De historie van vastgoedbeleggingsfondsen vloeit voort uit de historie van beleggingen in het algemeen. De eerste vormen van beleggingen werden reeds beschreven in het wetboek van Hammurabi van Babylon in circa 1750 voor Christus. In dat wetboek stond beschreven wat beleggen en handel inhielden en wat de straffen waren op het niet nakomen van afspraken en betalingen (Blois d. S., 2001). In 1602 met de oprichting van de Nederlandse Verenigde Oost-Indische Compagnie, ofwel de VOC afgekort, ontstond het moderne beleggen. De VOC introduceerde beleggingen in de vorm van aandelen die onder aandeelhouders en niet-aandeelhouders verhandelbaar zijn (Phelan, 2016).

Vastgoedbeleggingen spelen in deze periode van de historie nog geen grote rol. De opkomst van grootschalige ontwikkelingen op het gebied van woningen duurt nog tot de 19^{de} eeuw. De opkomst van woningbouwcorporaties, opgericht door welgestelde burgers, moest de belabberde leefomstandigheden van de arbeidersklasse verbeteren. Deze woningbouwcorporaties stelden vaak een maximum financieel rendement voor de geldschietters. Het hoofddoel van de corporaties was namelijk een maatschappelijk rendement, niet een financieel rendement. Zo bouwde de Vereeniging ten behoeve der Arbeidersklasse te Amsterdam tussen 1850 en 1880 meer dan 800 woningen. Ieder lid bracht 2000 gulden in, waarop een maximum van 3% rendement gesteld werd (Schade, 1981).

Het duurt nog tot vlak na de Tweede Wereldoorlog voordat investeren in vastgoed een grotere rol gaat spelen in Nederland. In de naoorlogse jaren ontstond een groot tekort aan goedkope woningen zoals weergegeven is in figuur 2.1. De oprichting van het Bouwfonds diende als een van de antwoorden op deze woningnood (Beursgorilla, 2011).

Jaar	Productie	waarvan duplexwon.	Aantal wooneenh.	Normale behoefte	Tekort
					300.000
1950	40.000	10.000	50.000	40.000	290.000
1951	45.000	15.000	60.000	40.000	270.000
1952	50.000	20.000	70.000	40.000	240.000
1953	55.000	25.000	80.000	40.000	200.000
1954	55.000	25.000	80.000	40.000	160.000
1955	55.000	25.000	80.000	40.000	120.000
1956	55.000	25.000	80.000	40.000	80.000
1957	55.000	25.000	80.000	40.000	40.000
1958	55.000	25.000	80.000	40.000	—
	465.000	195.000	660.000	360.000	

Figuur 2.1: Naoorlogse woningnood (Pflug, 2015)

In figuur 2.1 is te zien dat de overheid in staat was om het woningtekort terug te dringen, mede door de oprichting van het bouwfonds. Aangezien gemeenten de aandeelhouders waren in het Bouwfonds, was het eenvoudig voor de organisatie om leningen af te sluiten bij de Bank Nederlandse Gemeenten. Daarnaast kon de organisatie aanspraak maken op subsidies van de Rijksoverheid. Het Bouwfonds hield zich bezig met de ontwikkeling van nieuwe woningen om de woningnood tegen te gaan. Behaalde opbrengsten werden gebruikt voor nieuwe ontwikkelingen (Beursgorilla, 2011).

In de jaren '80 vond een grote verandering plaats in de projectontwikkeling. Commerciële ontwikkelaars namen steeds meer de rol over van het Bouwfonds. Financieel rendement begon een centrale rol te spelen bij nieuwe vastgoedontwikkelingen omdat de gesubsidieerde bouw steeds verder afnam. Institutionele beleggers begonnen in deze periode ook actief te worden in vastgoedbeleggingen. In eerste instantie in commercieel vastgoed, maar later ook bij ander vastgoed (Beursgorilla, 2011).

Met institutionele beleggers worden instellingen bedoeld die voor hun activiteiten de beschikking krijgen over gelden die belegd moeten worden. Deze activiteiten bestaan vooral uit het zeker stellen van pensioenen en aan particuliere beleggers bieden van mogelijkheden tot beleggen met een gewenst risicoprofiel (Centraal Bureau voor de Statistiek, 2019).

Vastgoedbeleggingen als een serieus alternatief voor traditionele beleggingsopties is dus iets van de laatste twintig tot dertig jaar. Waar in 2017 nog sprake is van een totaalbedrag aan vastgoedtransacties van 20.2 miljard euro, kent de eerste 6 maanden van 2018 al 11.5 miljard euro aan vastgoedbeleggingen (Hanff, 2018). Vastgoedbeleggingen nemen nog altijd toe in relevantie voor beleggers ten opzichte van de traditionele beleggingsopties zoals obligaties of aandelen.

De voor- en nadelen van vastgoedbeleggingen ten opzichte van alternatieve beleggingen als obligaties of aandelen is voor een deel afhankelijk van de structuur van het beleggingsfonds. Hier is verder op ingegaan in Hoofdstuk 3 "Structureringsmogelijkheden". Naast de structuurafhankelijke voordelen kiezen beleggers vaak voor vastgoedbeleggingen om de volgende redenen (Participaties, 2017):

Bescherming tegen inflatie

Huren zijn vaak contractueel gebonden aan de inflatie. Daardoor hebben vastgoedbeleggingen historisch gezien een sterkere correlatie met de inflatie dan aandelen of obligaties.

Spreading van risico

Voor beleggers is het belangrijk een gediversifieerde portefeuille te hebben. Het toevoegen van vastgoedbeleggingen kan een bescherming bieden tegen een mogelijke daling van de beurs.

Optimaal rendement

Bij vastgoedbeleggingen is sprake van relatief hoge periodieke geldstromen, namelijk de huren. Dit directe rendement is in vergelijking met aandelen en obligaties hoog. Daarnaast streven vastgoedbeleggers ook naar een positief indirect rendement; namelijk de waardeinstijgingen van het vastgoed zelf. De combinatie van deze twee soorten geldstromen kan ertoe leiden dat vastgoedbeleggingen hoge rendementen kunnen halen (Direct Capital, z.j.).

§2.1.2 Rol van vastgoedbeleggingsfonds

Een vastgoedbeleggingsfonds heeft voor beleggers dus absoluut bestaansrecht door de onderscheidende factoren die hierboven genoemd zijn. Het economische rendement dat behaald kan worden zorgt ervoor dat vastgoedbeleggingsfondsen aan populariteit winnen. Een vastgoedbeleggingsfonds wordt over het algemeen gefinancierd met eigen vermogen en vreemd vermogen. De kredietgever verschafft het vreemde vermogen tegen een vastgesteld rendement. De kredietnemer is de verschaffer van het eigen vermogen en gebruikt het vreemde vermogen om de totale financiering rond te krijgen. Het rendement van de kredietnemer is afhankelijk van de resultaten van het vastgoedbeleggingsfonds. Bij een succesvolle afhandeling van het fonds kan het gebruik van vreemd vermogen dienen als een hefboom op het rendement van het eigen vermogen. Het hefboomeffect speelt een grote rol bij vastgoedbeleggingsfondsen en is verder toegelicht in paragraaf 3.2. (Berkhout T. Z., 2017).

De verschaffers van het eigen vermogen maken dus gebruik van hefboomwerking door het aantrekken van vreemd vermogen tegen een van tevoren vastgesteld rendement. Het rendement van de eigenvermogensverschaffers is afhankelijk van het internal rate of return van het fonds. De internal rate of return is het rendement dat over de gehele exploitatieperiode wordt gerealiseerd over het eigen vermogen. Ook wel het looptijdsrendement genoemd (Gool P. v., 2013). Vermogensbeheerders proberen een zo hoog mogelijke internal rate of return te realiseren om eigenvermogensverschaffers aan te trekken. Op basis van de uit de exploitatie beschikbare cashflows worden over de looptijd van het fonds aan de participanten periodiek winstuitkeringen en een einduitkering uitgekeerd (FGR Haerzathe Jannink, 2017).

§2.1.3 Operationalisering Vastgoedbeleggingsfondsen

Vastgoedbeleggingsfondsen concentreren zich hoofdzakelijk op economisch rendement. Dit rendement wordt gerealiseerd tijdens de exploitatie en verkoop van vastgoedobjecten. De huurstromen zijn het directe rendement, de mogelijke waardeinstijging van het vastgoedobject het indirecte rendement. Voor de financiering van een vastgoedbeleggingsfonds wordt eigen vermogen en vreemd vermogen aangetrokken. In het kader van dit onderzoek wordt de volgende definitie gehanteerd voor vastgoedbeleggingsfondsen:

“Een vastgoedbeleggingsfonds is een beleggingsfonds waarbij door het gebruik van eigen vermogen en vreemd vermogen een vastgoedobject wordt aangekocht met als doel een economisch rendement te verkrijgen voor de eigenvermogensverschaffers.”

§2.2 Particulieren

Zoals in hoofdstuk 1 is aangegeven spreken we in hoofdzaak van twee soorten beleggers die actief zijn binnen de vastgoedbeleggingsmarkt. De institutionele belegger en de particuliere belegger. Dit onderzoek heeft betrekking op vastgoedbeleggingsfondsen voor particuliere beleggers.

In deze paragraaf is het begrip particulieren verder toegelicht en geoperationaliseerd. Eerst is dieper ingegaan op de soorten particulieren die bestaan. Vervolgens is toegelicht wat de rol van deze particulieren is binnen de wereld van vastgoedbeleggingen zoals die in de vorige paragraaf is weergegeven. In de laatste sub-paragraaf is het begrip particulieren geoperationaliseerd voor het verdere onderzoek.

§2.2.1 Begrip particulieren

Om duidelijk te krijgen wat het begrip particulieren binnen de vastgoedbeleggingsmarkt precies betekent, is eerst toegelicht wat de kenmerken zijn van particulieren die actief zijn in deze markt. Het begrip particuliere belegger wordt vaak uitgelegd als een individueel persoon die gelden belegt (De Financiële Begrippenlijst, z.j.). Dit is echter niet een volledige uitleg. Particuliere vastgoedbeleggers kunnen namelijk zowel individuen als particuliere organisaties zijn. Het onderscheid tussen de particuliere belegger en de institutionele belegger is dat institutionele beleggers namens een uitvoeringsinstantie investeren in vastgoed. Institutionele beleggers vertegenwoordigen de belangen van een groot aantal mensen en hebben een zeer groot vermogen beschikbaar om mee te beleggen (Ensie, 2016). Voorbeelden hiervan zijn beursgenoteerde vastgoedfondsen, pensioenfondsen of verzekeraars. Beleggers die niet aangemerkt zijn als een institutionele belegger worden een particuliere belegger beschouwd. (Berkhout T. Z., 2017).

Directe & indirecte beleggers

Particuliere beleggers zijn vervolgens onder te verdelen in directe en indirecte beleggers. Bij direct beleggen koopt de particulier zelf het vastgoedobject aan en is geen sprake van een vastgoedbeleggingsfonds. Wanneer beleggers indirect beleggen kan dat in een privaat fonds of in een publiek beursgenoteerd fonds (Gool P. v., 2013). In figuur 2.2 is dit schematisch weergegeven.

Publiek & Privaat

Beleggers die indirect beleggen kunnen dit publiekelijk doen of privaat. Bij een publieke indirecte belegging koopt de belegger aandelen van een beursgenoteerde onderneming (AFM, z.j.). Bij een private indirecte investering koopt de belegger vaak aandelen in een niet beursgenoteerde onderneming. De particulieren in dit onderzoek maken gebruik van niet beursgenoteerde ondernemingen.

§2.2.2 Rol van particulieren

Particulieren kunnen in principe twee verschillende rollen vervullen in een vastgoedbeleggingsfonds. Namelijk die van de verschaffer van eigen vermogen, of de verschaffer van vreemd vermogen. Particuliere verschaffers van het eigen vermogen zijn aandeelhouders. Particuliere beleggers die het vreemd vermogen verschaffen zijn obligatiehouders (Lyceaus, 2019).

Aandeelhouders

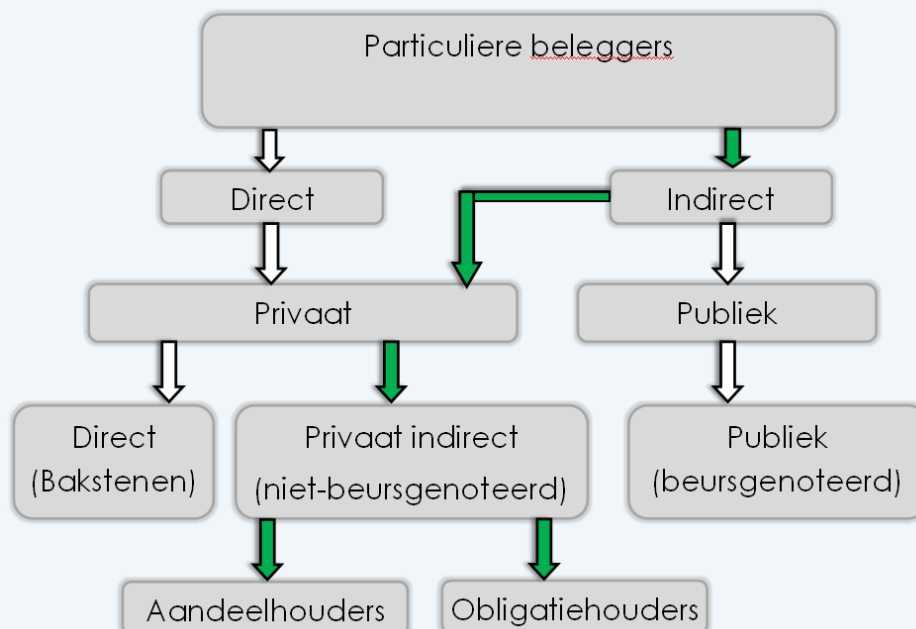
Aandeelhouders binnen een vastgoedbeleggingsfonds zijn dus verschaffers van het eigen vermogen van het fonds. Aandeelhouders verwachten winsten te kunnen genereren. Deze bestaan uit de huuropbrengsten en verkoopopbrengsten (Berkhout T. Z., 2017). Huuropbrengsten en verkoopopbrengsten zijn slecht beheersbaar. Deze zijn vaak afhankelijk van externe factoren. Het rendement voor aandeelhouders kan dus afwijken van de van tevoren gestelde verwachtingen. Het rendement is dus afhankelijk van het succes van het vastgoedbeleggingsfonds.

Obligatiehouders

Obligatiehouders binnen een vastgoedbeleggingsfonds zijn de verschaffers van het vreemde vermogen van het fonds. Particulieren die de rol van obligatiehouder vervullen binnen een vastgoedbeleggingsfonds leveren het vreemde vermogen voor de financiering. Hiertegenover staat een vastgesteld rentepercentage en aflossingstermijnen. Obligatiehouders zijn dus minder afhankelijk van de prestaties van het fonds (Berkhout T. Z., 2017). Echter kan hier wel van afgeweken worden. Fondsen kunnen zo gestructureerd worden dat obligatiehouders meeliften met bijvoorbeeld de waardeinstijging van het onderliggende vastgoed (Haerzathe, 2014).

§2.2.3 Operationaliseren van particulieren

Particuliere beleggers zijn individuen of particuliere organisaties. Publieke organisaties zijn daarmee uitgesloten. Eerder is al beschreven op welke wijzen een particuliere belegger kan beleggen. Dit is in figuur 2.2 schematisch weergegeven. In deze weergave is ook terug te zien dat particulieren een tweetal rollen kunnen vervullen in een vastgoedbeleggingsfonds. Die van aandeelhouder en die van obligatiehouder.



Figuur 2.2: Direct & Indirect beleggen (Gool P. v., 2013), eigen bewerking.

De groene lijnen geven aan waarop in dit onderzoek de focus ligt. In het kader van dit onderzoek is de volgende definitie gehanteerd voor particulieren:

"Particulieren binnen het kader van dit onderzoek zijn beleggers die indirect beleggen in een niet beursgenoteerd vastgoedbeleggingsfonds die niet aangemerkt kunnen worden als institutionele beleggers en de rol vervullen van aandeelhouder of obligatiehouder."

§2.3 Conclusie

In deze conclusie is antwoord gegeven op de deelvraag 'Wat wordt verstaan onder vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren?'. Een vastgoedbeleggingsfonds voor particulieren is een beleggingsfonds waarbij door het gebruik van eigen en vreemd vermogen een vastgoedobject wordt aangekocht met als doel een economisch rendement te verkrijgen voor de eigenvermogenverschaffers. De particuliere beleggers kunnen zowel de functie van eigen vermogen verschaffer (aandeelhouder) als de functie van vreemd vermogen verschaffer (obligatiehouder) vervullen.

In het volgende hoofdstuk is dieper ingegaan op de aspecten die bepalen hoe een beleggingsfonds wordt vormgegeven.

Hoofdstuk 3 Juridische, financiële & fiscale aspecten

In hoofdstuk 3 is dieper ingegaan op de aspecten die de fondsstructuur bepalen. In dit hoofdstuk is antwoord gegeven op de deelvraag *"Welke aspecten bepalen de structureringsvorm van een beleggingsfonds?"*. In het kader van het onderzoek is de aanname gemaakt welke aspecten relevant zijn voor een vastgoedbeleggingsfonds. Deze aanname is gevalideerd in de externe toetsing in hoofdstuk 5 en is in overleg met de afstudeerbegeleiders gesteld om de voortgang van het onderzoek te kunnen waarborgen. De aspecten zijn onderverdeeld in een drietal hoofdaspecten, namelijk juridische aspecten, financiële aspecten en fiscale aspecten. Deze komen aan bod in paragraaf 3.1, 3.2 en 3.3. Per aspect is een selectie gemaakt van de bepalende aspecten per hoofdthema. Deze vormen de basis voor het beroepsproduct van het onderzoek in hoofdstuk 4. Paragraaf 3.4 bevat de conclusie van dit hoofdstuk.

§3.1 Juridische aspecten

Eerst zijn de juridische aspecten behandeld. Onder de juridische aspecten vallen de wettelijke ondernemingsvormen zoals omschreven door het Nederlandse recht. Vervolgens is dieper ingegaan op het toezichtregime binnen Nederland en de Europese Unie (EU).

§3.1.1 Wettelijke ondernemingsvormen

Een beleggingsfonds is volgens Ensie (2016) een vennootschap waar beleggers aandelen in kunnen kopen. Wie aandelen heeft van een beleggingsfonds, investeert indirect in aandelen, obligaties, onroerend goederen en dergelijke. Bij een fondsstructuur gaat het dus over de vormgeving van het beleggingsfonds. Deze vormgeving betreft de juridische vormgeving (Velden, 2009). De fondsstructuren zijn dus vastgesteld door wet- en regelgeving van de overheid. De verschillende soorten fondsstructuren worden ook gekenmerkt door fundamenteel verschillende rechten en verplichtingen, risico's en rendementskansen voor beleggers (Gool P. v., 2013, p. 430). Dit is verder toegelicht in sub-paragraaf 3.1.2.

Fondsstructuren maken gebruik van diverse rechtsvormen. Een aantal van de meest voorkomende rechtsvormen die gebruikt worden bij beleggingsfondsen zijn volgens van Gool (2013):

- De besloten vennootschap;
- De naamloze vennootschap;
- De stichting;
- De commanditaire vennootschap;
- De maatschap;
- Nieuwe vormen van de personenvennootschap;

Deze rechtsvormen zijn onder te verdelen in een tweetal categorieën binnen het Nederlands recht. Ondernemingsvormen met rechtspersoonlijkheid en ondernemingsvormen zonder eigen rechtspersoonlijkheid. De afwezigheid van eigen rechtspersoonlijkheid heeft invloed op de aansprakelijkheid van het eigen vermogen van de betrokken partijen.

Een structureringsvorm met een eigen rechtspersoonlijkheid is voor het Nederlands recht een juridisch aansprakelijke entiteit. Het Burgerlijk Wetboek biedt de mogelijkheid tot oprichting van een rechtspersoon. De oprichters zijn daardoor niet zelf aansprakelijk, tenzij sprake is van onbehoorlijk bestuur. De besloten vennootschap (BV), naamloze vennootschap (NV), vereniging en stichting zijn ondernemingsvormen met rechtspersoonlijkheid. (Faase, 2017).

Een rechtspersoon is – evenals de mens als natuurlijk persoon – zelfstandig drager van rechten en plichten (Loonstra, 2014). De commanditaire vennootschap (CV), de maatschap en nieuwe vormen van de personenvennootschap zijn ondernemingsvormen zonder rechtspersoonlijkheid. Het fonds voor gemene rekening (FGR) is hier nog weer een uitzondering op. Het FGR is geen rechtspersoon maar ook geen ondernemingsvorm. Het FGR is als laatst toegelicht hieronder.

Selectie ondernemingsvormen

Een deel van de rechtsvormen is meer geschikt voor ondernemingen die zich hoofdzakelijk positioneren als een beleggingsfonds. De geschikte ondernemingsvormen zijn hieronder toegelicht, ook waarom deze wel geschikt zijn. De overige ondernemingsvormen zijn terug te vinden in Bijlage A Ondernemingsvormen. In die bijlage is ook toegelicht wat die ondernemingsvormen ongeschikt maakt. De BV is vooral van belang voor het obligatiefonds, die in bijlage D verder is toegelicht. Voor de stichting is een ondersteunende rol weggelegd voor de verschillende structureringsvormen. De NV is de standaard ondernemingsvorm voor beursgenoteerde beleggingsfondsen.

Het FGR en de CV blijven over omdat deze voldoen aan de eisen voor het zijn van een fiscaal transparant fonds. Het FGR is geen ondernemingsvorm maar een overeenkomst tussen verschillende partijen.

Besloten vennootschap

Een besloten vennootschap (BV) is opgericht middels een notariële akte. De notaris stelt een notariële akte op met daarin de statuten van de onderneming. Een BV heeft geen startkapitaal in tegenstelling tot een NV. Pas na inschrijving van de BV in het handelsregister is sprake van een legitieme rechtspersoonlijkheid. Voor dit moment is de oprichter dus nog hoofdelijk aansprakelijk (Centraal Bureau voor de statistiek, 2019). Een BV bezit dus eigen rechtspersoonlijkheid. Dat houdt in dat geen sprake is van een financiële verstrengeling van het privévermogen van de oprichters en van de BV (Loonstra, 2014). Het kapitaal van een BV is verdeeld in aandelen, die in bezit zijn van de aandeelhouders (Centraal Bureau voor de statistiek, 2019).

Een BV kan diverse soorten aandelen uitgeven. Namelijk aandelen zonder winstrecht en stemrecht-loze aandelen. Aandeelhouders zonder winstrecht ontvangen geen dividend. Stemrecht-loze aandeelhouders delen wel mee in de winst, maar hebben geen recht om tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders te stemmen over een bepaalde kwestie. Het is niet mogelijk aandelen uit te geven die zowel geen dividend ontvangen als geen stemrecht met zich meebrengen. Het is altijd minimaal één van de twee (Loonstra, 2014). Een BV kent enkel aandelen op naam en zijn niet altijd vrij verhandelbaar. De overdracht van deze aandelen moet plaatsvinden bij een notaris (AMS Advocaten, 2019). In de statuten kan bepaald worden of sprake is van een blokkeringsregeling of niet, en in welke mate. Een aanbiedingsverplichting om de nauwe banden binnen een BV te beschermen blijft wel verplicht. Deze aanbiedingsverplichting verplicht een uittreedende aandeelhouder eerst zijn of haar aandelen aan te bieden aan de andere aandeelhouders (Novia, 2019).

De besluitvorming binnen een BV vindt plaats door de organen waar de BV uit bestaat. De twee meest belangrijke organen zijn de aandeelhoudersvergadering en het bestuur. De aandeelhoudersvergadering is in principe het machtigste orgaan. De aandeelhoudersvergadering bevat alle bevoegdheden tenzij dit anders is bepaald in de wet of de statuten. Het bestuur is belast met het dagelijkse bestuur van de BV. Het bestuur wordt aangesteld door de aandeelhoudersvergadering. Naast deze twee organen kan ook gekozen worden voor de oprichting van een ondernemingsraad en een raad van commissarissen (Gubbels, Besloten vennootschap (bv), sd). Een ondernemingsraad is pas wettelijk verplicht wanneer de B.V. meer dan vijftig medewerkers telt (Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, z.j.). Een BV is niet verplicht een raad van commissarissen op te

richten. De aandeelhoudersvergadering kan bepalen tot het oprichten van een raad van commissarissen (Loonstra, 2014).

Naamloze vennootschap

De besloten vennootschap en de naamloze vennootschap verschillen van elkaar op een aantal punten. Het kapitaal van een NV is onderverdeeld in maatschappelijk kapitaal, geplaatst kapitaal en gestort kapitaal. Het maatschappelijk kapitaal heeft betrekking op het maximaal uit te geven aantal aandelen zoals vermeld in de statuten. De uitgegeven aandelen vormen het geplaatst kapitaal. Het gestorte kapitaal is het geld dat beschikbaar is voor de N.V. uit het geplaatste kapitaal (Loonstra, 2014).

Bij de oprichting van een naamloze vennootschap eist de wet een startkapitaal van €45.000,- (Startersinformatiecentrum, 2019). Daarnaast moet de NV minimaal een vijfde van het maatschappelijke kapitaal geplaatst zijn. Van het geplaatste kapitaal moet vervolgens minimaal 25% gestort zijn (Loonstra, 2014).

Een NV in oprichting behoeft acties en handelingen van de oprichters. Denk hierbij aan aankoop van panden, aanschaffen van de inventaris en het sluiten van overeenkomsten. De oprichting van een NV kan maanden duren. De oprichters die handelingen en overeenkomsten gesloten hebben in naam van de NV in oprichting zijn hoofdelijk aansprakelijk voor de gevolgen van niet-nakoming van deze rechtshandelingen (Loonstra, 2014).

Het laatste grote verschil tussen de BV en een NV heeft betrekking op de soorten aandelen. Een NV kan gebruik maken van aandelen aan toonder én van aandelen op naam, waarbij de BV alleen de aandelen op naam kent (Loonstra, 2014). Een aandeel aan toonder staat dus niet op naam en kan vrij en eenvoudig aan derden aangeboden worden. De aandeelhouders worden niet geregistreerd (AMS Advocaten, 2019). Een NV is wel in staat eenzelfde blokkeringsregeling te gebruiken zoals toegelicht bij de toelichting van de Besloten Vennootschap, wanneer dit in de statuten staat vermeld. Deze regeling heeft alleen betrekking op de aandelen op naam die de NV uitgegeven heeft (Loonstra, 2014). Verder kent de NV geen stemrecht-loze aandelen of aandelen zonder winstdeling zoals de BV kan hebben.

Stichting

De stichting is volgens professor Loonstra (2014) in principe geen geschikte juridische vorm voor een onderneming. Toch kan een stichting een belangrijke rol vervullen binnen de structureringsmogelijkheden van beleggingsfondsen. Voor het toezichtregime van de Autoriteit Financiële Markten moet het fondsvermogen ondergebracht worden bij een bewaarder. In sub-paragraaf 3.1.2 is verder ingegaan op het toezichtregime. Professor Loonstra (2014) geeft ook aan dat voor de stichting wel degelijk een rol is weggelegd binnen het bedrijfsleven. De stichting bevat net als een vereniging geen winstoogmerk. De stichtingsvorm komt dan ook niet voor als vorm waarin een bedrijf ook winstactiviteiten ontplooit. Een stichting kan de rol vervullen van een bewaarder met als enig doel het houden van de juridische eigendom van de beleggingsfondsen, al dan niet specifiek voor dat betreffende beleggingsfonds. De beheerder verkrijgt dan normaliter een volmacht van de stichting om te kunnen beschikken over de activa van het fonds (Maters, 2016).

Commanditaire vennootschap

De laatste samenwerkingsvorm is de commanditaire vennootschap (CV). Bij de CV is het belangrijkste kenmerk het onderscheid tussen de stille vennoot/stille vennoten en de beherende vennoot. De beherende vennoot stelt het beleid vast, terwijl de stille vennoot fungeert als geldschieter. De beherende vennoot is hoofdelijk aansprakelijk, de stille vennoot enkel met het ingelegde vermogen. Wanneer een stille vennoot zich toch met de beheeractiviteiten bemoeit, verliest die zijn status als stille vennoot en wordt automatisch een

beherende vennoot. De beherende vennoten onderling fungeren juridisch als een vof, met de daarbij horende wet en regelgeving (Loonstra, 2014).

Fonds voor gemene rekening

Het fonds voor gemene rekening (FGR) is een overeenkomst tussen drie verschillende partijen. Een bewaarder, beheerder en deelnemers. Het FGR heeft als doelstelling vermogen bijeen te brengen om dit gezamenlijk te beleggen. Het is om deze redenen een populaire keuze voor beleggingsfondsen (NOAB Adviesgroep, 2017)

In tegenstelling tot de rechtsvormen kent het FGR geen specifieke regels waaraan het moet voldoen, aangezien het geen rechtsvorm betreft.

§3.1.2 Toezicht op beleggingsfondsen

Naast de wettelijke ondernemingsvormen is ook het toezichtregime een belangrijk onderdeel van de juridische aspecten. De minister van Financiën is verantwoordelijk voor het functioneren van het financiële stelsel. Als middel hiervoor moeten in Nederland beleggingsproducten voldoen aan de eisen van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en De Nederlandse Bank (DNB). De DNB is verantwoordelijk voor het prudentieel toezicht, terwijl de AFM dat is voor het gedragstoezicht. Tussen deze twee partijen is geen overlap (Beek, 2009).

Het toezicht op beleggen is onder te verdelen in het toezicht op de beleggingsinstellingen en de prospectusverplichting (Beek, 2009). De beleggingsinstellingen zijn vervolgens onder te verdelen in een tweetal soorten erkende beleggingsinstellingen, namelijk de collectieve beleggingsinstellingen (ICBE) en de alternatieve beleggingsinstellingen (ABI).

Beleggingsinstellingen

De EU maakt onderscheid tussen twee soorten beleggingsinstellingen. De ICBE en de (ABI). Beleggingsinstellingen vallen in hoofdzaak onder één van deze twee termen. De ICBE kent al sinds 1985 een geharmoniseerd Europese richtlijn (AFM, 2017). Deze vorm van beleggingsinstellingen kenmerken zich door de volgende zaken (DNB, 2013):

- Dat belegd wordt in liquide financiële activa;
- Met toepassing van het beginsel van risicospreiding;
- Dat het een open-end instelling is;
- Dat het de te beleggen gelden verkrijgt van het publiek.

Instellingen die niet aan de vormvereisten van een ICBE voldoen worden aangemerkt als een ABI. Beheerders van een of meerdere ABI's moeten voldoen aan de Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFM). AIFM is een Europese richtlijn die in 2013 in werking is getreden om de regelgeving binnen de Unie te harmoniseren (AFM, 2019).

Een beheerder van een ICBE of een ABI kan deze intern of extern beheren. In het geval van een beleggingsmaatschappij gebeurt dit intern, bij een beleggingsfonds extern. Het is verboden in Nederland participaties van een beleggingsinstelling aan te bieden zonder dat de beheerder over een vergunning beschikt. De AFM is de uitgever van deze vergunningen (DNB, 2013). De ICBE en ABI hebben afwijkende vereisten. De verdere vereisten van de ICBE zijn in dit onderzoek buiten beschouwing gelaten. Dit is omdat de ICBE niet van toepassing is bij vastgoedbeleggingsfondsen zoals deze in hoofdstuk 2 is beschreven. Een vastgoedfonds is een van de meest voorkomende ABI's (AFM, 2017).

Alternative Investment Fund Managers Directive

Zoals eerder aangegeven is de AIFM van toepassing op ABI's. De AIFM heeft de bestaande regelgeving omtrent ABI's in 2013 vervangen. Een groot deel van de vrijstellingen voor beheerders zijn toen weggefallen. In hoofdlijnen zijn de belangrijkste veranderingen als volgt (AFM, 2017):

- Het aanbieden aan louter professionele beleggers is niet langer vrijgesteld;
- Dat zowel beleggingsfondsen als beleggingsmaatschappijen een bewaarder moeten hebben;
- Beperking van het uitbesteden van beheersactiviteiten;
- Participaties vanaf 100.000 euro worden niet langer gegarandeerd vrijgesteld van toezicht.

De AIFM maakt een onderscheid tussen drie verschillende regimes op basis van de totale omvang van de activa en het type belegger. Een voorkomend criterium bij deze regimes heeft betrekking op het feit of het fonds open of closed-end is. Een closed-end fonds is een fonds waarbij het aantal aandelen van het fonds gedurende de looptijd van het fonds vaststaat. Bij een open-end fonds is dit niet het geval (Homefinance, z.j.).

Het Volledige Vergunningsregime

Het volledige vergunningsregime is van toepassing wanneer deelnemingsrechten aangeboden worden aan professionele beleggers én de beheerder een of meerdere ABI's beheert die aan de volgende eisen voldoen met betrekking tot de totale activa:

- Groter is dan €500 miljoen, ingeval van een beheerder die fondsen beheert die de eerste vijf jaar closed-end zijn en geen gebruik maken van leverage; of
- Groter is dan €100 miljoen

Het Registratieregime

Het registratieregime is van toepassing wanneer deelnemingsrechten aangeboden worden aan professionele beleggers én de beheerder een of meerdere ABI's beheert die aan de volgende eisen voldoen met betrekking tot de totale activa:

- Kleiner of gelijk is aan €500 miljoen, ingeval van een beheerder die fondsen beheert die de eerste vijf jaar closed-end zijn en geen gebruik maken van leverage; of
- Kleiner of gelijk is aan €100 miljoen

Het Retail Regime

Het Retail Regime is van toepassing wanneer een beheerder ook deelnemingsrechten aanbiedt aan niet-professionele (Retail) beleggers. Een beheerder die participaties aanbiedt aan niet-professionele beleggers kan toch nog gebruik maken van het registratieregime. Dit kan alleen als een van de twee onderstaande voorwaarden van toepassing zijn. Indien dit niet het geval is, moet voldaan worden aan alle regels en vereisten van het volledige vergunningsregime.

Scenario 1:

- Aangeboden aan minder dan 150 personen;
- Participaties kunnen slechts worden verworven tegen een tegenwaarde van ten minste €100.000;
- Een nominale waarde per recht hebben van ten minste €100.000.

Scenario 2:

- Totale activa kleiner of gelijk is aan €500.000.000;
- Eerste 5 jaar closed-end;
- Geen gebruik van leverage

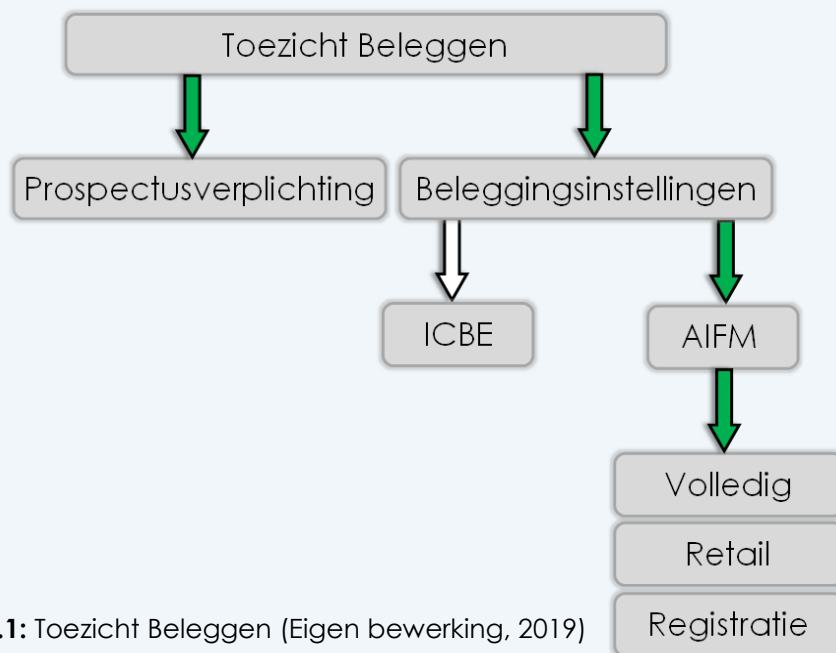
Naast de vergunning moet een beheerder mogelijk ook voldoen aan een prospectus verplichting. Dit is afhankelijk van een aantal factoren.

Prospectus verplichting

Op 30 juni 2017 is de nieuwe prospectusverordening gepubliceerd. Deze is vanaf 21 juli 2019 rechtstreeks van toepassing in alle lidstaten van de EU (AFM, z.j.). Beheerders kunnen vrijstelling krijgen van de prospectusverplichting indien aan een aantal eisen is voldaan. Een vrijstelling van de prospectusverplichting is van toepassing wanneer het fonds (AFM, z.j.):

- Gericht is op minder dan 150 personen;
- Minimale inleg is €100.000 of meer;
- De nominale waarde van een effect is minimaal €100.000,-;
- De aanbieder van effecten is een vereniging of instelling zonder winstoogmerk;
- De totale tegenwaarde van de effecten die worden aangeboden is minder dan €5.000.000 berekend over een periode van 12 maanden.

Wanneer een fonds aan een van de bovenstaande eisen voldoet vervalt de verplichting een door de AFM goedgekeurde prospectus aan te bieden. In figuur 3.1 is het toezicht op beleggen schematisch weergegeven. De groene lijnen geven aan wat relevant is voor dit onderzoek.



Figuur 3.1: Toezicht Beleggen (Eigen bewerking, 2019)

§3.1.3 Deelconclusie juridische aspecten

Uit de voorgaande paragrafen is op te maken dat onderstaande juridische aspecten invloed hebben op de structureringsvorm van een beleggingsfonds.

Juridische entiteiten

De juridische entiteiten zijn de opgezette rechtsvormen binnen een fondsstructuur. De keuze voor de rechtsvorm is van groot belang en staat in direct verband met zaken als de mate van de **inspraak van beleggers** en de **fiscale gevolgen** van het fonds. Uit paragraaf 3.1.1 is gebleken dat de juridische entiteiten die als basis kunnen dienen de BV, CV, NV of het FGR zijn. Voor de stichting is een ondersteunende rol weggelegd.

Inspraak beleggers

De inspraak van de beleggers is een gevolg van de keuze van de **juridische entiteiten**. Recht op veel inspraak vanuit de beleggers, bijvoorbeeld binnen een BV met reguliere aandelen, kan het fonds veel vertraging bezorgen bij beslismomenten. In paragraaf 3.1.1 is echter

toegelicht dat de BV gebruik kan maken van veel verschillende aandelen. Het feit dat het FGR geen vaste vorm heeft zorgt ervoor dat de inspraak van de beleggers flexibel vormgegeven kunnen worden bij zowel het FGR en de BV. In paragraaf 3.1.1 is toegelicht waarom dit niet het geval is voor de CV en de NV. Bij deze vormen is de inspraak beperkt tot de jaarvergaderingen.

Vergunning regime

Het vergunning regime is afhankelijk van een aantal factoren zoals omschreven is in paragraaf 3.1.2. Het **aantal participanten**, **minimale inleg**, **fondsgrootte** en de vermogenssamenstelling, zijn allemaal van belang bij het vergunning regime. Voor de beheerders is het fonds het eenvoudigst te managen wanneer het fonds binnen het registratieregime valt en niet in het volledige of het retail regime. Het vergunning regime is daardoor voor een groot deel afhankelijk van de financiële aspecten die in paragraaf 3.2 terugkomen.

Prospectusplicht

De prospectusplicht is een andere eis vanuit het AFM die in dit hoofdstuk naar voren is gekomen. Of er wel of geen sprake is van een vrijstelling van de prospectusplicht hangt af van zaken als de **minimale inleg** en het **aantal participanten** die in het fonds deelnemen. Ook de prospectusplicht is hiermee mogelijk afhankelijk van de financiële aspecten uit paragraaf 3.2.

Beleggerstype

Het onderscheid tussen professionele en niet-professionele (retail) beleggers is van invloed op het **vergunning regime** van het fonds. Daarnaast bestaat ook nog het onderscheid tussen de participant die in aandelen belegt en de belegger die in het bezit is van obligaties.

Open of closed-end

Het fonds moet voor bepaalde tijd closed-end zijn in bepaalde scenario's zoals toegelicht in paragraaf 3.1.2 om onder het registratieregime van de AFM te vallen.

Bovenstaande juridische aspecten zijn in figuur 3.2 in een overzicht weergegeven met de bijbehorende keuzemogelijkheden.

Juridische Aspecten		
Juridische entiteiten		
	BV, CV, FGR, NV, Stichting	
Inspraak beleggers		
	CV/NV	Stemrecht jaarvergaderingen
	BV/FGR	Flexibel
Vergunning regime (AFM Toezicht)		
	Registratie	
	Volledig	
	Retail	
Prospectusplicht		
	Vrijstelling	
	Geen vrijstelling	
Beleggerstype		
	Professioneel	
	Niet professioneel	
Open of closed-end		
	Open-end	
	Closed-end	

Figuur 3.2: Juridische aspecten (Eigen bewerking, 2019)

Dit overzicht vormt samen met de overzichten van de financiële en fiscale aspecten de basis van het beroepsproduct in hoofdstuk 4. In de volgende paragraaf komen de financiële aspecten aan bod.

§3.2 Financiële aspecten

In deze paragraaf is dieper ingegaan op de financiële aspecten die belangrijk zijn bij een beleggingsfonds. De paragraaf is opgedeeld in de sub-paragrafen eigen vermogen, vreemd vermogen, rendement, en een deelconclusie. In Hoofdstuk 2 vastgoedbeleggingsfondsen is al toegelicht wat het verschil is tussen particuliere en institutionele beleggers. Particuliere beleggers zijn individuen of particuliere organisaties die geen institutionele beleggers zijn. De vermogensverschaffers in de volgende sub-paragrafen hebben betrekking op deze particuliere beleggers.

§3.2.1 Eigen vermogen

In de aanleiding van dit onderzoek in hoofdstuk 1 is al kort uitgelegd dat de financiën van een fonds bestaan uit eigen vermogen en vreemd vermogen. Deze twee soorten vermogen vormen samen het totale vermogen.

Het eigen vermogen is een essentieel bestandsdeel van het totale vermogen. De drie hoofdfuncties voor een onderneming van het eigen vermogen zijn volgens van Beek (2009) :

- Het eigen vermogen staat permanent ter beschikking van de onderneming;
- Het eigen vermogen dient als een buffer voor het opvangen van verliezen;
- Het eigen vermogen dient als basis voor het aantrekken van vreemd vermogen

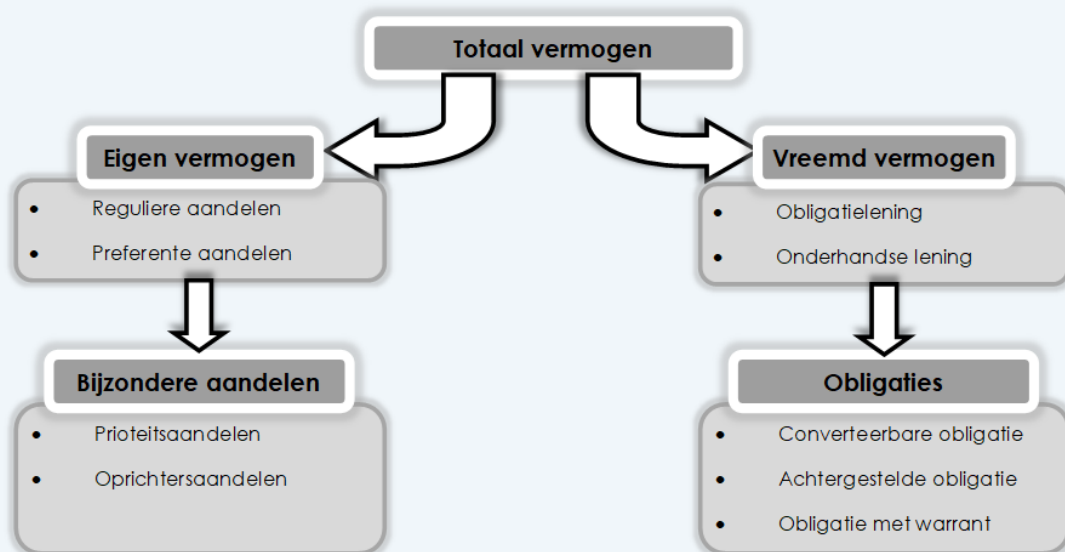
Eigen vermogen binnen een onderneming wordt verworven door de emissie van aandelen. De aandeelhouders zijn dus eigenaren van de onderneming. Een onderneming kan gebruik maken van verschillende soorten aandelen (Ensie, 2019). Deze varianten zijn verder toegelicht in bijlage B – Aandelen & obligaties.

§3.2.2 Vreemd vermogen

In de vorige sub-paragraaf is aangegeven wat de hoofdfuncties zijn van het eigen vermogen. Een van deze hoofdfuncties is dat het eigen vermogen dient als basis voor het aantrekken van vreemd vermogen. Een onderneming die over relatief veel eigen vermogen beschikt kan eenvoudiger vreemd vermogen aantrekken. Dit is omdat de vreemd vermogen verschaffers een lager risico lopen dan bij een onderneming waarbij relatief weinig eigen vermogen aanwezig is. Vreemd vermogen moet uiteindelijk worden terugbetaald aan de schuldeiser, inclusief rentekosten. De termijn waarop het vreemde vermogen afgelost moet worden is sterk afhankelijk van de vorm van het vreemde vermogen. Hiervoor zijn een aantal varianten. Binnen een beleggingsfonds gebeurt dit veelal door middel van een obligatielening of onderhandse lening bij een bank (Beek, 2009).

Een obligatie is een schuldbekentenis die aan een obligatiehouder wordt verschaft. Deze obligatie is een lening op de lange termijn, vaak afgesloten met een groot aantal vermogensverschaffers. De voorwaarden van een obligatielening zijn veelal vrij in te vullen door de betrokken partijen. Zo bestaat de mogelijkheid tot een bullet-lening (Beek, 2009). Een lening waarbij de aflossing in haar geheel plaatsvindt aan het einde van de looptijd, zonder tussentijdse aflossingen. Ook kan overeengekomen worden dat de onderneming het recht heeft de obligatielening gedeeltelijk of geheel vervroegd af te lossen (Fuchs, 2006). Binnen de kaders van dit onderzoek is een onderscheid gemaakt tussen de drie belangrijkste obligatieleningen. De obligatielening kent verschillende variaties, deze zijn verder toegelicht in bijlage B.

In figuur 3.3 is een schematische weergave te zien van de opmaak van het fondsvermogen binnen een doorsnee onderneming en beleggingsfonds. In de volgende sub-paragraaf is dieper ingegaan op de rendementen van deze verschillende typen vermogen.



Figuur 3.3: Uitgebreid totaal vermogen (Beek, 2016, Eigen bewerking, 2019)

De verdere uitwerking van de soorten aandelen en obligaties zoals in figuur 3.3 staat weergegeven is terug te vinden in bijlage B.

§3.2.3 Rendement

Rendement is de opbrengst van een belegging of investering over een bepaalde periode, uitgedrukt in een percentage van de daarvoor gemaakte kosten (Conijn, 2003). Particulieren kiezen alleen om te beleggen wanneer zij het rendement acceptabel vinden ten opzichte van alternatieven zoals sparen. Bij een beleggingsfonds zijn verschillende soorten rendementen te onderscheiden. Deze rendementen zijn het directe & indirecte rendement, rendement over het eigen vermogen en het rendement over het vreemde vermogen. Het rendement is altijd weergegeven in een percentage, namelijk de opbrengsten gedeeld door de investering.

Direct rendement

Het direct rendement (DR) is het rendement dat periodiek terugkeert. De huurstromen bij een vastgoedbeleggingsfonds, dividend op aandelen of de rente over een spaartegoed (financieelvakweb, 2019).

Indirect rendement

Het indirect rendement (IR) heeft betrekking op de vermogenspositie van de belegger, en heeft geen directe invloed op het besteedbare inkomen van de belegger. Het IR geeft de waardestijging of daling weer van de onderliggende belegging of investering (financieelvakweb, 2019).

Rendement vreemd vermogen

De rol van vreemd vermogen binnen een beleggingsfonds is in de vorige paragraaf toegelicht. De vreemd vermogen verschaffer en de geldnemer komen doorgaans een van tevoren vastgesteld rendement overeen. De vreemd vermogen verschaffer heeft daardoor meer zekerheid dan de eigen vermogen verschaffer. Bij een onderhandse lening is de vastgestelde rente het directe rendement op het vreemde vermogen. Bij obligatiehouders is dit ook het geval. Echter kan ook overeengekomen zijn dat een obligatiehouder recht heeft op een einduitkering bij het opheffen van een fonds. In de praktijk zijn voorbeelden van een winstdeling bij de verkoop van vastgoedpanden voor obligatiehouders (Haerzathe, 2014).

Rendement eigen vermogen

Het rendement eigen vermogen (REV) loopt een verhoogd risico in vergelijking met het vreemde vermogen. Het REV binnen een beleggingsfonds is daarmee ook minder zeker. Het REV is namelijk volledig afhankelijk van het succes van het beleggingsfonds. Tegenvallende resultaten kunnen zelfs tot een negatief rendement leiden. Het REV wordt doorgaans berekend door de winst na aftrek van interest en belastingen te delen door het geïnvesteerd eigen vermogen (Graydon, z.j.).

Het rendement van het eigen vermogen is variabel en kan gedurende de beleggingsperiode veranderen. Beleggers die aandelen kopen zijn de eigenvermogenverschaffers binnen een beleggingsfonds. Het rendement dat beleggers eisen is volledig afhankelijk van het type belegging, de rendementen van alternatieve beleggingsmogelijkheden, marktontwikkelingen en andere factoren. Het belangrijkste voor de belegger is de rendement/risico verhouding van de belegging (Evi, z.j.). Door gebruik van vreemd vermogen kan een hefboomeffect worden gecreëerd waardoor het rendement over het eigen vermogen wordt versterkt.

Hefboomeffect

Om het rendement van het fonds te verbeteren maken beleggingsfondsen gebruik van een zogenaamd hefboomeffect. Een hefboomeffect is het effect dat het gebruik van vreemd vermogen heeft op het rendement van het eigen vermogen. Wanneer het rendement over het totaal vermogen hoger is dan het rendement op het vreemde vermogen, heeft dit een positief effect op het rendement van het eigen vermogen (Gool P. v., 2013). Het rendement op het vreemde vermogen is namelijk vooraf vastgesteld en het gerealiseerde rendement van het totaal vermogen valt daarmee ten goede van het rendement van het eigen vermogen. Wanneer het rendement van het totale beleggingsfonds lager uitvalt dan de rente op het vreemde vermogen, wordt gesproken van een negatief hefboomeffect. Het aantrekken van vreemd vermogen verhoogt dus het rendement op het vermogen van de eigenvermogenverschaffers. (Economiehulp, 2019). Dit aantrekken van vreemd vermogen voor vastgoedbeleggingsfondsen is tegenwoordig lastiger dan in het verleden.

Aantrekken van vreemd vermogen

De financiële wereld kent vele ontwikkelingen in een kort tijdsbestek. Een belangrijke ontwikkeling die relevant is voor dit onderzoek is het feit dat de bankensector terughoudend is in het uitlenen van vermogen bij nieuwe vastgoedbeleggingen (Trappenburg, 2019). Zo zegt vastgoedbelang, vereniging van particuliere vastgoedbeleggers, dat nieuwe klanten vrijwel niet geaccepteerd worden door de grote banken. Zo geeft de Rabobank aan dat vooral het aantal leningen voor kantoren en winkels teruggeschroefd is. Voor woningen zijn de aflossingspercentages verhoogd. Beleggers moeten hoe dan ook meer eigen vermogen inbrengen. Rabobank heeft met onder andere deze maatregelen de grootte van de vastgoedleningen teruggebracht van 30 miljard naar 22 miljard euro. Nieuwe ontwikkelingen die bijdragen aan het oplossen van de woningnood hebben nog wel een kans van slagen. Slecht verhuurbare of niet-duurzame objecten hebben een lage kans van slagen (Trappenburg, 2019).

§3.2.4 Deelconclusie financiële aspecten

Uit de voorgaande informatie zijn een viertal bepalende financiële aspecten geselecteerd die de vormgeving van een beleggingsfonds beïnvloeden.

Participanten

De eigenvermogenverschaffers zijn de particuliere beleggers en worden participanten genoemd. Het **aantal participanten** heeft invloed op het **vergunning regime** van het fonds en is daarmee medebepalend voor de vormgeving van de fondsstructuur. De eis vanuit de AFM is terug te vinden in paragraaf 3.1.2. Deze is vastgesteld op minder dan 150 om onder het registratieregime te kunnen vallen.

Vermogenssamenstelling

Het aantrekken van vreemd vermogen kan invloed hebben op het **vergunning regime** van het fonds. Een fonds met een vermogen tussen de 100 en 500 miljoen euro mag namelijk uitsluitend uit eigenvermogen bestaan om nog in het registratieregime te vallen. Stijgt de fondsgrootte boven de 100 miljoen euro en maakt het fonds gebruik van vreemd vermogen, dan valt het fonds niet in het registratieregime.

Fondsgrootte

De fondsgrootte van het fonds heeft invloed zijn op het **vergunning regime** en de **prospectusplicht**. De drempels die relevant zijn voor de AFM-regelgeving uit paragraaf 3.1.2 liggen op de €5.000.000,- en de €100.000.000,-.

Minimale inleg

De minimale inleg om deel te kunnen nemen in het fonds is van invloed op de prospectusplicht en op het vergunning regime. Een verdere uitwerking hiervan is terug te vinden in paragraaf 3.1.2. Bij een minimale inleg van €100.000,- is het fonds vrijgesteld van de prospectusplicht en kan het fonds in aanmerking komen voor het registratieregime mits aan aanvullende voorwaarden worden voldaan.

Bovenstaande juridische aspecten zijn in figuur 3.4 in een overzicht weergegeven met de bijbehorende keuzemogelijkheden.

Financiële aspecten	
Participanten	
	Minder dan 150
	Meer dan 150
Vermogenssamenstelling	
	Enkel eigenvermogen
	Eigen vermogen & vreemd vermogen
Fondsgrootte	
	Kleiner is dan €5.000.000,-
	Groter is dan €100.000.000,-
Minimale inleg	
	Kleiner is dan €100.000,-
	Groter is dan €100.000,-

Figuur 3.4: Financiële aspecten (Eigen bewerking, 2019)

Deze financiële aspecten komen terug in het volgende hoofdstuk bij het opstellen van het beroepsproduct. In de volgende paragraaf worden de fiscale aspecten besproken.

§3.3 Fiscale aspecten

Fiscale aspecten hebben betrekking op de belastingwetgeving die van toepassing is. In het kader van het onderzoek is alleen dieper ingegaan op de fiscale aspecten van een vastgoedbeleggingsfonds voor particulieren. De fiscale efficiëntie is een belangrijke factor bij de keuze van de fondsstructuur bij een vastgoedfonds. (RSM, 2015). Particuliere beleggers die beleggen via een vastgoedbeleggingsfonds kunnen in hoofdzaak op twee manieren belasting afdragen. Dit kan op het niveau van het fonds, of op niveau van de belegger zelf. Op het niveau van het fonds wordt vennootschapsbelasting afgedragen. Op het inkomen van de belegger zelf inkomstenbelasting (RSM, 2015).

Het Nederlandse belastingrecht kent de fiscale beleggingsinstelling (FBI) en de vrijgestelde beleggingsinstelling. De vrijgestelde beleggingsinstelling is enkel van toepassing bij het beleggen in financiële instrumenten als effecten en geldmarktinstrumenten en daardoor niet bij het beleggen in vastgoed. Binnen de kaders van het onderzoek is de vrijgestelde beleggingsinstelling daarom ook buiten beschouwing gelaten. Beleggers willen voorkomen om op fondsniveau vennootschapsbelasting af te dragen. Dit kan door het oprichten van een reguliere FBI of een fiscaal transparante beleggingsinstelling.

§3.3.1 Fiscale beleggingsinstelling

Een FBI moet aan de volgende eisen voldoen (RSM, 2015):

- Het doel en de feitelijke werkzaamheid van de FBI is uitsluitend het beleggen van vermogen;
- De mate van financiering van de FBI met vreemd vermogen is wettelijk begrensd;
- De fiscale winst van de FBI (uitgezonderd vermogenswinsten) dient niet later dan acht maanden na afloop van elk jaar aan de aandeelhouders te worden uitgekeerd;
- De FBI dient aan bepaalde eisen te voldoen ten aanzien van de aandeelhouders (gericht op particuliere beleggers en vrijgestelde institutionele beleggers).

Wanneer een beleggingsfonds aan de bovenstaande eisen voldoet is het een FBI en kan aanspraak gedaan worden op de voordelen van een FBI. De FBI is vennootschapsbelastingplichtig maar heeft een tarief van 0%. Wel moet over de uitkering van dividenden dividendbelasting afgedragen worden. Onder bepaalde voorwaarden kunnen beleggers deze dividendbelasting terugvragen of verrekenen in hun aangifte inkomstenbelasting. (RSM, 2015).

§3.3.2 Fiscaal transparant beleggingsfonds

Een fiscaal transparant beleggingsfonds biedt een aantal voordelen ten opzichte van de reguliere FBI. Deze voordelen zijn namelijk (RSM, 2015):

- Geen dividendbelasting;
- Het is onder voorwaarden toegestaan voor een belegger een openstaande herinvesteringsreserve (HIR) aan te wenden voor een investering in het fonds;
- Geen strikte financierings- en aandeelhouderseisen;
- Initiatiefnemers van het fonds mogen eigen vastgoed inbrengen zonder heffing van vennootschapsbelasting en overdrachtsbelasting.

Fiscaal transparante fondsen hebben echter niet slechts voordelen. De twee belangrijkste nadelen van een fiscaal transparant beleggingsfonds zijn:

- Eventuele buitenlandse participanten in het fonds worden belastingplichtig in Nederland voor de heffing van inkomstenbelasting c.q. vennootschapsbelasting over het aan hen toerekenbare aandeel in het resultaat van het fonds. Dit geldt niet voor buitenlandse vrijgestelde beleggers (zoals pensioenfondsen);
- De fiscale transparantie brengt met zich mee dat de overdraagbaarheid van de participaties dient te zijn beperkt. In principe geldt dat voor de overdracht van participaties de toestemming van alle participanten is vereist. Indien wordt gekozen

voor het besloten fonds voor gemene rekening is er op dit punt echter meer flexibiliteit (zie hierna). Bij een FBI hoeft de overdraagbaarheid van de aandelen niet te zijn beperkt.

Een fiscaal transparant vastgoedbeleggingsfonds moet daarnaast een personenvennootschap (bijvoorbeeld de CV) of een fonds voor gemene rekening zijn.

- **Commanditaire vennootschap**

Een CV die fiscaal transparant is moet voldoen aan de toestemmingsvereiste. Dit vereiste houdt in dat toetreding en vervanging van commanditaire vennoten (zoals omschreven in Juridische Aspecten) de toestemming benodigd is van alle andere vennoten.

- **Fonds voor gemene rekening**

Het grote verschil tussen een fiscaal transparante CV en FGR is dat het FGR ook als fiscaal-transparant aangemerkt kan worden indien de participaties – zonder toestemming van de andere deelgerechtigden – uitsluitend aan het FGR zelf en bloed- en aanverwanten in de rechte lijn kunnen worden vervreemd. Het FGR kan ook vrijelijk participaties uitgeven. Deze vorm is vooral aantrekkelijk wanneer het een vastgoedfonds met onbeperkte looptijd betreft (RSM, 2015).

§3.3.3 Deelconclusie fiscale aspecten

De selectie van de bepalende fiscale aspecten wijkt af van de juridische aspecten. De fiscale aspecten zijn namelijk volledig afhankelijk van de keuzes bij de juridische vormgeving van het fonds.

Fiscale gevolgen

De fiscale gevolgen worden bepaald door de **juridische entiteiten**. Deze fiscale gevolgen bestaan uit de momenten waarop belasting afgedragen moet worden en welke belasting afgedragen moet worden. Dit kan op niveau van de belegger of op niveau van het fonds. De CV en FGR moeten wel aan de eisen uit 3.3.2 voldoen om aangemerkt te kunnen worden als fiscaal transparant. De belangrijkste eis is dat een fiscaal transparant beleggingsfonds een personenvennootschap (bijvoorbeeld de CV) of een fonds voor gemene rekening moet zijn. De juridische entiteit heet dus directe fiscale gevolgen.

Bovenstaande fiscale aspect is in figuur 3.5 hieronder in een overzicht weergegeven met de bijbehorende keuzemogelijkheden

Fiscale aspecten		
Fiscale gevolgen (aandelenfondsen)		
Wat zijn de gevolgen op fiscaal gebied op basis van structureringsvorm		
	CV of FGR mits aan eisen voldoet	Belast op niveau van belegger
	Overige ondernemingsvormen (BV)	Belast op fondsniveau

Figuur 3.5: Fiscale aspecten (Eigen bewerking, 2019)

De fiscale gevolgen vormen mede met de juridische en financiële aspecten de basis voor het beroepsproduct in het volgende hoofdstuk. In de volgende paragraaf volgt de conclusie van dit hoofdstuk.

§3.4 Conclusie

In deze conclusie is antwoord gegeven op de tweede deelvraag: "Welke aspecten bepalen de structureringsvorm van een beleggingsfonds?". De aspecten zijn gebaseerd op een aanname die in de interne en externe toetsing in hoofdstuk 5 zijn gevalideerd.

Voor de juridische, financiële en fiscale aspecten zijn een drietal overzichten vormgegeven die de bepalende aspecten per thema weergeven. In het volgende hoofdstuk vormen deze drie overzichten de basis voor het beroepsproduct. Belangrijk bij deze samenvoeging is het feit dat uit dit hoofdstuk is gebleken dat de drie thema's in direct verband met elkaar staan. Zij kunnen niet afzonderlijk in beschouwing genomen worden.

Uit dit hoofdstuk is gebleken dat de financiële aspecten de hoogste prioriteit hebben. In paragraaf 3.2.3 is namelijk gebleken dat beleggers het risico/rendement afweging het belangrijkste achten bij het zoeken naar een beleggingsmogelijkheid. Vanuit het perspectief is het vervolgens belangrijk te bepalen wat de fondsgrootte is, de waarde van de participaties, aantal participanten en hoe de samenstelling van het vermogen eruit gaat zien.

De juridische aspecten hangen hier direct onder. Dit komt omdat het aantal participanten, het gebruik van vreemd vermogen, de minimale inleg en de fondsgrootte allemaal invloed hebben op het vergunning regime en de prospectusplicht. Verder zijn het type beleggers en het feit of het fonds open of closed end is van belang voor het vergunning regime. Wat resteert voor de juridische aspecten zijn de juridische entiteiten en de inspraak van de beleggers. De juridische entiteit bepaalt de vorm van inspraak voor de beleggers. Daarnaast is de juridische entiteit ook van belang voor de fiscale gevolgen.

Voor de fiscale aspecten is het belangrijk dat het fonds voldoet aan de eisen uit paragraaf 3.3.2 om als een fiscaal transparant fonds aangemerkt te kunnen worden. De belangrijkste eis is dat het fonds een CV of een FGR is. Wanneer dit niet het geval is heeft dit negatieve fiscale gevolgen. In figuur 3.6 bepalende aspecten zijn in de overzichten samengevat weergegeven.

Bepalende aspecten	
Juridische aspecten	
	Juridische entiteiten
	Inspraak beleggers
	Vergunning regime
	Prospectusplicht
	Type beleggers
	Open of closed end
Financiële aspecten	
	Participanten
	Vermogen samenstelling
	Fondsgrootte
	Minimale inleg (per participatie)
Fiscale aspecten	
	Fiscale gevolgen

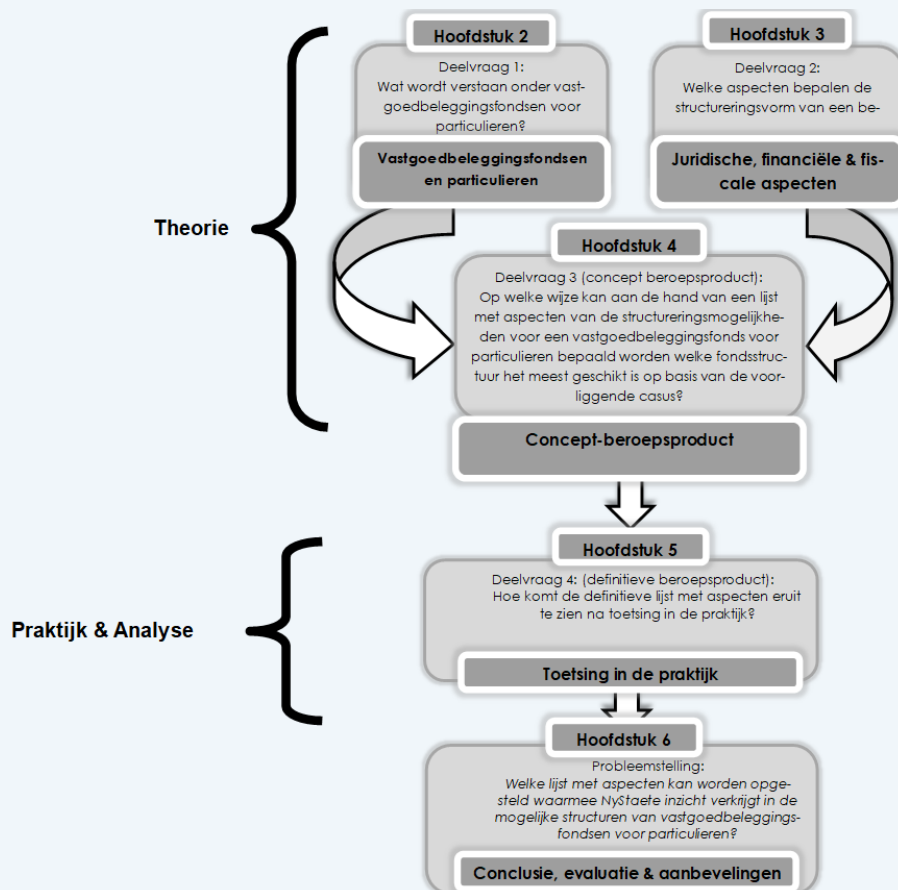
Figuur 3.6: Aspecten samengevat (Eigen bewerking, 2019)

In het volgende hoofdstuk komen de voorgaande twee hoofdstukken samen om het beroepsproduct van het onderzoek te vormen. Het hoofdstuk structureringsvormen combineert de geoperationaliseerde begrippen uit hoofdstuk twee met de geselecteerde bepalende aspecten uit dit hoofdstuk.

In hoofdstuk 4 komen de hoofdstukken 2 Vastgoedbeleggingsfondsen en particulieren en hoofdstuk 3 Bepalende aspecten samen. Op basis van deze hoofdstukken is in dit hoofdstuk het concept-beroepsproduct van het onderzoek vormgegeven. De geoperationaliseerde begrippen uit hoofdstuk 2 zijn gekoppeld aan de bevindingen van hoofdstuk 3 waardoor een overzicht van structureringsvormen ontstaat voor vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren. Hiermee is antwoord gegeven op de deelvraag "Op welke wijze kan aan de hand van een lijst met aspecten van de structureringsmogelijkheden voor een vastgoedbeleggingsfonds voor particulieren bepaald worden welke fondsstructuur het meest geschikt is op basis van de voorliggende casus". In de eerste paragraaf is eerst weer de opbouw van het theoretische kader toegelicht. In de tweede paragraaf is de koppeling van vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren en de bepalende aspecten toegelicht. Daaruit vloeit het beroepsproduct in de derde paragraaf, afgesloten met een deelconclusie in de laatste paragraaf.

§4.1 Toelichting opbouw theoretisch kader

In hoofdstuk 1 is al aangegeven dat de hoofdstukken 2 & 3 samen de basis vormen voor hoofdstuk 4. In figuur 4.1 is het proces van het onderzoek visueel weergegeven. Uit het figuur is op te maken dat hoofdstuk 4 het laatste deel van de theorie van het onderzoek is.



Figuur 4.1: Onderzoeksmodel (Eigen bewerking, 2019)

In dit hoofdstuk zijn de keuzes die de fondsbeheerders moeten maken bij het oprichten van een vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren verder toegelicht. Uit hoofdstuk twee zijn de begrippen vastgoedbeleggingsfondsen en particulieren geoperationaliseerd. Deze komen in de volgende paragraaf samen met de juridische, financiële en fiscale aspecten.

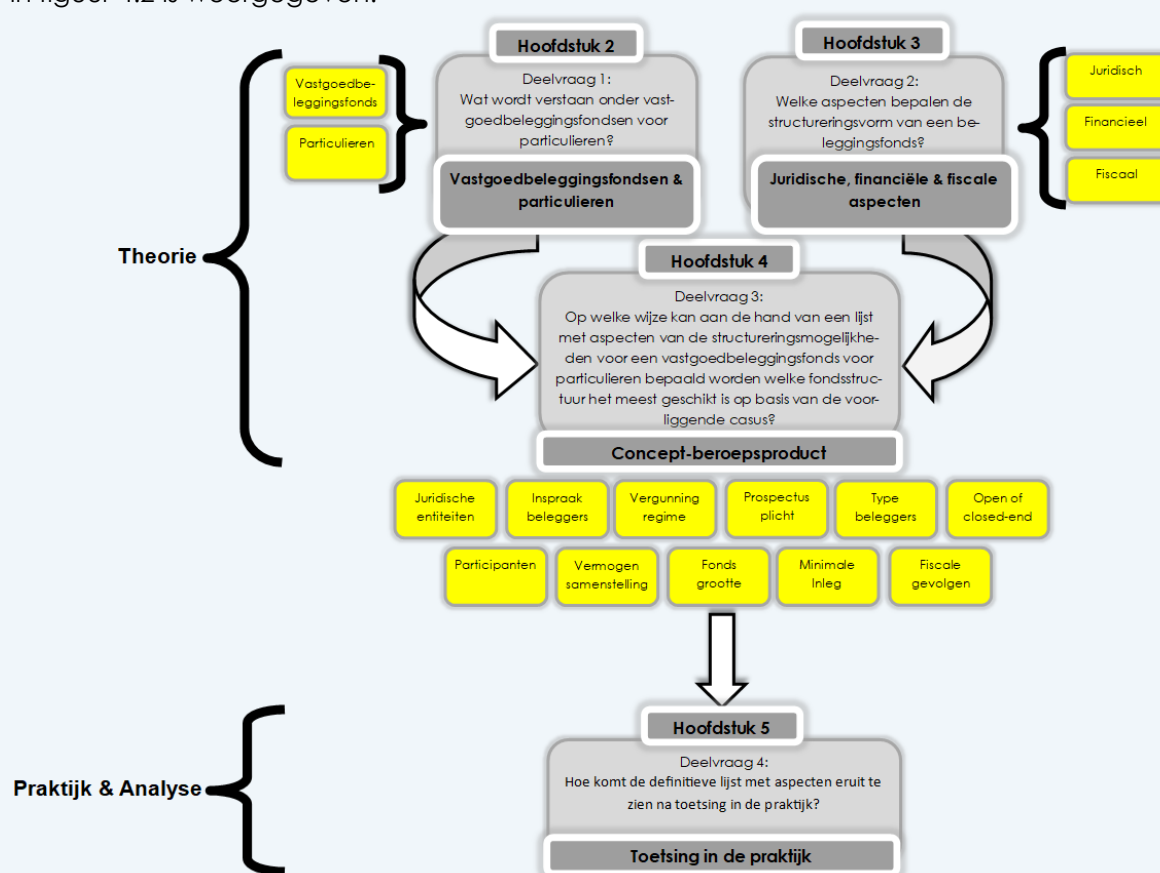
§4.2 Definities

In hoofdstuk 2 zijn de definities van vastgoedbeleggingsfondsen en particulieren uitgebreid toegelicht. Deze zijn hieronder herhaald.

“Een vastgoedbeleggingsfonds is een beleggingsfonds waarbij door het gebruik van eigen vermogen en vreemd vermogen een vastgoedobject wordt aangekocht met als doel een economisch rendement te verkrijgen voor de eigenvermogenverschaffers.”

“Particulieren binnen het kader van dit onderzoek zijn beleggers die indirect beleggen in een niet beursgenoteerd vastgoedbeleggingsfonds die niet aangemerkt kunnen worden als institutionele beleggers en de rol vervullen van aandeelhouder of obligatiehouder.”

Deze definities zijn toegepast op de aspecten uit hoofdstuk 3. Hier vloeit de basis van hoofdstuk 4 uit voort. De structureringsvormen van vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren zijn vormgegeven aan de hand van de juridische, financiële en fiscale aspecten, zoals hieronder in figuur 4.2 is weergegeven.



Figuur 4.2: Onderzoeksmodel uitwerking (Eigen bewerking, 2019)

§4.3 Concept beroepsproduct

Om invulling te geven aan de fondsstructuur zijn de juridische, financiële en fiscale aspecten met elkaar gecombineerd. Zo hangt een groot deel van de juridische aspecten direct samen met financiële aspecten zoals fondsgrootte en de minimale inleg. Deze keuzes zijn dus gemaakt vanuit de positie van de fondsbeheerder. De volgorde van de keuzes is niet chronologisch en, totaal afhankelijk van de voorliggende casus, zijn niet alle keuzes even relevant.

§4.3.1 Juridische aspecten

De juridische entiteiten zijn hier gekoppeld aan het doel van het fonds. Uit paragraaf 3.1.1 is gebleken dat de BV de standaard ondernemingsvorm is bij een obligatiefonds. Bij een aandelenfonds bestaat de keuze tussen de FGR, BV of een CV. Bij een aandelenfonds kan de beheerder dus op basis van andere aspecten een keuze maken uit de FGR, BV of een CV.

De inspraak van de beleggers voor de CV is gelimiteerd omdat stille vennoten niet in staat zijn actief deel te nemen aan het dagelijks bestuur van het fonds. Bij een BV of FGR is dit flexibel vorm te geven. De NV is zoals eerder aangegeven geschikt voor beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen en niet relevant binnen de kaders van dit onderzoek.

Het vergunning regime is in paragraaf 3.1 toegelicht. Daar zijn het registratieregime, het volledige vergunning regime en het retail regime weergegeven. In figuur 4.3 worden de financiële vereisten gekoppeld aan het vergunning regime. Zo zijn de financiële aspecten het aantal participanten, de minimale inleg en de totale fondsgrootte van belang voor het vergunning regime.

De prospectusplicht doet een beroep op diezelfde financiële aspecten, op het beleggerstype en op de aan- of afwezigheid van een winstoogmerk bij de fondsbeheerder. Het belangrijke onderscheid bij de prospectusplicht ten opzichte van het registratieregime is dat voor de prospectusplicht maar aan één van de criteria voldaan hoeft te worden.

Het beleggerstype is ook onderdeel van de juridische aspecten. De belegger is voor de AFM een professionele of een retail belegger. Dit kan gevolgen hebben voor het vergunning regime of de prospectusplicht.

Het fonds is open of closed-end. Een fonds kan open-end zijn en alsnog in het registratieregime vallen, echter moet dan rekening worden gehouden aan aanvullende eisen vanuit de AFM zoals deze zijn weergegeven in paragraaf 3.1.2. In figuur 4.3 zijn de keuzes van de juridische aspecten verder uitgewerkt.

Juridische aspecten			
Juridische entiteiten			
Beheerder op zoek naar vreemd of eigenvermogen?			
	Vreemd vermogen	BV-obligatiefonds	
	Eigen vermogen	FGR/BV/CV-aandelenfonds	
Inspraak beleggers (aandelenfonds)			
Vorm van invloed			
	CV	Stemrecht jaarvergaderingen	
	BV/FGR	Flexibel	
Vergunning regime (AFM Toezicht)			
Beheerder wil voldoen aan eisen van registratieregime?			
	Registratie	Eisen	
	Participanten	Minder dan	150 participanten
Én	Inleg	Minimaal	€100.000,-
Én	Fondsgrootte	Maximaal	€100.000.000, -
Prospectusplicht			
Beheerder wil voldoen aan eisen voor prospectusvrijstelling?			
	Vrijstelling	Eisen	
	Beleggerstype	Uitsluitend	Professioneel
Óf	Participanten	Minder dan	150
Óf	Inleg	Minimaal	€100.000,-
Óf	Aanbieder	Heeft geen	Winstoogmerk
Óf	Totale fonds	Minder dan	€5.000.000,-
Beleggerstype			
Beheerder wil bij voorkeur niet-professionele (Retail) beleggers aantrekken?			
	Ja	Kan gevolgen hebben op vergunning regime	
	Nee	Kan gebruik maken van registratieregime	
Open of closed-end			
Beheerder wil een open of closed-end fonds opzetten?			
	Open-end	Kan gevolgen hebben op vergunning regime	
	Closed-end	Voldoet aan een van de eisen van het registratieregime	

Figuur 4.3: Juridische aspecten (Eigen bewerking, 2019)

De juridische aspecten zijn erg belangrijk omdat de prospectusplicht en het AFM-toezicht hieronder vallen. Wanneer een beheerder het als een prioriteit beschouwt om in het registratieregime te vallen, moet de beheerder aan een groot aantal eisen voldoen. Wanneer een beheerder retail beleggers aantrekt, valt het fonds in principe onder het volledige vergunning regime, tenzij voldaan is aan de eisen om hier vrijstelling voor te krijgen. Dit limiteert dus de keuzevrijheid van de beheerder sterk. Hieronder zijn de mogelijkheden toegelicht van de financiële aspecten.

§4.3.2 Financiële aspecten

Het aantal participanten is relevant voor de prospectusverplichting en het vergunning regime. Een fonds met minder dan 150 participanten komt in aanmerking voor een vrijstelling van de prospectusverplichting. Daarnaast is maximaal 150 beleggers ook een van de vereisten om onder het registratieregime te vallen.

De vermogenssamenstelling is vooral belangrijk omdat het fonds in bepaalde scenario's geen gebruik mag maken van leverage om in het registratieregime van de AFM te kunnen vallen. Dit is echter alleen relevant in bepaalde situaties zoals omschreven in paragraaf 3.1.2.

De fondsgrootte kan invloed hebben op de prospectusplicht en het vergunning regime. Een fonds -kleiner dan €5.000.000,- komt in aanmerking voor vrijstelling van de prospectusplicht. Een fonds groter dan €100.000.000,- moet voldoen aan aanvullende eisen zoals weergegeven in paragraaf 3.1.2 om onder het registratieregime te vallen.

De minimale inleg kan ook invloed hebben op de prospectusplicht en het vergunning regime. Een fonds dat gebruikt maakt van een minimale inleg van €100.000,- komt in aanmerking voor vrijstelling van de prospectusplicht is uit paragraaf 3.1.2 gebleken. Daarnaast is het ook een van de vereisten om in het registratieregime te vallen.

Financiële aspecten			
Participanten			
Hoeveel participanten wil de beheerder aantrekken?			
	Minder dan	150 participanten	Prospectusvrijstelling, invloed op vergunning regime.
	Meer dan	150 participanten	Invloed op prospectusvrijstelling & vergunning regime.
Vermogenssamenstelling			
Wil de beheerder gebruik maken van leverage?			
	Ja	Kan gevolgen hebben voor vergunning regime	
	Nee	Geen gevolgen	
Fondsgrootte			
Beheerder kiest voor een fonds dat:			
	Kleiner is dan	€5.000.000,-	Vrijstelling prospectus
	Groter is dan	€100.000.000,-	Gevolgen vergunning regime
Minimale inleg			
Beheerder wil een minimale inleg die			
	Kleiner is dan	€100.000,-	Gevolgen prospectusplicht & vergunning regime
	Groter is dan	€100.000,-	Prospectusvrijstelling

Figuur 4.4: Financiële aspecten (Eigen bewerking, 2019)

De keuzes van de beheerder op financieel gebied hebben dus voornamelijk gevolgen voor de mate van toezicht. Het is belangrijk te onthouden dat vrijstelling van de prospectusplicht of het toegelaten worden in het registratieregime niet per se een vereiste is voor een succesvol vastgoedbeleggingsfonds. Het is volledig afhankelijk van de doelstellingen van de beheerder en de vastgoedobjecten waarin het vastgoedfonds gaat beleggen. De fiscale aspecten bestaan alleen uit de fiscale gevolgen en zijn in figuur 4.5 hieronder behandeld.

§4.3.3 Fiscale aspecten

De fiscale gevolgen hebben betrekking op de belastingheffing bij een aandelenfonds. Uit paragraaf 3.3.2 is gebleken dat enkel de CV en FGR aangewezen kunnen worden als fiscaal transparante fondsen. Deze fondsen moeten dan wel voldoen aan aanvullende eisen zoals ze zijn weergegeven in paragraaf 3.3.2.

Fiscale aspecten		
Fiscale gevolgen (aandelenfondsen)		
Wat zijn de gevolgen op fiscaal gebied op basis van structureringsvorm		
	CV of FGR	Belast op niveau van belegger
	Overige ondernemingsvormen (BV)	Belast op fondsniveau

Bij de fiscale gevolgen is nog een verdieping mogelijk op de verschillen tussen de reguliere FBI en de fiscaal transparante beleggingsfonds. Uit het literatuuronderzoek is gebleken dat beleggers bij voorkeur belasting afdragen op het niveau van de belegger. Het daadwerkelijke belang hiervan is echter lastig uit te drukken. Dit is getoetst in de praktijk in het volgende hoofdstuk. Hiermee is het beroepsproduct afgerond en is de theorie van het onderzoek afgerond. In het volgende hoofdstuk is de theorie getoetst en op basis van die bevindingen het beroepsproduct verder geperfectioneerd.

De structureringsvormen zijn toegelicht en de consequenties van de CV en FGR-aandelenfondsen en de BV-obligatiefondsen zijn verwerkt in het beroepsproduct. Een verdere uitwerking van deze structureringen zijn terug te vinden in bijlage D.

§4.4 Conclusie

In deze conclusie is antwoord gegeven op de tweede deelvraag: *“Op welke wijze kan aan de hand van een lijst met aspecten van de structureringsmogelijkheden voor een vastgoedbeleggingsfonds voor particulieren bepaald worden welke fondsstructuur het meest geschikt is op basis van de voorliggende casus”*. Om deze deelvraag te kunnen beantwoorden is eerst weer een beroep gedaan op de bepalende aspecten uit de conclusie van hoofdstuk drie.

Om invulling te geven aan de fondsstructuur moet aan de bepalende aspecten invulling worden gegeven. Deze keuzes zijn dus gemaakt vanuit de positie van de fondsbeheerder. De volgorde van de keuzes is niet chronologisch en, totaal afhankelijk van de voorliggende casus, niet alle keuzes zijn even relevant.

Hiermee is het concept-beroepsproduct afgerond en is de theorie van het onderzoek afgerond. In het volgende hoofdstuk is de theorie getoetst en op basis van die bevindingen het beroepsproduct verder bijgesteld.

Bepalende aspecten			
Juridische entiteiten			
Beheerder op zoek naar vreemd of eigenvermogen?			
	Vreemd vermogen	BV-obligatiefonds	
	Eigen vermogen	FGR/BV/CV-aandelenfonds	
Inspraak beleggers (aandelenfonds)			
Vorm van invloed			
	CV	Stemrecht jaarvergaderingen	
	BV/FGR	Flexibel	
Vergunning regime (AFM Toezicht)			
Beheerder wil voldoen aan eisen van registratieregime?			
	Registratie	Eisen	
	Participanten	Minder dan	150 participanten
Én	Inleg	Minimaal	€100.000,-
Én	Fondsgrootte	Maximaal	€100.000.000, -
Prospectusplicht			
Beheerder wil voldoen aan eisen voor prospectusvrijstelling?			
	Vrijstelling	Eisen	
	Beleggerstype	Uitsluitend	Professioneel
Óf	Participanten	Minder dan	150
Óf	Inleg	Minimaal	€100.000,-
Óf	Aanbieder	Heeft geen	Winstoogmerk
Óf	Totale fonds	Minder dan	€5.000.000,-
Beleggerstype			
Beheerder wil bij voorkeur niet-professionele (Retail) beleggers aantrekken?			
	Ja	Kan gevolgen hebben op vergunning regime	
	Nee	Kan gebruik maken van registratieregime	
Open of closed-end			
Beheerder wil een open of closed-end fonds opzetten?			
	Open-end	Kan gevolgen hebben op vergunning regime	
	Closed-end	Voldoet aan een van de eisen van het registratieregime	
Participanten			
Hoeveel participanten wil de beheerder aantrekken?			
	Minder dan	150 participanten	Prospectusvrijstelling, invloed op vergunning regime.
	Meer dan	150 participanten	Invloed op prospectusvrijstelling & vergunning regime.
Vermogenssamenstelling			
Wil de beheerder gebruik maken van leverage?			
	Ja	Kan gevolgen hebben voor vergunning regime	
	Nee	Geen gevolgen	
Fondsgrootte			
Beheerder kiest voor een fonds dat:			
	Kleiner is dan	€5.000.000,-	Vrijstelling prospectus
	Groter is dan	€100.000.000,-	Gevolgen vergunning regime
Minimale inleg			
Beheerder wil een minimale inleg die			
	Kleiner is dan	€100.000,-	Gevolgen prospectusplicht & vergunning regime
	Groter is dan	€100.000,-	Prospectusvrijstelling
Fiscale gevolgen (aandelenfondsen)			
Wat zijn de gevolgen op fiscaal gebied op basis van structureringsvorm			
	CV of FGR	Belast op niveau van belegger	
	Overige ondernemingsvormen (BV)	Belast op fondsniveau	

Figuur 4.6: Concept-beroepsproduct (Eigen bewerking, 2019)

Hoofdstuk 5 Toetsing in de praktijk

In hoofdstuk 5 is het theoretisch vastgestelde kader toegepast in de praktijk. Hiermee is antwoord gegeven op de deelvraag *"Hoe komt de definitieve lijst met aspecten eruit te zien na toetsing in de praktijk?"* Om deze deelvraag te beantwoorden is gebruik gemaakt van een praktische dataverzamelmethode, namelijk interviews. De interviewvragen zijn gebaseerd op de lijst met aspecten uit de vorige deelvraag. In de eerste paragraaf is toegelicht wat de methode van toetsing is. Vervolgens is de daadwerkelijke toetsing opgedeeld in een interne toetsing en een externe toetsing. De interviews zijn afgenomen bij vakspecialisten. Hier vloeit een conclusie uit voort die het hoofdstuk afsluit.

§5.1 Methode van toetsing

De methode van toetsing die is toegepast binnen dit onderzoek is het diepte-interview. De onderzoeker werkt met één hoofdvraag, namelijk of het beroepsproduct voldoet aan de huidige marktomstandigheden. De hoofdvraag is nog wel onderverdeeld in drie aspecten Juridisch, Financieel en Fiscaal. De eigen inbreng van de respondent is maximaal bij een diepte-interview (Verhoeven, 2014).

Aangezien gebruik is gemaakt van diepte-interviews is er geen gebruik gemaakt van een uitgebreide lijst met interviewvragen. Het beroepsproduct vormt de basis voor de vragen. Daarnaast zijn gemaakte aannames uit het theoretische gedeelte op de proef gesteld.

1. Sluit u zich aan bij de aanname dat juridische, financiële en fiscale aspecten een geschikte onderverdeling is van de bepalende aspecten bij het vormgeven van een vastgoedbeleggingsfonds?
2. Is het een harde eis van beleggers dat een vastgoedbeleggingsfonds aangemerkt dient te worden als een fiscaal transparant beleggingsfonds?
3. Zijn het FGR en CV in alle opzichten geschikter voor een vastgoedbeleggingsfonds met aandelen dan een BV?
4. Kent de CV enkel nadelen ten opzichte van het FGR bij het oprichten van een vastgoedbeleggingsfonds voor particulieren?
5. Is de BV de enige serieuze optie bij het oprichten van een vastgoedbeleggingsfonds die uitsluitend gebruik maakt van obligaties?
6. Als u het overzicht doorneemt, heeft u dan nog op of aanmerkingen?

Deze aannames zijn getoetst in de praktijk om de kwaliteit en validiteit van het onderzoek te kunnen waarborgen. De interviews startten met een globale bespreking van het onderzoek en de gemaakte aannames. Vervolgens is het beroepsproduct aan de interview kandidaat voorgelegd. De aannames zijn uitgebreid besproken en vervolgens het beroepsproduct zorgvuldig doorgenomen.

§5.2 Interne toetsing

Voor de externe toetsing heeft de interne toetsing plaatsgevonden. Deze interne toetsing bestaat uit een interview met Drs. M. Dikkers. Drs. Dikkers is financial controller bij NyStaete en tevens afstudeerbegeleider bij dit onderzoek. In zijn dagelijkse werkzaamheden houdt hij zich bezig met het managen van vastgoedfondsen, de acquisitie van vastgoedobjecten en de dispositie van diezelfde panden. De volledige uitwerking van dit interview is terug te lezen in bijlage E.

§5.2.1 Interviewresultaten

Het resultaat van het interview met Drs. Dikkers is positief te noemen. Hij onderschrijft de belangen van de verschillende aspecten en de uitwerking van deze aspecten. Een vierde aspect die hij mogelijk wenselijk vindt zijn de gebouwaspecten. Een uitwerking hiervan is echter lastig omdat de variabelen van gebouwaspecten onoverzichtelijk grote aantallen deelaspecten met zich meebrengen.

§5.2.2 Wijzigingen beroepsproduct

Uit het interview is naar voren gekomen dat geen logische redenering bestaat om een BV te kiezen in een traditioneel vastgoedbeleggingsfonds voor particulieren. De BV moet daarom als geen geschikte juridische entiteit beschouwd worden bij het vormgeven van een aandelenfonds. Aangezien dhr. Dikkers vanaf het begin nauw is betrokken bij het onderzoek en het ontstaan van het beroepsproduct heeft hij geen verdere wijzigingen of aanpassingen die hij wil doorvoeren.

§5.3 Externe toetsing

Het doel van de externe toetsing is om te zien of de conclusies die verwerkt zijn in het beroepsproduct ook daadwerkelijk volstaan in de huidige eisen vanuit de markt met betrekking tot verwachtingen vanuit de belegger en de wet en regelgeving. Voor de externe toetsing zijn onderstaande individuen geïnterviewd. Deze individuen zijn gekozen omdat zij dagelijks op professionele basis actief zijn binnen en rondom beleggingsfondsen. Zo is ook bewust de keuze gemaakt om interviews af te nemen bij zowel de fondsmanagers als experts die verantwoordelijk zijn voor de controle op beleggingsfondsen.

Drs. P. Heurman RBA

Drs. Heurman RBA heeft een bancaire achtergrond en is actief geweest in diverse toezichthoudende functies op financiële conglomeraten bij De Nederlandsche Bank. Vervolgens rondde hij de postdoctorale opleiding tot Financieel en Beleggingsanalist van de VBA af. Momenteel is hij actief als fondsmanager bij Haerzathe Investments Beheer. Dit maakt hem een uitstekend gekwalificeerde kandidaat voor de toetsing van de juridische en financiële aspecten. Zo stelt de vereniging voor beleggingsanalisten waar Drs. P. Heurman RBA lid van is "Dat de VBA als belangrijkste doelstelling heeft de handhaving en verbetering van de kwaliteit en integriteit van beleggingsprofessionals" (Vermogensbeheer, z.j.).

Mr. Drs. G. Kolsté

Mr. Drs. Kolsté heeft zichzelf bereid bevonden mee te werken aan een interview om zo de fiscale aspecten verder toe te lichten. Mr. Drs. Kolsté is Rijksambtenaar en is gespecialiseerd in belastingheffing op onder andere beleggingsinstellingen. Hij is daarnaast actief op landelijk niveau bij het adviseren van nieuwe wet- en regelgeving omtrent zijn vakgebied. De medewerking van Mr. Drs. G. Kolsté is daarmee een grote toevoeging aan de betrouwbaarheid van dit onderzoek.

Drs. W.G.M. Vaneker RA

Drs. Vaneker RA is specialist controle en actuariel adviseur bij de Rijksbelastingdienst. Hij houdt zich bezig met de controle op grote ondernemingen waaronder vastgoedbeleggingsfondsen. Drs. Vaneker RA is daarom een zeer geschikte specialist die de betrouwbaarheid en validiteit van dit onderzoek kan bewaken.

§5.3.1 Interviewresultaten

De interviews die zijn afgenomen met bovenstaande experts hebben aangetoond dat het beroepsproduct voldoet in de huidige markt van vastgoedbeleggingsfondsen. Uit de interviews is gebleken dat de vakspecialisten de uitkomsten van het onderzoek in grote lijnen onderschrijven. Het is opvallend hoe verschillend de vragen opgevat worden door de achtergronden van de specialisten. Een tweetal aannames uit het onderzoek hielden geen stand bij de toetsing.

- Het is een harde eis van beleggers dat een vastgoedbeleggingsfonds aangemerkt dient te worden als fiscaal transparant beleggingsfonds.

Dit is een aanname geweest vanuit het onderzoek. In de toetsing, zowel intern als extern, is echter gebleken dat dit niet een harde eis is. Beleggers geven om het rendement, deze hoeft niet aan de hand van fiscale transparantie tot stand zijn gekomen.

- Kent de CV enkel nadelen ten opzichte van het FGR bij het oprichten van een vastgoedbeleggingsfonds voor particulieren?

Ook bij deze aanname is in de interne en externe toetsing hetzelfde naar voren gekomen. De CV geniet een grotere naamsbekendheid bij de Nederlandse belegger. Bij investeringen spelen ook emoties een rol en de naamsbekendheid van de CV moet daardoor in overweging genomen worden. Dit is een niet onbelangrijk voordeel voor de CV.

Deze aannames hebben geen significante invloed gehad op het uiteindelijke beroepsproduct en daarmee veroorzaakt de kritiek op deze fondsen ook geen aanpassingen in het beroepsproduct zelf. In de volgende paragraaf is besproken wat wel wijzigingen in het beroepsproduct veroorzaakt.

§5.3.2 Wijzigingen beroepsproduct

Uit de externe analyse is gebleken dat de wijzigingen aan het beroepsproduct minimaal zijn. Onder de juridische aspecten is de inspraak van de beleggers besproken. Uit de externe toetsing is gebleken dat het te simplistisch is om de vorm van invloed per juridische entiteit vast te leggen. Op advies van de geïnterviewden zoals te lezen is in bijlage D is dan ook besloten de inspraak van de beleggers te verwijderen.

De geïnterviewden benadrukken tevens dat de overzichten als basis dienen bij het structureren van een vastgoedbeleggingsfonds, maar dat de uitwerking en de motivatie van de keuzes sterk afhankelijk zijn van factoren die in dit onderzoek buiten beschouwing zijn gelaten.

§5.4 Conclusie

In deze conclusie is antwoord gegeven op de vierde deelvraag: 'Hoe komt de definitieve lijst met aspecten eruit te zien na toetsing in de praktijk?'. Het antwoord op deze deelvraag is te herleiden uit de interne en externe toetsing. Uit deze interviews is te concluderen dat het beroepsproduct zoals weergegeven in de figuren 5.1 voldoet aan de huidige marktomstandigheden zoals wet- en regelgeving en eisen van de beleggers en een goed raamwerk biedt bij het oprichten van vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren. Echter benadrukken de specialisten wel dat het om niet meer dan een raamwerk kán gaan en dat

een verdere invulling van een vastgoedbeleggingsfonds volledig afhankelijk is van een groot aantal factoren die niet in overzichten zijn weer te geven.

Bepalende aspecten			
Juridische entiteiten			
Beheerder op zoek naar vreemd of eigenvermogen?			
	Vreemd vermogen	BV-obligatiefonds	
	Eigen vermogen	FGR/BV/CV-aandelenfonds	
Vergunning regime (AFM Toezicht)			
Beheerder wil voldoen aan eisen van registratieregime?			
	Registratie	Eisen	
	Participanten	Minder dan	150 participanten
Én	Inleg	Minimaal	€100.000,-
Én	Fondsgrootte	Maximaal	€100.000.000, -
Prospectusplicht			
Beheerder wil voldoen aan eisen voor prospectusvrijstelling?			
	Vrijstelling	Eisen	
	Beleggerstype	Uitsluitend	Professioneel
Óf	Participanten	Minder dan	150
Óf	Inleg	Minimaal	€100.000,-
Óf	Aanbieder	Heeft geen	Winstoogmerk
Óf	Totale fonds	Minder dan	€5.000.000,-
Beleggerstype			
Beheerder wil bij voorkeur niet-professionele (Retail) beleggers aantrekken?			
	Ja	Kan gevolgen hebben op vergunning regime	
	Nee	Kan gebruik maken van registratieregime	
Open of closed-end			
Beheerder wil een open of closed-end fonds opzetten?			
	Open-end	Kan gevolgen hebben op vergunning regime	
	Closed-end	Voldoet aan een van de eisen van het registratieregime	
Participanten			
Hoeveel participanten wil de beheerder aantrekken?			
	Minder dan	150 participanten	Prospectusvrijstelling, invloed op vergunning regime.
	Meer dan	150 participanten	Invloed op prospectusvrijstelling & vergunning regime.
Vermogenssamenstelling			
Wil de beheerder gebruik maken van leverage?			
	Ja	Kan gevolgen hebben voor vergunning regime	
	Nee	Geen gevolgen	
Fondsgrootte			
Beheerder kiest voor een fonds dat:			
	Kleiner is dan	€5.000.000,-	Vrijstelling prospectus
	Groter is dan	€100.000.000,-	Gevolgen vergunning regime
Minimale inleg			
Beheerder wil een minimale inleg die			
	Kleiner is dan	€100.000,-	Gevolgen prospectusplicht & vergunning regime
	Groter is dan	€100.000,-	Prospectusvrijstelling
Fiscale gevolgen (aandelenfondsen)			
Wat zijn de gevolgen op fiscaal gebied op basis van structureringsvorm			
	CV of FGR	Belast op niveau van belegger	
	Overige ondernemingsvormen (BV)	Belast op fondsniveau	

Figuur 5.1: Beroepsproduct (Eigen bewerking, 2019)

Het volgende hoofdstuk bestaat uit de conclusies, evaluaties en aanbevelingen van dit onderzoek en daaropvolgend de aanbevelingen.

Hoofdstuk 6 Conclusie, evaluatie aanbevelingen

In dit hoofdstuk is in de eerste paragraaf antwoord gegeven op de probleemstelling "Welke lijst met aspecten kan worden opgesteld waarmee NyStaete inzicht verkrijgt in de mogelijke structuren van vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren?". In de tweede paragraaf is het onderzoeksproces geevalueerd. Hieruit vloeien de aanbevelingen in de laatste paragraaf van dit hoofdstuk.

§6.1 Conclusie

Om de conclusie te beantwoorden zijn eerst de deelvragen beantwoord gedurende dit onderzoek. De eerste deelvraag luidde als volgt:

Deelvraag 1: Wat wordt verstaan onder vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren?

Een vastgoedbeleggingsfonds voor particulieren is een beleggingsfonds waarbij door het gebruik van eigen en vreemd vermogen een vastgoedobject wordt aangekocht met als doel een economisch rendement te verkrijgen voor de eigenvermogenverschaffers. De particuliere beleggers kunnen zowel de functie van eigen vermogen verschaffer (aandeelhouder) als de functie van vreemd vermogen verschaffer (obligatiehouder) vervullen.

Deelvraag 2: Welke aspecten bepalen de structureringsvorm van een beleggingsfonds?

Uit hoofdstuk 3 is gebleken dat de juridische, financiële en fiscale aspecten de structureringsvorm bepalen van een beleggingsfonds. Voor deze rangschikking is moeilijk een vaste volgorde of rangschikking vast te stellen. Het is wel duidelijk geworden dat voor beleggers de financiële aspecten leidend zijn.

Deelvraag 3: Op welke wijze kan aan de hand van een lijst met aspecten van de structureringsmogelijkheden voor een vastgoedbeleggingsfonds voor particulieren bepaald worden welke fondsstructuur het meest geschikt is op basis van de voorliggende casus?

In hoofdstuk 4 zijn de hoofdstukken 2 en 3 samengekomen om de bepalende aspecten van een vastgoedbeleggingsfonds in beeld te brengen. Daaruit vloeit het overzicht dat in figuur 6.1 is weergegeven.

Bepalende aspecten	
Juridisch	
	Juridische entiteiten
	Inspraak beleggers
	Vergunning regime
	Prospectusplicht
	Type beleggers
Financieel	
	Participanten
	Vermogen samenstelling
	Fondsgrootte
	Minimale inleg
Fiscaal	
	Fiscale gevolgen

Figuur 6.1: Bepalende aspecten samengevat (Eigen bewerking, 2019)

Om invulling te geven aan de fondsstructuur moet aan de bovenstaande aspecten in figuur 6.1 invulling worden gegeven. Deze keuzes zijn dus gemaakt vanuit de positie van de fondsbeheerder. In paragraaf 5.4 is het totaaloverzicht terug te vinden waar de bepalende aspecten uit figuur 6.1 verder uitgewerkt worden. Dit totaaloverzicht is het concept-beroepsproduct die in hoofdstuk 5 is getoetst.

Deelvraag 4: Hoe komt de definitieve lijst met aspecten eruit te zien na toetsing in de praktijk?

Op basis van de interviews is het beroepsproduct beperkt aangepast na de toetsing. Enkel de inspraak van de beleggers is in twijfel getrokken en uiteindelijk verwijderd uit het beroepsproduct. De definitieve versie van het beroepsproduct is zoals die in figuur 6.2 is weergegeven. De geïnterviewde experts benadrukken dat het om niet meer dan een raamwerk kán gaan.

Bepalende aspecten			
Juridische entiteiten			
Beheerder op zoek naar vreemd of eigenvermogen?			
	Vreemd vermogen	BV-obligatiefonds	
	Eigen vermogen	FGR/BV/CV-aandelenfonds	
Vergunning regime (AFM Toezicht)			
Beheerder wil voldoen aan eisen van registratieregime?			
	Registratie	Eisen	
	Participanten	Minder dan	150 participanten
Én	Inleg	Minimaal	€100.000,-
Én	Fondsgrootte	Maximaal	€100.000.000, -
Prospectusplicht			
Beheerder wil voldoen aan eisen voor prospectusvrijstelling?			
	Vrijstelling	Eisen	
	Beleggerstype	Uitsluitend	Professioneel
Óf	Participanten	Minder dan	150
Óf	Inleg	Minimaal	€100.000,-
Óf	Aanbieder	Heeft geen	Winstoogmerk
Óf	Totale fonds	Minder dan	€5.000.000,-
Beleggerstype			
Beheerder wil bij voorkeur niet-professionele (Retail) beleggers aantrekken?			
	Ja	Kan gevolgen hebben op vergunning regime	
	Nee	Kan gebruik maken van registratieregime	
Open of closed-end			
Beheerder wil een open of closed-end fonds opzetten?			
	Open-end	Kan gevolgen hebben op vergunning regime	
	Closed-end	Voldoet aan een van de eisen van het registratieregime	
Participanten			
Hoeveel participanten wil de beheerder aantrekken?			
	Minder dan	150 participanten	Prospectusvrijstelling, invloed op vergunning regime.
	Meer dan	150 participanten	Invloed op prospectusvrijstelling & vergunning regime.
Vermogenssamenstelling			
Wil de beheerder gebruik maken van leverage?			
	Ja	Kan gevolgen hebben voor vergunning regime	
	Nee	Geen gevolgen	
Fondsgrootte			
Beheerder kiest voor een fonds dat:			
	Kleiner is dan	€5.000.000,-	Vrijstelling prospectus
	Groter is dan	€100.000.000,-	Gevolgen vergunning regime
Minimale inleg			
Beheerder wil een minimale inleg die			
	Kleiner is dan	€100.000,-	Gevolgen prospectusplicht & vergunning regime
	Groter is dan	€100.000,-	Prospectusvrijstelling
Fiscale gevolgen (aandelenfondsen)			
Wat zijn de gevolgen op fiscaal gebied op basis van structureringsvorm			
	CV of FGR	Belast op niveau van belegger	
	Overige ondernemingsvormen (BV)	Belast op fondsniveau	

Figuur 6.2: Beroepsproduct definitief (Eigen bewerking, 2019)

Probleemstelling: Welke lijst met aspecten kan worden opgesteld waarmee NyStaete inzicht verkrijgt in de mogelijke structuren van vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren?

Het definitieve beroepsproduct is het uiteindelijke antwoord op de probleemstelling van dit onderzoek. Het beroepsproduct heeft naar aanleiding van de toetsing één aanpassing ondervonden, namelijk de inspraak van de beleggers.

Uit de interviews met Drs. Dijkers, Drs. Heurman RBA en Mr. Drs. Kolsté blijft wel herhaaldelijk de opmerking terugkomen dat een vaste lijst met keuzes en uitkomsten niet leidend kan zijn bij het opzetten van een vastgoedfonds. Zaken als de betrouwbaarheid van de huurder, de functie van het vastgoed, wensen van de beleggers en andere factoren zorgen ervoor dat een overzicht als in dit onderzoek enkel de basis weergeeft. Ook is het belangrijk te onthouden dat de wet- en regelgeving met betrekking tot dit onderwerp onderhevig is aan veel veranderingen.

§6.2 Evaluatie

De evaluatie heeft betrekking tot de werkmethoden die gebruikt zijn bij het beantwoorden van de deelvragen en de probleemstelling. In hoofdstuk 1 is al toegelicht waarom kwalitatief onderzoek veel bekritiseerd wordt als het gaat om de kwaliteit van de resultaten. De betrouwbaarheid en daarmee de validiteit wordt in twijfel getrokken door critici.

§6.2.1 Evaluatie betrouwbaarheid & validiteit

De onderzoeker heeft in dit onderzoek de betrouwbaarheid bewaakt door onafhankelijk het onderzoek uit te voeren. De kennis en de aangeleerde onderzoeksmethoden van de opleiding Vastgoed & Makelaardij zijn toegepast om de deelvragen en de probleemstelling te kunnen beantwoorden.

Betrouwbaarheid

De betrouwbaarheid van dit onderzoek is gewaarborgd door het gebruik van verschillende onderzoeksmethoden (triangulatie) bij het beantwoorden van de deelvragen. Het gebruik van hoog aangeschreven specialisten bij de toetsing heeft de betrouwbaarheid van de onderzoeksresultaten versterkt. Daarnaast is ook een logboek bijgehouden door de onderzoeker om de betrouwbaarheid verder te garanderen.

Validiteit

Validiteit is onder te verdelen in een drietal soorten. Namelijk interne validiteit, generaliseerbaarheid en begripsvaliditeit. Om de interne validiteit te waarborgen heeft de onderzoeker gebruik gemaakt van peer-evaluation en heeft de onderzoeker een logboek bijgehouden. Generaliseerbaarheid bij kwalitatief onderzoek wordt inhoudelijke generaliseerbaarheid genoemd. De generaliseerbaarheid is gewaarborgd door de externe toetsing bij verschillende hoog aangeschreven specialisten binnen de beleggingssector en het toezicht op deze sector. Dit vergroot ook de bruikbaarheid van het onderzoek voor andere fondsbeheerders. Ten slotte is de begripsvaliditeit gewaarborgd door de begrippen in de probleemstelling af te bakenen in theoretische deelvragen.

§6.2.2 Evaluatie onderzoeksproces

Zoals aangegeven is de betrouwbaarheid gewaarborgd door het gebruik van triangulatie door gebruik te maken van verschillende onderzoeksmethoden.

Zo zijn de deelvragen 1 tot en met 3 beantwoord aan de hand van kwalitatief bureauonderzoek. In hoofdstuk 1 is aangegeven dat dit gebeurt aan de hand van literatuuronderzoek van secundaire literatuur. In het onderzoek is ook gebruik gemaakt van deze onderzoeksmethode om de theoretische deelvragen te beantwoorden.

De vierde deelvraag is beantwoord door middel van een viertal diepte-interviews. Wanneer dit onderzoek in de toekomst wordt uitgevoerd is het belangrijk dat de geïnterviewde individuen voldoende kennis hebben van het onderwerp. In dit onderzoek is zowel bij de interne toetsing als bij de externe toetsing interviews afgenomen bij experts die dagelijks actief zijn met het thema van dit onderzoek. Door het betrekken van een medewerker van de AFM kan de betrouwbaarheid nog verder worden versterkt. Echter is dit niet eenvoudig omdat de AFM lastig te benaderen is voor een diepte-interview. Gedurende dit onderzoek is daarom besloten dat een interview met een viertal experts voldoende is. Ook omdat gedurende de vier interviews grotendeels dezelfde resultaten voortkwamen.

Voor een herhaling van dit onderzoek is het beter eerder contact op te nemen met de experts die later in het onderzoek geïnterviewd gaan worden. Op deze manier weten de experts wat het exacte thema is van het onderzoek en is er voldoende tijd om zich in te lezen en voor te bereiden op het interview. Dit voorkomt onduidelijkheden tijdens het interview en verbetert de betrouwbaarheid van de interviewresultaten.

Gedurende dit onderzoek is het een uitdaging gebleken de verslaglegging overzichtelijk te houden en de kwaliteit te beschermen. Vooral het door elkaar gebruiken van verschillende termen met een vergelijkbare betekenis en het meenemen van de lezer is lastig gebleken. Dit zijn belangrijke middelen om de bruikbaarheid en de kwaliteit van het onderzoek te bevorderen en moet in de toekomst dan ook worden meegenomen.

§6.2.3 Evaluatie bruikbaarheid

De bruikbaarheid van de onderzoeksresultaten voor een fondsbeheerder is beperkt. Dit heeft te maken met het grote aantal variabelen die zich voordoen bij vastgoedbeleggingen. Variabelen als marktomstandigheden, veranderende wet- en regelgeving, eisen en verwachtingen van de beleggers, de functie van het beoogde vastgoedobject, de aanwezige huurder(s), maatschappelijke ontwikkelingen hebben allemaal een grote invloed op de vormgeving van een vastgoedbeleggingsfonds.

Binnen de kaders van dit onderzoek is ervoor gekozen om het onderzoek te beperken op de juridische, financiële en fiscale aspecten. De geïnterviewde specialisten sluiten zich in principe aan bij deze beperking maar benadrukken dat het uiteindelijke onderzoeksresultaat enkel een houvast biedt voor een fondsbeheerder bij het opzetten van een nieuw fonds. Het beroepsproduct zoals in figuur 6.2 is weergegeven is geen exacte uitwerking van alle factoren die de opzet van een vastgoedbeleggingsfonds bepalen.

Een fondsbeheerder kan bijvoorbeeld bij voorkeur liever buiten het AFM-toezicht vallen. Echter kan het zo zijn dat door maatschappelijke ontwikkelingen beleggers minder snel bereid zijn minimaal €100.000,- per participatie te investeren. Dit kan de fondsbeheerder doen besluiten toch een fonds op te zetten dat onder AFM-toezicht valt. De mogelijke maatschappelijke scenario's uitwerken in de overzichten die de fondsbeheerder tot dit besluit heeft doen komen is niet realiseerbaar. De bruikbaarheid is dus verminderd om het onderzoek uitvoerbaar te houden.

§6.3 Aanbevelingen

De onderzoeker stelt drie soorten aanbevelingen voor. De eerste heeft betrekking op het hanteren van het beroepsproduct. Vervolgens zijn aanbevelingen gemaakt voor toekomstig onderzoek omtrent dit thema. Ten slotte is dit onderzoek afgesloten met een aanbeveling aan de opdrachtgever om het externe doel te bereiken.

§6.3.1 Bepalende aspecten

De bepalende aspecten zoals deze zijn verwerkt in de overzichten van het beroepsproduct in bijlage F is een opsomming van de belangrijkste keuzes die een fondsbeheerder moet maken bij het opzetten van een vastgoedbeleggingsfonds. De onderzoeker neemt de aanbeveling over van de geïnterviewde specialisten om deze overzichten als basis te gebruiken bij het structureren van een vastgoedbeleggingsfonds, maar dat de uitwerking en de motivatie van de keuzes sterk afhankelijk zijn van factoren die in dit onderzoek buiten beschouwing zijn gelaten. De financiële aspecten staan centraal bij een vastgoedbeleggingsfonds. De rendement/risico verhouding is het belangrijkste onderdeel van de financiële aspecten.

Beleggers streven een rendement na en zijn bereid daar een bepaald risico voor te accepteren. De wijze waarop deze verhouding wordt behaald is bijzaak. Aan de hand van de juridische aspecten kan de fondsbeheerder beheerskosten beperken en het managen van het fonds efficiënter maken. De fiscale gevolgen zijn enkel dat; gevolgen. Een fonds hoeft niet per se een fiscaal transparant fonds te zijn, of een fiscale beleggingsinstelling, als ook op andere manieren een acceptabel rendement/risico verhouding behaald kan worden.

Een volgende stap van dit onderzoek is het uitwerken van de bepalende aspecten in een draaiboek of een lijst met te ondernemen acties. Aan de hand van deze producten kan een fondsbeheerder inzien welke acties ondernomen moeten worden bij het oprichten van een vastgoedbeleggingsfonds voor particulieren en welk tijdbestek daarbij hoort. Echter zijn ook deze producten onderhevig aan hetzelfde feit als het beroepsproduct van dit onderzoek. Namelijk dat het onwerkbaar is aspecten als maatschappelijke ontwikkelingen, aanpassingen in wet- en regelgeving, verwachtingen vanuit beleggers en de ontwikkelingen in de vastgoedsector zelf hierin rekening mee te houden. Ook deze producten dienen daardoor enkel als een raamwerk voor een fondsbeheerder.

§6.3.2 Aanbevelingen toekomstig onderzoek

Wanneer in de toekomst dit onderzoek herhaald wordt is het belangrijk op tijd af te bakenen welke aspecten relevant zijn bij het opzetten van een vastgoedbeleggingsfonds. Zo kan de afweging gemaakt worden om de focus toch meer op de aspecten te leggen die in dit onderzoek buiten beschouwing zijn gelaten. Zoals Drs. Heurman RBA al aangaf moet dan de focus gelegd worden op "een stap eerder" in het proces. De onderzoeker stelt dat het dan wel belangrijk is de aspecten uit dit onderzoek hierin mee te nemen. Het gevaar hierbij is dat zaken als marktomstandigheden en maatschappelijke ontwikkelingen in theorie een groot scala aan scenario's met zich meebrengt, waardoor een onderzoek wellicht onuitvoerbaar dreigt te worden. In de interviews is ook meermaals aangegeven door de specialisten dat factoren die in dit onderzoek buiten beschouwing zijn gelaten niet volledig uit te werken zijn in overzichten. Vaak worden deze keuzes gemaakt op basis van gevoel en ervaring van de fondsbeheerder en niet zozeer dat de keuzes dichtgetimmerd zijn met statistieken en feiten.

§6.3.3 Aanbevelingen ten aanzien van bereiken extern doel

Het doel van NyStaete is om aan de hand van een lijst met aspecten inzicht te verkrijgen in de mogelijke structuren van vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren. Aan de hand van de overzichten uit het beroepsproduct heeft NyStaete nu inzicht gekregen tot de mogelijke structureringsvormen.

Voor NyStaete is de vervolgstap nu het proces van de oprichting van een vastgoedbeleggingsfonds in beeld brengen. Aan de hand van een draaiboek kan het management van NyStaete dan het proces doorlopen voor het opzetten van een vastgoedbeleggingsfonds voor particulieren. Een belangrijke opmerking hierbij is wel dat bij dit draaiboek dezelfde uitdaging ontstaat als bij dit onderzoek. Namelijk dat de vormgeving van een draaiboek heel algemeen blijft, aangezien het exacte proces van de oprichting van een fonds sterk afhankelijk is van het type object, de marktomstandigheden en andere factoren.



Literatuurlijst

- AFM. (2017). *Veelgestelde vragen/Q&A AIFM-richtlijn*. AFM.
- AFM. (2017, November 17). *Veelgestelde vragen/Q&A AIFM-richtlijn*. Opgeroepen op Maart 2, 2019, van Autoriteit Financiële Markten: <file:///C:/Users/qaaa/Downloads/faq-aifm-17112017.pdf>
- AFM. (2019, april 12). *Introductie AIFM-richtlijn*. Opgeroepen op april 12, 2019, van AFM: <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepen/aifm/aifm/algemeen>
- AFM. (z.j.). *Prospectusverplichting*. Opgeroepen op April 18, 2019, van AFM: <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepen/effectenuitgevende-ondernemingen/aanbieding-notering-effecten/prospectusplicht>
- AFM. (z.j.). *Veelgestelde vragen over beleggen in vastgoed*. Opgeroepen op Februari 20, 2019, van AFM: <https://www.afm.nl/nl-nl/consumenten/veelgestelde-vragen/beleggen-vastgoed>
- AFM. (z.j.). *Vrijstelling prospectus*. Opgeroepen op April 18, 2019, van AFM: <https://www.afm.nl/nl-nl/consumenten/themas/producten/beleggen/prospectus/vrijstelling>
- AMS Advocaten. (2019, Maart 14). *Aandeel Aan Toonder*. Opgeroepen op Maart 14, 2019, van AMS Advocaten: <https://www.amsadvocaten.nl/woordenboek/ondernemingsrecht/aandeel-aan-toonder/>
- AMS Advocaten. (2019, maart 13). *Aandelen op naam*. Opgeroepen op maart 2019, 2019, van AMS Advocaten: <https://www.amsadvocaten.nl/woordenboek/ondernemingsrecht/aandelen-op-naam/>
- Beek, A. v. (2009). *Praktijkgericht financieel management*. Eindhoven: Noordhoff Uitgevers.
- Berkhout, T. v. (2016). *Basisboek Vastgoed Fiscaal*.
- Berkhout, T. Z. (2017). *Basisboek Vastgoedfinanciering*.
- Beursgorilla. (2011, December 12). *Historie*. Opgeroepen op Juni 24, 2019, van Beursgorilla: <https://www.beursgorilla.nl/beursnieuws/7556/historie>
- Blois, & Spek, v. d. (2001). *Een kennismaking met de oude wereld*. Groningen: Coutinho.
- Blois, d. S. (2001). *Een kennismaking met de oude wereld*. Den Haag: Coutinho.
- Blois, L. d. (2001). *Een kennismaking met de oude wereld*. Bussum: Coutinho Uitgeverij.
- Centraal Bureau voor de statistiek. (2019). *De besloten vennootschap (bv)*. Opgeroepen op 18 Mei, 2019, van Ondernemersplein: <https://ondernemersplein.kvk.nl/de-besloten-vennootschap-bv/>
- Centraal Bureau voor de Statistiek. (2019, Februari 18). *Institutionele beleggers; vastgoedbeleggingen 1980-2016*. Opgeroepen op Juni 2, 2019, van CBS: <https://statline.cbs.nl/Statweb/publication/?DM=SLNL&PA=82827NED&D1=0&D2=a&HDR=G1&STB=T&CHARTTYPE=2&VW=G>
- Conijn, F. (2003). *Rendement*. Opgeroepen op April 3, 2019, van Ensie: <https://www.ensie.nl/betekenis/rendement>
- De Financiële Begrippenlijst. (z.j.). *Particuliere belegger*. Opgeroepen op februari 19, 2019, van De Financiële Begrippenlijst: <https://www.dfbonline.nl/begrip/4450/>
- Direct Capital. (z.j.). *Rendement in vastgoed*. Opgeroepen op Februari 19, 2019, van Direct Capital: <https://www.directcapital.nl/rendement-in-vastgoed/>
- DNB. (2013, Augustus 20). *Beleggingsinstellingen en instelling voor collectieve belegging en effecten*. Opgeroepen op Maart 2019, 2019, van DNB: <http://www.toezicht.dnb.nl/2/50-201978.jsp#>
- DNB. (2013, Augustus 27). *DNB Bulletin: Vermogen van pensioenfondsen voor 14 procent belegd in Nederland*. Opgeroepen op Mei 18, 2019, van DNB: <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/dnbulletin-2013/dnb295699.jsp>

- DNB. (2013, Augustus 27). *DNBulletin: Vermogen pensioenfondsen voor 14 procent belegd in Nederland*. Opgeroepen op Juni 2, 2019, van DNB: <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/dnbulletin-2013/dnb295699.jsp>
- Economicstudents. (2014, April 29). *VOC: The birth of the modern corporation*. Opgeroepen op April 2, 2019, van Economicstudents: <https://economicstudents.com/2014/04/voc-the-birth-of-the-modern-corporation/#>
- Economiehulp. (2019, April 3). *Hefboomeffect*. Opgeroepen op April 3, 2019, van Economiehulp.
- Ensie. (2016, Mei 25). *Beleggingsfondsen*. Opgeroepen op Maart 17, 2019, van Ensie: <https://www.ensie.nl/beleggen/beleggingsfondsen>
- Ensie. (2016, Juni 16). *Institutionele belegger*. Opgeroepen op April 21, 2019, van Ensie: <https://www.ensie.nl/beleggen/institutionele-belegger>
- Ensie. (2016, mei 24). *Vastgoedfondsen*. Opgeroepen op maart 28, 2019, van Ensie: <https://www.ensie.nl/beleggen/vastgoedfondsen>
- Ensie. (2019, April 23). *Eigen Vermogen*. Opgeroepen op April 23, 2019, van Ensie: <https://www.ensie.nl/betekenis/eigen-vermogen>
- Evi. (z.j.). *Rendement bij beleggen*. Opgeroepen op Mei 9, 2019, van Evi van Lanschot.
- Faase, R. (2017, januari 9). *Kennelijk onbehoorlijk bestuur en de consequenties daarvan*. Opgeroepen op april 9, 2019, van Dirkzwager: <https://www.dirkzwager.nl/kennis/artikelen/kennelijk-onbehoorlijk-bestuur-en-de-consequenties-daarvan/>
- FGR Haerzathe Jannink. (2017). *Investment memorandum FGR Haerzathe Jannink*. Oldenzaal: Haerzathe Investments.
- Financieel Management. (2015, juli 20). *De tien financiële aspecten van bedrijfseconomie in de praktijk*. Opgeroepen op Juni 2, 2019, van Financieel Management: <https://financieel-management.nl/artikel/de-10-financile-aspecten-van-bedrijfseconomie-in-de-praktijk>
- financieelvakweb. (2019, April 3). *Direct Rendement*. Opgeroepen op April 24, 2019, van <http://www.financieelvakweb.nl/wiki/direct-rendement>: <http://www.financieelvakweb.nl/wiki/direct-rendement>
- Fuchs, H. (2006). *Financiën Vastgoed*. Breda: Wolters-Noordhoff.
- Gool, P. v. (2013). *Onroerend goed als belegging*. Groningen: Noordhoff uitgevers.
- Gool, P. v., Jager, P., Theebe, M., & Weisz, R. (2013). *Onroerend goed als belegging*. Groningen: Noordhoff uitgevers.
- Graydon. (z.j.). *Rentabiliteit*. Opgeroepen op April 3, 2019, van Graydon Nederland: <https://www.graydon.nl/wiki/rentabiliteit>
- Gubbels, B. (sd). *Besloten vennootschap (bv)*. Opgeroepen op 13 maart, 2019, van Wetrecht: <http://www.wetrecht.nl/besloten-vennootschap-bv/>
- Gubbels, B. (sd). *Coöperatie*. Opgeroepen op maart 14, 2019, van Wet & Recht: <http://www.wetrecht.nl/cooperatie/>
- Haerzathe. (2014). *Haerzathe Studentenunits II B.V.* Oldenzaal: Haerzathe. Opgeroepen op April 28, 2019
- Haerzathe. (2014). *Prospectus Obligatiefonds Haerzathe Studentenunits II*. Oldenzaal: Haerzathe.
- Hanff, P. (2018, Juli 9). *Vastgoedbeleggers liggen op recordkoers*. Opgeroepen op Juni 14, 2019, van Vastgoedmarkt: <https://www.vastgoedmarkt.nl/beleggingen/nieuws/2018/07/vastgoedbeleggers-liggen-op-recordkoers-101134781>
- Homefinance. (z.j.). *Closed end beleggingsfondsen*. Opgeroepen op Juli 4, 2019, van Homefinance: <https://www.homefinance.nl/algemeen/woordenlijst/closed-end-beleggingsfondsen.asp>
- Insidewonen. (z.j.). *Roerende zaken*. Opgeroepen op Maart 18, 2019, van Insidewonen: https://www.insidewonen.com/artikel/3/42/roerende_zaken.html

- Kamer van Koophandel. (z.j.). *Schematisch overzicht rechtsvormen*. Opgeroepen op Maart 12, 2019, van Kamer van Koophandel: https://www.kvk.nl/download/SchemaRechtsvormen_tcm109-389297.pdf
- Loonstra, C. (2014). *Hoofdpijnen Nederlands Recht*. Groningen: Noordhoff Uitgevers.
- Lyceaus. (2019, Februari 20). *Nederlands Juridisch Woordenboek*. Opgeroepen op Maart 22, 2019, van economischwoordenboek: <https://www.economischwoordenboek.nl/?zoek=obligatiehouder>
- Maters, M. (2016). *Het afgescheiden vermogen van beleggingsfondsen*. Opgeroepen op April 3, 2019, van Openaccessadvocate: http://www.openaccessadvocate.nl/tijdschrift/ondernemingenfinanciering/2016/2/OenF_1570-1247_2016_024_002_004/fullscreen
- Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid. (z.j.). *Wat is een ondernemingsraad?* Opgeroepen op Maart 14, 2019, van MKB Servicedesk: <https://www.mkb servicedesk.nl/2324/wat-ondernemingsraad.htm>
- NOAB Adviesgroep. (2017, Oktober). *Praktijknotitie fiscaal*. Opgeroepen op Juni 2, 2019, van Noab: https://www.noab.nl/sites/default/files/visual_select_file/praktijknotitie_fiscaal_open_fonds_voor_gemene_rekening_mvu_okt2017-01.pdf
- Novia. (2019, Maart 13). *B.V.* Opgeroepen op Maart 2019, 2019, van Notariskantoor Novia: <https://www.notariskantoornovia.nl/b-v>
- NyStaete. (z.j.). *Over NyStaete*. Opgehaald van NyStaete: <https://www.nystaete.nl/>
- NyStaete. (z.j.). *Over NyStaete*. Opgeroepen op februari 18, 2019, van NyStaete: <https://www.nystaete.nl/over/>
- Os, M. v. (2003). *Een kennismaking met de geschiedenis van de nieuwe tijd*. Bussum: Coutinho uitgeverij.
- Participaties. (2017, mei 9). *Vijf redenen waarom u moet investeren in vastgoed*. Opgeroepen op maart 19, 2019, van Participaties: <https://www.participaties.nl/Column/263369/Vijf-redenen-waarom-u-moet-investeren-in-vastgoed.aspx>
- PBS. (2013, Januari 7). *Dutch East India Company: the World's First Multinational*. Opgeroepen op April 22, 2019, van PBS: <http://www.pbs.org/wgbh/roadshow/stories/articles/2013/1/7/dutch-east-india-company-worlds-first-multinational>
- Pflug, M. (2015, September 8). *Woningnood: Volksvijand nummer 1*. Opgeroepen op Februari 26, 2019, van Canon: https://www.canonsociaalwerk.eu/nl_vhv/details.php?cps=11&canon_id=487
- Phelan, B. (2016, Juli 1). *Dutch East India Company: The World's First Multinational*. Opgeroepen op Februari 28, 2019, van Public Broadcasting Service: <http://www.pbs.org/wgbh/roadshow/stories/articles/2013/1/7/dutch-east-india-company-worlds-first-multinational/>
- RSM. (2015, December). *Keuzefondsstructuur bij het opzetten van een vastgoedfonds*. Opgeroepen op April 4, 2019, van RSM Global: https://www.rsm.global/netherlands/sites/default/files/media/Vastgoed/20151211_keuzefondsstructuur_bij_vastgoedfondsen.pdf
- Schade, C. (1981). *Woningbouw voor arbeiders in het 19e-eeuwse Amsterdam*. Amsterdam: Van Gennep Uitgeverij.
- Startersinformatiecentrum. (2019, maart 14). *Naamloze Vennootschap*. Opgeroepen op maart 14, 2019, van Startersinformatiecentrum: <https://www.startersinformatiecentrum.nl/rechtsvormen/naamloze-vennootschap/>
- Trappenburg, N. (2018, Maart 26). *Bankloket nog maar op een kier voor vastgoedondernemer*. Opgehaald van Financieel Dagblad: <https://fd.nl/achtergrond/1294119/bankloket-nog-maar-op-een-kier-voor-vastgoedondernemer>
- Trappenburg, N. (2019, maart 26). *Bankloket bijna dicht voor belegger in vastgoed*. *Financieel Dagblad*, pp. 18-19.
- Vastgoedberichten. (2018, Juli 17). *Record aan vastgoedbeleggingen in eerste half jaar*. Opgeroepen op Juli 2, 2019, van Vastgoedmarkt:

- <https://www.vastgoedmarkt.nl/beleggingen/nieuws/2018/07/record-aan-vastgoedbeleggingen-in-eerste-half-jaar-101135045>
- Vastgoedmarkt. (2014, september 29). *Buitenlandse beleggingen in Nederland terug op niveau 2008*. Opgeroepen op April 14, 2019, van Vastgoedmarkt: <https://www.vastgoedmarkt.nl/beleggingen/nieuws/2014/09/buitenlandse-beleggingen-in-nederland-terug-op-niveau-2008-101111723>
- Vastgoedmarkt. (2019, Januari 9). *Buitenlandse beleggingen in Nederland terug op niveau 2008*. Opgeroepen op Mei 2, 2019, van Vastgoedmarkt: <https://www.vastgoedmarkt.nl/beleggingen/nieuws/2014/09/buitenlandse-beleggingen-in-nederland-terug-op-niveau-2008-101111723>
- Velden, J. v. (2009). *Beleggingsfondsen en civielrechtelijke praktijk*. Opgehaald van Openaccessadvocate : http://www.openaccessadvocate.nl/tijdschrift/ondernemingenfinanciering/2009/3/OfenF_1570-1247_2009_017_003_003
- Verhoeven. (2014). *Wat is onderzoek?* Den Haag: Boom Lemma Uitgevers.
- Vermogensbeheer. (z.j.). *Vereniging voor beleggingsanalisten*. Opgeroepen op juli 9, 2019, van Vermogensbeheer.
- Wegwijs. (2011, Mei 27). *Particulier heeft gemiddeld voor 14.084 euro aan aandelen*. Opgeroepen op Maart 22, 2019, van Wegwijs: <https://www.wegwijs.nl/artikel/2011/05/particulier-heeft-gemiddeld-voor-14084-euro-aan-aandelen>
- Wiegerinck, E. (2018, Juli 17). *Record aan vastgoedbeleggingen in eerste half jaar*. Opgeroepen op Maart 4, 2019, van Vastgoedmarkt: <https://www.vastgoedmarkt.nl/beleggingen/nieuws/2018/07/record-aan-vastgoedbeleggingen-in-eerste-half-jaar-101135045>



Bijlage A - Rechtsvormen

Vereniging

De vereniging is volgens Professor Loonstra (2014) veelal niet de meest geschikte rechtsvorm voor een organisatie waarin het maken van winst een van de doeleinden is. Een vereniging heeft in de basis namelijk geen winstoogmerk volgens het Nederlands recht. Echter bestaat voor de vereniging hiervoor ook weer een uitzondering. Een tweetal verenigingsvormen mogen namelijk wel een winstoogmerk bevatten. Een coöperatie en een onderlinge waarborgmaatschappij. Deze twee variaties op de vereniging zijn verder toegelicht in Bijlage A – Rechtsvormen.

Coöperatie

De coöperatie is een bij notariële akte opgerichte vereniging. De kern van een coöperatie is de samenwerking van haar leden. Het doel is om met samenwerking (coöperatief) van de leden in bepaalde stoffelijke behoeften te voorzien (Gubbels, sd). Deze stoffelijke behoeften kunnen dus ook het uitkeren van een winstaandeel zijn. Een coöperatie realiseert dit door het sluiten van overeenkomsten met haar leden. Traditioneel gezien is het doel van een coöperatie het wegnemen van onderlinge concurrentie en de inkoop van grondstoffen via coöperatie laten plaatsvinden (Loonstra, 2014).

De algemene vergadering en het bestuur vormen samen de organen van de coöperatie, net als iedere verenigingsvorm. De algemene vergadering is het hoogste bestuursorgaan en is doorgaans in staat bestuursleden aan te stellen en te ontslaan. De statuten kunnen op deze regel een uitzondering maken. De aansprakelijkheid van een coöperatie kent een drietal variaties. De norm is dat een coöperatie een wettelijke aansprakelijkheid kent. Leden zijn bij dit regime voor gelijke delen aansprakelijk. Door middel van statutaire bepalingen kan hiervan afgeweken worden. Met een beperkte aansprakelijkheid of een uitgesloten aansprakelijkheid.

Onderlinge waarborgmaatschappij

Een onderlinge waarborgmaatschappij is volgens het burgerlijk wetboek een vereniging die zich ten doel stelt haar leden verzekeringsovereenkomsten te sluiten in het verzekeringsbedrijf dat zij met het oog daarop voor haar leden uitoefent. Hetgeen wat hiervoor is gezegd over de coöperatie geldt tevens voor de onderlinge waarborgmaatschappij (Loonstra, 2014).

Maatschap

In artikel 1655 van het burgerlijk wetboek en maatschap is een overeenkomst waarbij twee of meer personen zich verbinden om iets in gemeenschap te brengen met als doel het daaruit ontstane voordeel met elkaar te delen (Loonstra, 2014). De maatschap bestaat uit minimaal twee partijen (maten geheten). Alle maten brengen geld, goederen, goodwill of arbeid in. Met alles wat deze maten hebben ingebracht worden bedrijfs- of beroepsactiviteiten ondernomen. Bij een maatschap wordt de behaalde winst verdeeld op basis van de vermogensinbreng in de maatschap. Hiervan kan afwijken worden door in het maatschapscontract een andere regeling overeen te komen.

Maten zijn in staat individueel rechtshandelingen te verrichten. Wanneer zij dit doen ten behoeve van de maatschap is de volledige maatschap hoofdelijk aansprakelijk. Dit is echter niet zonder grenzen. Bij een maatschap wordt namelijk onderscheid gemaakt tussen beheersdaden en beschikkingshandelingen. Beheersdaden zijn handelingen die normaal voor de maatschap zijn. De handelingen beantwoorden het doel van de maatschap. Beschikkingshandelingen zijn handelingen die buiten het doel van de maatschap vallen. De gevolgen van een beschikkingshandeling is alleen aan de maat gebonden die de handeling heeft uitgevoerd. Uitzonderingen hierop zijn (Loonstra, 2014) :

- Wanneer andere maten achteraf de handeling bekrachtigt
- Wanneer de rechtshandeling voordelig is voor de maatschap

- Wanneer vooraf een volmacht is afgegeven.

Bovenstaande is niet van toepassing bij een openbare maatschap. Een openbare maatschap, in tegenstelling tot een stille maatschap, is een maatschap die zich in het openbaar welbewust positioneert als een maatschap. Binnen een openbare maatschap geven de maten elkaar onderling stilzwijgend volmacht voor het uitvoeren van beschikkingshandelingen (Loonstra, 2014).

Juridisch gezien is geen sprake van een onderscheid van privévermogen en maatschapsvermogen, net als bij een eenmanszaak. Een vordering op de maten kan dus op hun totale individuele vermogen worden verhaald (Loonstra, 2014).

Vennootschap onder firma

Een vennootschap onder firma (VOF) is een bijzondere vorm van een maatschap. Door de belangrijke verschillen wordt de VOF hieronder apart behandeld. Zoals aangegeven is de VOF een bijzondere vorm van een maatschap. Hierdoor zijn ook grotendeels dezelfde wetsartikelen van toepassing als op een maatschap. Bij een vof is iedere partij hoofdelijk aansprakelijk voor de verplichtingen die een van hen namens de vof aangaat. Dit houdt in dat ieder van de betrokkenen aangesproken kan worden voor de volledige verplichting. Dit is alleen het geval wanneer het om beheersdaden gaat.

Het doel van de VOF moet ingeschreven zijn in het handelsregister. Is dit niet het geval, dan wordt verondersteld dat ieder doel toepasbaar is op de VOF. Dit betekent dat alle rechtshandelingen beheersdaden zijn. De partijen binnen de vof hebben relatieve vrijheid om bijzondere bepalingen toe te voegen. Voorbeeld hiervan is het stellen van een bedrag waarboven minimaal de meerderheid van de partijen binnen de vof moeten instemmen. Dit moet wel in het handelsregister opgenomen worden.

Het laatste grote verschil tussen de VOF en de maatschap is de scheiding tussen ondernemingsvermogen en privévermogen. In tegenstelling tot de maatschap kent de vof wel een juridische scheiding tussen het privévermogen en het ondernemingsvermogen (Loonstra, 2014).



Bijlage B – Aandelen & obligaties

- **Reguliere aandelen (Common share of stock)**

Een beleggingsfonds fungeert in deze hetzelfde als een onderneming. De eigen-vermogen financiering van een onderneming, en daarmee een beleggingsfonds, wordt verkregen door de uitgifte van reguliere aandelen en preferente aandelen. Een aandeelhouder is houder van de volgende rechten:

- Het recht op dividend
- Het recht op een evenredig deel van het overschot bij opheffing van de onderneming
- Stemrecht in de algemene vergadering van aandeelhouders

- **Preferente aandelen (Preferred stock)**

De houder van preferente aandelen heeft naast deze rechten nog aanvullende rechten. Deze aanvullende rechten kunnen afwijken, maar hebben vaak betrekking op zaken als winstpreferentie en liquidatiepreferentie. De uitgifte van preferente aandelen vindt vaak plaats tijdens ongunstige tijden. Het dient dan als een middel om de eigenvermogensverschaffers zekerheid te bieden. Naast de reguliere en preferente aandelen zijn nog een aantal bijzondere aandelen die relevant zijn binnen de kaders van dit onderzoek. (Beek, 2009).

- **Prioriteitsaandelen (Priority stock)**

Een van deze bijzondere aandelen zijn de prioriteitsaandelen. Aandeelhouders met prioriteitsaandelen hebben een bevoorrechte positie ten opzichte van de houders van reguliere aandelen. De bevoorrechte positie heeft vooral betrekking op de machtspositie van de aandeelhouders en niet zozeer op de eigenvermogen verschaffing. Een vergadering van prioriteitsaandeelhouders kan bijvoorbeeld bevoorrecht zijn voor de benoeming van commissarissen (Beek, 2009).

- **Oprichtersaandelen**

De oprichters van een onderneming kunnen oprichtersaandelen worden toegekend op basis van hun bijzondere inbreng. Oprichtersaandelen vertegenwoordigen géén deelname in het aandelenvermogen volgens van Beek (2009). Wel geven ze recht op een deel van de overwinst en mogelijk ook stemrecht.

- **Obligatielening**

Een obligatie is een schuldbekentenis die aan een obligatiehouder wordt verschaft. Deze obligatie is een lening op de lange termijn, vaak afgesloten met een groot aantal vermogensverschaffers. De voorwaarden van een obligatielening zijn veelal vrij in te vullen door de betrokken partijen. Zo bestaat de mogelijkheid tot een **bullet-lening** (Beek, 2009). Een lening waarbij de aflossing in haar geheel plaatsvindt aan het einde van de looptijd, zonder tussentijdse aflossingen. Ook kan overeengekomen zijn dat de onderneming het recht heeft de obligatielening gedeeltelijk of geheel vervroegd af te lossen (Fuchs, 2006). Binnen de kaders van dit onderzoek is een onderscheid gemaakt tussen de drie belangrijkste obligatieleningen.

- **Converteerbare obligatielening**

De eerste van deze soort obligatieleningen is de converteerbare obligatielening. Bij een converteerbare obligatielening heeft de obligatiehouder het recht de obligatie te converteren in reguliere aandelen tegen een vooraf overeengekomen conversieprijs. Ondernemingen geven converteerbare obligaties uit omdat deze aantrekkelijker zijn voor beleggers (Beek, 2009). Wanneer de aandelen namelijk boven de overeengekomen conversieprijs ligt, is het voor de beleggers financieel interessant gebruik te maken van het conversierecht (Fuchs, 2006).

- **Achtergestelde obligatielening**

Een achtergestelde obligatielening is een lening met een hoger risico en daarmee een hogere rentevergoeding. Een achtergestelde lening wordt namelijk bij liquidatie van de onderneming pas afgelost nadat alle andere schulden zijn afgelost (Beek, 2009). Deze vorm van een obligatielening is te combineren met de converteerbare obligatielening die hierboven is toegelicht. In dat geval is sprake van een converteerbare achtergestelde obligatielening (Fuchs, 2006).

- **Obligatie met warrant**

De laatste obligatielening is de obligatie met warrant. Bij een obligatie met warrant krijgt de obligatiehouder het recht gedurende een vooraf bepaalde periode aandelen aan te kopen. Tijdens deze periode, uitoefenperiode genoemd, heeft de obligatiehouder het recht aandelen aan te kopen tegen de vastgestelde prijs, oftewel uitoefenprijs (Beek, 2009). Wanneer de aandelen boven de uitoefenprijs stijgen is het dus interessant voor obligatiehouders om gebruik te maken van dit recht (Fuchs, 2006).

- **Onderhandse lening**

De onderhandse lening is een lening tussen de onderneming en veelal bij een enkele vreemd vermogen verschaffer. Deze vreemd vermogen verschaffer is vaak een institutionele belegger of een bank (Beek, 2009). Kleine ondernemingen kloppen vaak bij familieleden of op de huisbank van de onderneming aan voor een onderhandse lening. Grotere ondernemingen hebben meer opties. Deze kunnen traditioneel aankloppen bij pensioen- en sociale fondsen, levensverzekeringsmaatschappijen en spaarbanken (Fuchs, 2006).

De rente over een onderhandse lening is vaak hoger dan die over de standaard obligatie zoals eerder omschreven. Toch stelt Fuchs (2006) dat een onderhandse lening kostenvoordelen kent ten opzichte van de obligatielening. Een onderhandse lening maakt namelijk geen emissiekosten zoals het drukken van een prospectus, advertenties, het drukken van obligaties en dergelijke. Daarnaast is de onderhandse lening veel beter af te stemmen op de wensen van de geldnemer en de geldverstrekker (Beek, 2009).

Een onderhandse lening van de bank krijgen is echter niet zo vanzelfsprekend als het voorheen was. Banken zijn terughoudend met het verstrekken van onderhandse leningen aan beleggers actief in de vastgoedsector (Trappenburg, Bankloket bijna dicht voor belegger in vastgoed, 2019). Hier wordt verder op ingegaan in paragraaf 2.2.6 Recente Ontwikkelingen.

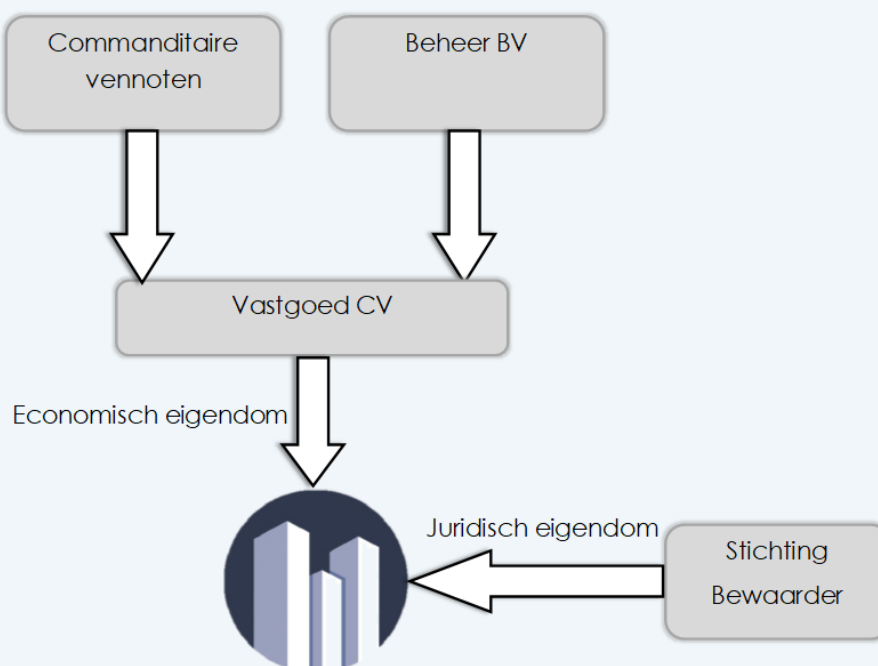
Bijlage C - Structureringsvormen

De structuren van de vastgoedbeleggingsfondsen worden dus bepaald door de factoren uit de overzichten uit de vorige paragraaf. In hoofdstuk 3 paragraaf 3.1.1 is een selectie gemaakt van ondernemingsvormen. Deze ondernemingsvormen fungeren als basis voor de hoofdstructuren van vastgoedbeleggingsfondsen voor particulieren. In deze paragraaf worden deze structuren verder uitgelicht.

Het onderscheid in de hoofdstructuren is binnen de kaders van dit onderzoek op basis van de juridische aspecten verricht. De NV is de eerste ondernemingsvorm uit hoofdstuk 3 die afvalt in dit hoofdstuk. Uit de analyse van de ondernemingsvormen in hoofdstuk 3 is namelijk naar voren gekomen dat bij een NV-aandelen aan toonder worden uitgegeven. Dit betekent dat aandelen vrij te verhandelen zijn. Binnen de kaders van dit onderzoek is dit onwenselijk omdat dit gevolgen kan hebben op het gebied van toezicht en de controle over het fonds door de beheerders. De stichting is de tweede ondernemingsvorm die niet geschikt is om als basis te dienen voor een vastgoedbeleggingsfonds, zoals reeds is toegelicht in hoofdstuk 3 paragraaf 3.1.1. Echter, is voor de stichting wel een andere rol weggelegd. Een drietal ondernemingsvormen blijven hierna over.

Commanditaire vennootschap

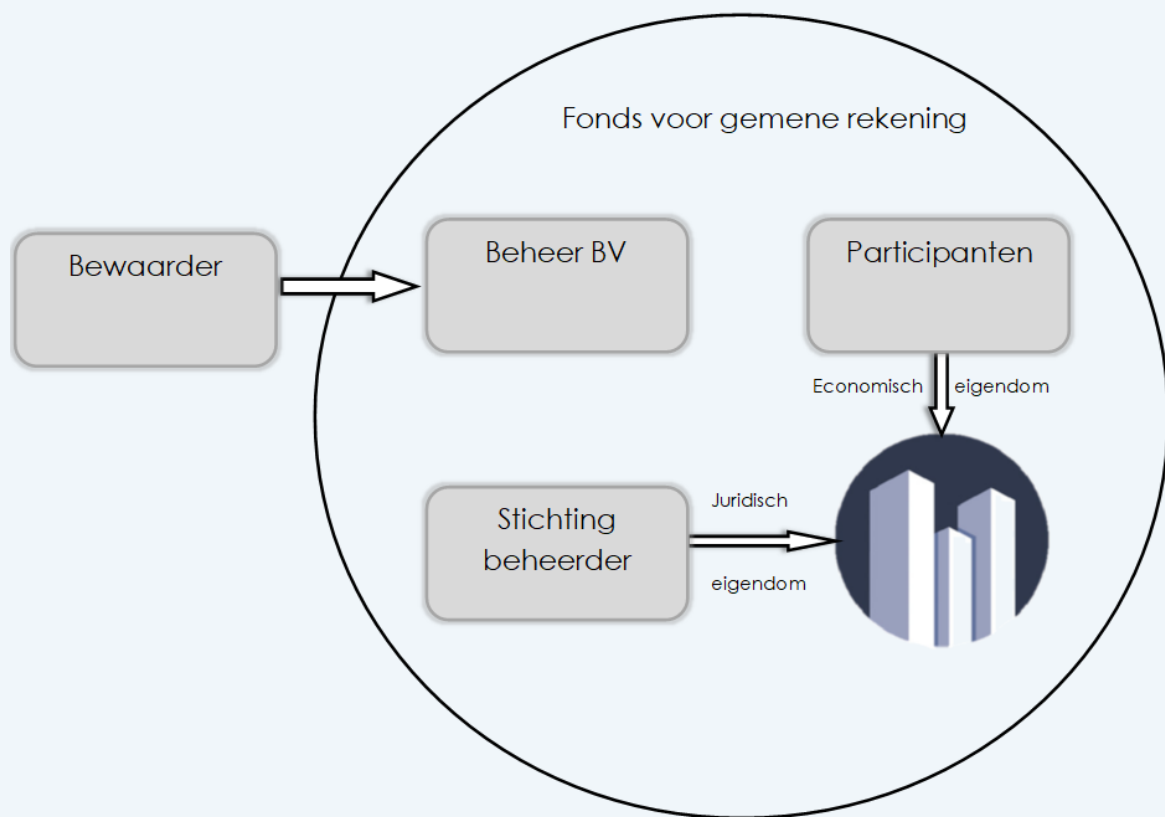
De commanditaire vennootschap is geschikt voor beleggingsfondsen omdat een onderscheid bestaat tussen stille en beherende vennoten. Binnen de commanditaire vennootschap vervullen de beleggers de rol van aandeelhouders, de eigenvermogenverschaffers. De aandeelhouders nemen de positie in van stille vennoten. Een open commanditaire vennootschap is belastingplichtig en draagt vennootschapsbelasting af. Uit hoofdstuk 3 is al gebleken dat beleggers geen belasting willen afdragen op fondsniveau. De CV moet dus aangemerkt kunnen worden als een fiscaal transparant beleggingsfonds. Om hieraan en aan de eisen vanuit de AFM en DNB te voldoen moet de organisatiestructuur van een CV-vastgoedfonds als volgt eruitzien:



De CV-structuur zoals in het figuur hierboven is afgebeeld kan op een groot aantal wijzen ingevuld worden. De grootste gevolgen van de fondsstructuur zijn de prospectusplicht, het AFM-regime en de mogelijkheid tot het aantrekken van vreemd vermogen. Deze consequenties zijn niet per se afhankelijk van de fondsstructuur zoals afgebeeld, maar enkel de verdere uitwerking daarvan. Hetzelfde geldt voor het FGR en de BV-structuren.

Fonds voor gemene rekening

Het FGR is een populaire ondernemingsvorm gebleken voor vastgoedbeleggingsfondsen. In hoofdlijnen heeft deze vorm dezelfde mogelijkheden als de CV maar, zoals blijkt uit de analyse van de fiscale aspecten, biedt het FGR nog meer vrijheden. Uit dezelfde analyse is gebleken dat het FGR geen juridisch erkende ondernemingsvorm is. De stichting vervult daardoor de rol van juridisch eigenaar van de vastgoedobjecten, terwijl de participanten economisch eigenaar zijn. De beheerder BV moet voor AFM-regelgeving gecontroleerd worden door een externe bewaarder. Het FGR-structuur kan afgebeeld worden zoals in het voorbeeld hieronder.

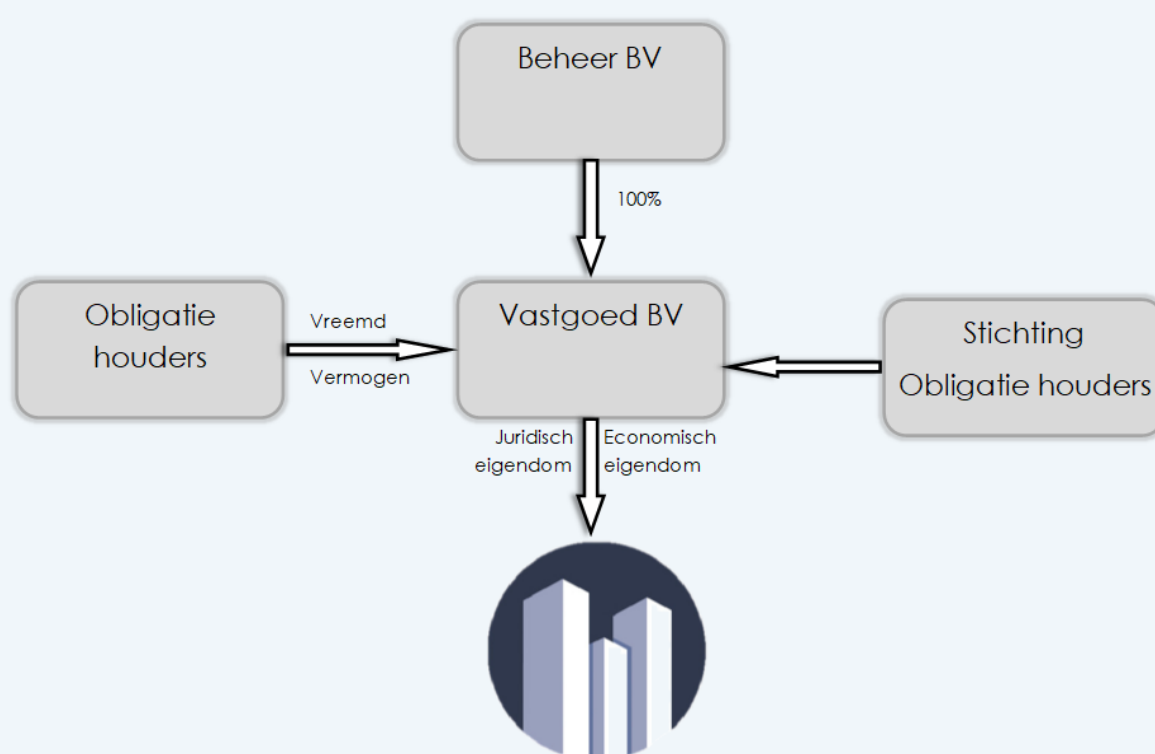


Het FGR kan, net als de CV, op verschillende wijzen ingevuld worden.

Besloten vennootschap

De BV vervult een andere rol binnen de vastgoedbeleggingen naast die van het FGR en CV. Aangezien bij een BV in beginsel slechts een soort aandeelhouder is en daarnaast niet als een fiscaal transparant beleggingsfonds aangemerkt kan worden lijkt de BV ongeschikt als een regulier aandelenfonds. De BV is echter wel uitstekend te gebruiken in een obligatiefonds waarbij de beleggers de rol vervullen van obligatiehouders zoals uitgelicht in de analyse van de financiële aspecten in hoofdstuk 3.

Bij een obligatiefonds is de beheer BV 100% eigenaar van de vastgoed BV. De obligatiehouders zijn verschaffers van het vreemde vermogen binnen de vastgoed BV en worden beschermd door de stichting obligatiehouders die opgericht wordt om te voldoen aan AFM-regelgeving. De vastgoed BV is zowel volledig juridisch als economisch eigenaar van het vastgoed. In het figuur hieronder is deze structuur afgebeeld.



Ook het obligatiefonds in de BV-structuur kan op verschillende wijzen verder worden vormgegeven. De BV kan wel worden gebruikt voor een aandelenfonds wanneer het gebruik maakt van bijvoorbeeld prioriteitsaandelen en preferente aandelen, zoals uitgelegd in Bijlage B, om de invloed van de beleggers te beperken. Aangenomen wordt door de onderzoeker dat de BV t.o.v. het FGR en de CV het aflegt qua geschiktheid voor een aandelenfonds.



Bijlage D – Toetsing

Michiel Dikkers

Doctorandus
Financial controller
NyStaete Group

Sluit u zich aan bij de aanname dat juridische, financiële en fiscale aspecten een geschikte onderverdeling is van de bepalende aspecten bij het vormgeven van een vastgoedbeleggingsfonds?

Ja, dat is ruim gezegd wel het onderscheid waar het beste vanuit gegaan kan worden bij het oprichten van een vastgoedbeleggingsfonds. De belangrijke input hierbij is het type vastgoed, looptijd, omvang van het fonds en het type beleggers waar je gebruik van wilt maken.

Is het een harde eis van beleggers dat een vastgoedbeleggingsfonds aangemerkt dient te worden als een fiscaal transparant beleggingsfonds?

Nee, voor beleggers gaat het gewoon om het uiteindelijke rendement. Hoe dat rendement bereikt wordt is niet direct relevant voor de beleggers. Voor de fondsbeheerder is het wel belangrijker omdat met een fiscaal transparant beleggingsfonds "eenvoudiger" een hoger rendement behaald kan worden.

Zijn het FGR en CV in alle opzichten geschikter voor een vastgoedbeleggingsfonds met aandelen dan een BV?

Met de BV is het simpelweg complexer om het zo te structureren om de invloed van beleggers te beperken. Bij een CV is dat al eenvoudiger door het gebruik van stille vennoten, en bij het FGR heb je hier nog meer vrijheid in.

Kent de CV enkel nadelen ten opzichte van het FGR bij het oprichten van een vastgoedbeleggingsfonds voor particulieren?

Het enige voordeel dat ik kan bedenken voor de CV ten opzichte van het FGR is de bekendheid bij de beleggers.

Is de BV de enige serieuze optie bij het oprichten van een vastgoedbeleggingsfonds die uitsluitend gebruik maakt van obligaties?

Ja, ik kan me geen reden bedenken om voor een CV of FGR te kiezen in een situatie waar de fondsbeheerder zelf het eigen vermogen verschaft.

Als u het overzicht doorneemt, heeft u dan nog op of aanmerkingen?

Nee, geen opmerkingen.

Pim Heurman

Doctorandus
Register beleggingsanalist
Partner Haerzathe

Sluit u zich aan bij de aanname dat juridische, financiële en fiscale aspecten een geschikte onderverdeling is van de bepalende aspecten bij het vormgeven van een vastgoedbeleggingsfonds?

Op de eerste plaats is het rendement/risico profiel het allerbelangrijkste. Dit valt inderdaad onder de financiële aspecten van een vastgoedbeleggingsfonds. Daarnaast kijken we bij Haerzathe direct naar de huurder en de stenen. Dat is voor mij het uitgangspunt. Welk product kan ik maken? Welke soort belegger volgt hierbij? Op basis daarvan volgen zaken als juridische entiteiten. Wat je wilt kopen heeft een risicoprofiel.

Ik zou eigenlijk zeggen dat de belangrijkste keuzes gemaakt zijn voordat je bij de meeste keuzemomenten aankomt die jij in je beroepsproduct omschrijft. De keuzes die eraan vooraf gaan zijn alleen niet uit te werken in een overzicht of draaiboek. Deze worden veelal gemaakt op basis van ervaring en gevoel. Tegenwoordig willen we een handboek waarbij alle stappen uitgelicht staan en de uitkomst zeker is. Dit werkt alleen niet zo bij beleggen.

Het overzicht benaderd de werkelijkheid maar geeft niet per se de werkelijkheid weer. Het is daarmee een uitstekend houvast, het kan dienen als een basis. De uitwerking ervan is echter veel ingewikkelder.

Is het een harde eis van beleggers dat een vastgoedbeleggingsfonds aangemerkt dient te worden als een fiscaal transparant beleggingsfonds?

Dat is moeilijk te zeggen. Waarschijnlijk niet. Het is voor beleggers die zelf een juridische entiteit gebruiken om te beleggen dat ze geen dubbele belastingheffing hebben. Het is in de zoektocht naar rendement wel een pré, een absoluut harde vereiste denk ik niet.

Zijn het FGR en CV in alle opzichten geschikter voor een vastgoedbeleggingsfonds met aandelen dan een BV?

Niet per definitie. In 98% van de gevallen zal dit zo zijn, echter zouden er in theorie scenario's voor kunnen doen waar dit niet het geval is. Of het relevant is deze mee te nemen vraag ik mij af.

Kent de CV enkel nadelen ten opzichte van het FGR bij het oprichten van een vastgoedbeleggingsfonds voor particulieren?

Het voornaamste voordeel van de CV ten opzichte van het FGR is de bekendheid bij de beleggers. Fondsbeheerders maken al decennia gebruik van CV-constructies en de uitwerking van de CV is voor iedereen binnen de beleggerswereld duidelijk. Voor het FGR is dit niet het geval. Een FGR kan behoorlijk ingewikkeld worden vormgegeven. Verder geeft het FGR natuurlijk wel veel meer vrijheden aan de fondsbeheerder.

Is de BV de enige serieuze optie bij het oprichten van een vastgoedbeleggingsfonds die uitsluitend gebruik maakt van obligaties?

Wanneer het betrekking heeft op kleinschalige vastgoedbeleggingsfondsen zoals bij Haerzathe, dus niet beursgenoteerd, dan in principe wel. Dan laat ik wel de verschillende Europese alternatieve vormen buiten beschouwing.

Als u het overzicht doorneemt, heeft u dan nog op of aanmerkingen?

Ik denk dat de inspraak van de beleggers niet zo weer te geven is zoals de andere aspecten. Je hebt bij de BV en het FGR heel veel vrijheden om de inspraak te beperken of juist uit te breiden. Dit heb je zelfs ook nog in mindere mate bij de CV. Ik denk dat het te simplistisch is weergegeven op deze manier. Daarnaast is wel de aansprakelijkheid deels meegewogen bij de juridische entiteiten maar ik zou daar nog iets meer de nadruk op leggen.

Gertjan Kolsté

Meester doctorandus
Specialist heffing grote ondernemingen
Rijksbelastingdienst

Sluit u zich aan bij de aanname dat juridische, financiële en fiscale aspecten een geschikte onderverdeling is van de bepalende aspecten bij het vormgeven van een vastgoedbeleggingsfonds?

In het algemeen zal deze verdeling relevant zijn voor de fondsmanagers/fondsbeheerders.

Juridisch

Vanuit het perspectief van de aanbieder van het fonds is de beperking van juridische aansprakelijkheid van belang. Zij zullen er in ieder geval (zoveel mogelijk) voor willen waken dat zij persoonlijk worden aangesproken. Verder zullen beleggers een beter gevoel hebben als alles juridisch goed is geregeld.

Financieel

Bij de diverse vastgoedfondsen wordt gebruik gemaakt van de zogenaamde hefboomwerking. Dit is een vrij wezenlijk onderdeel van (het te verwachten rendement op) dergelijke structuren.

Dit wil zeggen dat door het beleggingsfonds onder andere bij een bank wordt geleend tegen een relatief lage rente, waarbij (uitgaande van de verwachtingen) de beleggers een extra hoog rendement op hun beleggingen kunnen behalen.

(Wanneer fondsbeheerder zegt dat je een prachtige degelijke belegging hebt met een verwacht rendement over tien jaar van 30%, dan klinkt dat toch anders dan dat je zegt dat je een prachtige degelijke belegging (langlopend huurcontract, goede huurder etc.) hebt met een verwacht rendement over tien jaar van 60%)

Fiscaal

Het fiscale is relevant, maar ten opzichte van de andere aspecten wellicht minder belangrijk. Uitgaande van particuliere beleggers met minder dan 5%-belang in het fonds, waarbij het fonds alleen belegt:

Besloten fonds voor gemene rekening: Geen vpb-heffing, alleen box-3-heffing.

Besloten CV: Geen Vpb-heffing, alleen box-3-heffing.

BV/NV/OFGR, regulier belast: Vpb-heffing (stel zo'n 20%) en daarnaast box-3-heffing BV/NV/OFGR die voldoet aan art. 28 Vpb (Wet op de vennootschapsbelasting), fiscale beleggingsinstelling. 0% heffing in Vpb en box-3-heffing bij de belegger.

De besloten fondsen voor gemene rekening en besloten cv's hebben vaak een aantal(kantoor)panden/woningen met een langjarig huurcontract met goed bekendstaande huurders. De participanten/vennoten hebben een langjarig belang in het FGR's/CV's waarbij de betreffende participaties tussentijds veelal moeilijk zijn te verkopen.

Eenzijds omdat de andere participanten akkoord moeten gaan met de verkoop en anderzijds omdat er voor een buitenstaander er weinig zicht is op de waarde van een dergelijke participatie.

In het geval er sprake is van veel panden, waarbij de organisatie groter is en het de bedoeling is dat de organisatie langer zal bestaan, wordt dit meestal vormgegeven in een BV of NV. In de praktijk vindt die altijd plaats in de vorm van een BV/NV. Denk aan de beleggingsfondsen die beursgenoteerd zijn.

De aandelen hierin zijn veel beter verhandelbaar en ook op de beurs verhandelbaar. Hierdoor is het makkelijker om kapitaal aan te trekken (men moet ook meer kapitaal aantrekken, aangezien dit de grotere fondsen zijn).

(Een besloten cv kun je enigszins vergelijken met een maatschap van artsen; relatief klein. Bij een BV/NV met veel panden kun je denken aan een soort VOC, een groot bedrijf.)

Is het een harde eis van beleggers dat een vastgoedbeleggingsfonds aangemerkt dient te worden als een fiscaal transparant beleggingsfonds?

Niet per se. Wanneer sprake is van een regulier vennootschapsbelastingplichtig beleggingsfonds, dan zal het verwachte rendement lager zijn, dus zal er weinig of geen belangstelling voor het fonds zijn.

Zijn het FGR en CV in alle opzichten geschikt voor een vastgoedbeleggingsfonds met aandelen dan een BV?

Bij een klein fonds voor particuliere beleggers? Dan wel, ja.

Kort gezegd: klein fonds, een pand/meerdere panden, een huurder/enkele huurders -> dan is een besloten CV/besloten FGR aantrekkelijk
groot fonds, veel panden, meerdere/veel huurders -> BV/NV/OFGR met FBI-status aantrekkelijk.

Kent de CV enkel nadelen ten opzichte van het FGR bij het oprichten van een vastgoedbeleggingsfonds voor particulieren?

Hoef niet. Een CV is een veel bekendere vorm voor beleggers. Emoties kunnen een belangrijke rol spelen voor beleggers. Een belegger zal eerder in een CV-fonds stappen als dit hetzelfde verwachte rendement als een FGR-fonds, omdat de belegger al bekend is met de CV-vorm.

Een CV heeft daarentegen wel meer civielrechtelijke gevolgen met name met betrekking tot de inspraak van de beleggers (binnen een cv-vorm hebben zij normaliter meer inspraak dan binnen een fonds voor gemene rekening). Een fonds voor gemene rekening is immers slechts een overeenkomst, hierin heeft men veel vrijheid om van alles te regelen (of niet te regelen).)

Is de BV de enige serieuze optie bij het oprichten van een vastgoedbeleggingsfonds die uitsluitend gebruik maakt van obligaties?

Een BV is mogelijk wat makkelijker als je alleen een fondsbeheerder/-manager hebt. Voor een CV/fonds hebben je meerdere vennoten/participanten nodig. Een open FGR zou een optie kunnen zijn, maar een BV is een logische keuze. Daar staat tegenover dat de BV hogere kosten met zich meebrengt.

Als u het overzicht doorneemt, heeft u dan nog op of aanmerkingen?

Neen, zie de voorgaande opmerkingen. Het belangrijkste vanuit het oogpunt van de fondsmanagers is het voorkomen van strikte AFM wet- en regelgeving. Daarnaast is er fiscaal veel ruimte en is het bij relatief kleine fondsen belangrijk een transparant fonds te creëren indien mogelijk. In theorie kan men naast de Nederlandse CV en FGR ook denken aan buitenlandse rechtsvormen, maar ik betwijfel of dat een serieuze optie is in verband met de bekendheid van deze vormen voor de beleggers. Beleggers zullen (emotioneel gezien) via een Nederlandse rechtsfiguur willen beleggen.

W.G.M. Vaneker

Doctorandus registeraccountant
Rijksbelastingdienst

Sluit u zich aan bij de aanname dat juridische, financiële en fiscale aspecten een geschikte onderverdeling is van de bepalende aspecten bij het vormgeven van een vastgoedbeleggingsfonds?

In grote lijnen zullen die aspecten het belangrijkste zijn bij het opstellen van een beleggingsfonds. Bij een verdere uitwerking hiervan zou ik zoeken naar specifieke gebouwaspecten zoals duurzaamheid. Je ziet ook terug in jouw scriptie dat de Rabobank en de ING bij het verschaffen van vreemd vermogen al kijken naar de duurzaamheid van de beleggingsobjecten.

Is het een harde eis van beleggers dat een vastgoedbeleggingsfonds aangemerkt dient te worden als een fiscaal transparant beleggingsfonds?

Afhankelijk van de situatie. Kan ook sterk verschillen per belegger. De particuliere belegger waar in dit onderzoek op gedoeld wordt zal waarschijnlijk zoeken naar een fiscaal transparant fonds. Maar ook dan is het een bijzaak. Het belangrijkste is het rendement/risico profiel, een fiscaal transparant fonds is enkel een manier om dat te bereiken.

Zijn het FGR en CV in alle opzichten geschikter voor een vastgoedbeleggingsfonds met aandelen dan een BV?

Nee niet per se, volledig afhankelijk van de situatie. In de praktijk zal dat bijna altijd wel zo zijn, echter is dat niet vanzelfsprekend.

Binnen de context van dit onderzoek in grote lijnen wel.

Kent de CV enkel nadelen ten opzichte van het FGR bij het oprichten van een vastgoedbeleggingsfonds voor particulieren?

De oprichtingsprocedure van de CV is eenvoudig, brengt weinig kosten met zich mee en is daarnaast al veel bekender bij de beleggers wat extra vertrouwen kan geven.

Is de BV de enige serieuze optie bij het oprichten van een vastgoedbeleggingsfonds die uitsluitend gebruik maakt van obligaties?

In theorie kun je hiervan afwijken. Echter is het doorgaans inderdaad de standaard dat de BV gebruikt wordt in deze situatie.

Als u het overzicht doorneemt, heeft u dan nog op of aanmerkingen?

Inspraak beleggers lijkt me moeilijk zo weer te geven. Vraag me af of je dit zo kunt uitleggen. De BV en FGR geven nog veel ruimte en in principe kun je de CV ook nog vrij flexibel vormgeven.

Bijlage E – Logboek

WERKVERSLAG					
Naam student:	Sten	Hartman	Vastgoed & Makelaardij		
Afstudeerperiode	2019				
Bedrijf:	NyStaete				
Weekrapport:	1	WERKZAAMHEDEN			
Weeknummer:	1	Van	11-02-19	Tot	15-2-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	11-feb	8	Rondleiding kantoor, introductie collega's, plan van aanpak		
Dinsdag	12-feb	8	Plan van aanpak		
Woensdag	13-feb	8	Plan van aanpak		
Donderdag	14-feb	8	Plan van aanpak		
Vrijdag	15-feb	6	Plan van aanpak		
Subtotaal uren:					38
Zoekwerkzaamheden					
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	15-2-2019
Maandag	11-feb			Berkhout, T.M. Zwart, H. (2017) Basisboek vastgoedfinanciering.	
Dinsdag	12-feb	Google	DNB	https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/dnbulletin-2013/dnb295699.jsp	
Woensdag	13-feb	Google	VOC	http://economicsstudents.com/2014/04/voc-the-birth-of-the-moderncorporation/#	
Donderdag	14-feb	Google	Financieel management	https://financieelmanagement.nl/artikel/de-10-financieel-aspecten-van-bedrijfseconomie-in-de-praktijk	
Vrijdag	15-feb	Google	Financieel management	http://www.pbs.org/wgbh/roadshow/stories/articles/2013/1/7/dutch-east-india-companyworlds-first-multinational/	
Subtotaal uren:					0
Totaal uren					38
Weekrapport:	2	WERKZAAMHEDEN			
Weeknummer:	2	Van	18-02-19	Tot	22-2-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	18-feb	8	Plan van aanpak		
Dinsdag	19-feb	8	Plan van aanpak inleveren		
Woensdag	20-feb	6	Opzet scriptie, vooronderzoek		
Donderdag	21-feb	8	Opzet scriptie, vooronderzoek		
Vrijdag	22-feb	6	Feedback PVA verwerken		
Subtotaal uren:					36
Zoekwerkzaamheden					
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	
Maandag	18-feb	Google	Buitenlandse beleggingen in nederland	https://www.vastgoedmarkt.nl/beleggingen/nieuws/2014/09/buitenlandse-beleggingen-innederland-terug-op-niveau-2008-101111723	
Dinsdag	19-feb				
Woensdag	20-feb				
Donderdag	21-feb				
Vrijdag	22-feb				
Subtotaal uren:					0
Totaal uren					36
Weekrapport:	3	WERKZAAMHEDEN			
Weeknummer:	3	Van	25-02-19	1-mrt	15-2-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	25-feb	8	PVA bespreken met begeleider, deelvragen toelichten		
Dinsdag	26-feb	8	PVA spellingscontrole		
Woensdag	27-feb	8	Startgesprek westerhof		
Donderdag	28-feb	8	PVA verbeteren		
Vrijdag	1-mrt	0	Vrij		
Subtotaal uren:					32
Zoekwerkzaamheden					
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	
Maandag	25-feb				
Dinsdag	26-feb	Google			
Woensdag	27-feb	Google			
Donderdag	28-feb	Google			
Vrijdag	1-mrt	Google			
Subtotaal uren:					0
Totaal uren					32
Weekrapport:	4	WERKZAAMHEDEN			
Weeknummer:	4	Van	4-03-19	Tot	8-3-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	4-mrt	0	Vrij		
Dinsdag	5-mrt	8	PVA bespreken begeleider, PVA afronden / inleveren		
Woensdag	6-mrt	8	Scriptie vormgeven		
Donderdag	7-mrt	8	Overleg stagebegeleider, scriptie vormgeven		
Vrijdag	8-mrt	6	hoofdstuk 2 beginnen		
Subtotaal uren:					30
Zoekwerkzaamheden					
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	
Maandag	4-mrt				
Dinsdag	5-mrt				
Woensdag	6-mrt				
Donderdag	7-mrt				
Vrijdag	8-mrt	Google	Ensie	www.ensie.com	
Subtotaal uren:					0
Totaal uren					30

Weekrapport:		5	WERKZAAMHEDEN		
Weeknummer:		1 Van	11-03-19	Tot	15-3-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	11-mrt	8	Hoofdstuk 2		
Dinsdag	12-mrt	8	Hoofdstuk 2		
Woensdag	13-mrt	8	Hoofdstuk 2		
Donderdag	14-mrt	8	Hoofdstuk 2		
Vrijdag	15-mrt	6	Hoofdstuk 2		
Subtotaal uren:					38
Zoekwerkzaamheden					
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	
Maandag	11-mrt	Google	historie woningbouw	Beursgorilla	
Dinsdag	12-mrt	Google	Beleggingen statistieken	CBS	
Woensdag	13-mrt	Google	Aandelen	Participaties.nl	
Donderdag	14-mrt	Google	Direct & indirect rendement	Direct capital	
Vrijdag	15-mrt	Google			
Subtotaal uren:					0
				Totaal uren	38
Weekrapport:		6	WERKZAAMHEDEN		
Weeknummer:		1 Van	18-03-19	Tot	22-3-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	18-mrt	8	Hoofdstuk 2		
Dinsdag	19-mrt	8	Hoofdstuk 2		
Woensdag	20-mrt	8	Hoofdstuk 2 afronden		
Donderdag	21-mrt	8	Hoofdstuk 3 vormgeven		
Vrijdag	22-mrt	6	Hoofdstuk 3 literatuur verzamelen		
Subtotaal uren:					38
Zoekwerkzaamheden					
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	
Maandag	18-mrt	Google	Obligatiehouders	Haerzathe	
Dinsdag	19-mrt	Google	Vreemdvermogen verschaffers	Lyceaus	
Woensdag	20-mrt	Google			
Donderdag	21-mrt	Google	Ondernemingsvormen	Ensie	
Vrijdag	22-mrt	Google	FGR	Loonstra	
Subtotaal uren:					0
				Totaal uren	38
				Totaal uren	38
Weekrapport:		7	WERKZAAMHEDEN		
Weeknummer:		1 Van	25-03-19	Tot	29-3-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	25-mrt	8	Juridische aspecten in beeld brengen		
Dinsdag	26-mrt	8	Juridische aspecten uitwerken		
Woensdag	27-mrt	8	Juridische aspecten uitwerken		
Donderdag	28-mrt	8	Juridische aspecten uitwerken		
Vrijdag	29-mrt	6	Juridische aspecten uitwerken		
Subtotaal uren:					38
Zoekwerkzaamheden					
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	
Maandag	25-mrt				
Dinsdag	26-mrt	Google	Aandelen Nederland	CBR	
Woensdag	27-mrt	Google			
Donderdag	28-mrt	Google			
Vrijdag	29-mrt	Google			
Subtotaal uren:					0
				Totaal uren	38
Weekrapport:		8	WERKZAAMHEDEN		
Weeknummer:		1 Van	1-04-19	Tot	5-4-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	1-apr	8	Financieel aspecten in beeld brengen		
Dinsdag	2-apr	8	Financieel aspecten uitwerken		
Woensdag	3-apr	8	Financieel aspecten uitwerken		
Donderdag	4-apr	8	Financieel aspecten uitwerken		
Vrijdag	5-apr	6	Financieel aspecten uitwerken		
Subtotaal uren:					38
Zoekwerkzaamheden					
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	
Maandag	1-apr				
Dinsdag	2-apr	Google			
Woensdag	3-apr	Google			
Donderdag	4-apr	Google			
Vrijdag	5-apr	Google			
Subtotaal uren:					0
				Totaal uren	38

Weekrapport:		9	WERKZAAMHEDEN		
Weeknummer:	1	Van	8-04-19	Tot	12-4-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	8-apr	8			
Dinsdag	9-apr	8	Fiscale aspecten in beeld brengen		
Woensdag	10-apr	8	Fiscale aspecten uitwerken		
Donderdag	11-apr	8	Overleg Westerhof		
Vrijdag	12-apr	6	Conclusie hoofdstuk 3		
Subtotaal uren:					38
Zoekwerkzaamheden					
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	15-2-2019
Maandag	8-apr				
Dinsdag	9-apr	Google			
Woensdag	10-apr	Google			
Donderdag	11-apr	Google			
Vrijdag	12-apr	Google			
Subtotaal uren:					0
				Totaal uren	38
Weekrapport:		10	WERKZAAMHEDEN		
Weeknummer:	1	Van	15-04-19	Tot	19-4-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	15-apr	8	Hoofdstuk 3 afronden		
Dinsdag	16-apr	8	Opmaak hoofdstuk 4 bespreken met begeleider		
Woensdag	17-apr	8	Hoofdstuk 4 vormgeven		
Donderdag	18-apr	8	Opbouw theoretisch kader toelichten		
Vrijdag	19-apr	6	Inleiding hoofdstuk 4		
Subtotaal uren:					38
Zoekwerkzaamheden					
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	
Maandag	15-apr				
Dinsdag	16-apr	Google			
Woensdag	17-apr	Google			
Donderdag	18-apr	Google			
Vrijdag	19-apr	Google			
Subtotaal uren:					0
				Totaal uren	38
Weekrapport:		11	WERKZAAMHEDEN		
Weeknummer:	1	Van	22-04-19	Tot	26-4-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	22-apr	8	Aspecten samenvoegen tot concept beroepsproduct		
Dinsdag	23-apr	8	Aspecten samenvoegen tot concept beroepsproduct		
Woensdag	24-apr	8	Conclusie hoofdstuk 4		
Donderdag	25-apr	8	Hoofdstuk 4 afronden		
Vrijdag	26-apr	6	Hoofdstuk 4 afronden		
Subtotaal uren:					38
Zoekwerkzaamheden					
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	
Maandag	22-apr				
Dinsdag	23-apr	Google			
Woensdag	24-apr	Google			
Donderdag	25-apr	Google			
Vrijdag	26-apr	Google			
Subtotaal uren:					0
				Totaal uren	38
Weekrapport:		12	WERKZAAMHEDEN		
Weeknummer:	1	Van	29-04-19	Tot	3-5-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	29-apr	8	Kandidatenlijst opstellen, contact opnemen		
Dinsdag	30-apr	8	Hoofdstuk 2 verbeteren		
Woensdag	1-mei	8	Hoofdstuk 2 verbeteren		
Donderdag	2-mei	8	Hoofdstuk 2 verbeteren		
Vrijdag	3-mei	6	Hoofdstuk 2 afronden		
Subtotaal uren:					38
Zoekwerkzaamheden					
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	
Maandag	29-apr				
Dinsdag	30-apr	Google			
Woensdag	1-mei	Google			
Donderdag	2-mei	Google			
Vrijdag	3-mei	Google			
Subtotaal uren:					0
				Totaal uren	38

Weekrapport:		13	WERKZAAMHEDEN		
Weeknummer:		1 Van	6-05-19	Tot	10-5-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	6-mei	8	Hoofdstuk 3 aanpassen		
Dinsdag	7-mei	8	Hoofdstuk 3 doorlopen met begeleider, aanpassen		
Woensdag	8-mei	8	Hoofdstuk 3 aanpassen		
Donderdag	9-mei	8	Ondersteunende werkzaamheden		
Vrijdag	10-mei	6	Ondersteunende werkzaamheden		
Subtotaal uren:					38
Zoekwerkzaamheden					
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	15-2-2019
Maandag	6-mei				
Dinsdag	7-mei	Google			
Woensdag	8-mei	Google			
Donderdag	9-mei	Google			
Vrijdag	10-mei	Google			
Subtotaal uren:					0
				Totaal uren	38
Weekrapport:		14	WERKZAAMHEDEN		
Weeknummer:		1 Van	13-05-19	Tot	17-5-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	13-mei	8	Hoofdstukken 2+3 integraal maken		
Dinsdag	14-mei	8	Hoofdstuk 4 aanpassen op basis van h2/3		
Woensdag	15-mei	8	Hoofdstuk 4 afronden in overleg met stagebegeleider		
Donderdag	16-mei	8	Ondersteunende werkzaamheden		
Vrijdag	17-mei	6	Ondersteunende werkzaamheden		
Subtotaal uren:					38
Zoekwerkzaamheden					
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	15-2-2019
Maandag	13-mei				
Dinsdag	14-mei	Google			
Woensdag	15-mei	Google			
Donderdag	16-mei	Google			
Vrijdag	17-mei	Google			
Subtotaal uren:					0
				Totaal uren	38
Weekrapport:		15	WERKZAAMHEDEN		
Weeknummer:		1 Van	20-05-19	Tot	24-5-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	20-mei	8	Overleg met stagebegeleider m.b.t. externe toetsing		
Dinsdag	21-mei	8	Interviewvragen opstellen		
Woensdag	22-mei	8	Interview vormgeven, hoofdstuk 5 inleiden		
Donderdag	23-mei	7	Ondersteunende werkzaamheden		
Vrijdag	24-mei	7	Ondersteunende werkzaamheden		
Subtotaal uren:					38
Zoekwerkzaamheden					
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	
Maandag	20-mei				
Dinsdag	21-mei	Google			
Woensdag	22-mei	Google			
Donderdag	23-mei	Google			
Vrijdag	24-mei	Google			
Subtotaal uren:					0
				Totaal uren	38
Weekrapport:		16	WERKZAAMHEDEN		
Weeknummer:		1 Van	27-05-19	Tot	31-5-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	27-mei	8	Kolsté vragenlijst mailen, datum voorstellen		
Dinsdag	28-mei	8	Scriptie doornemen / verbeteren met begeleider		
Woensdag	29-mei	8	Ondersteunende werkzaamheden		
Donderdag	30-mei	0	Hemelvaart		
Vrijdag	31-mei	0	Vrij		
Subtotaal uren:					24
Zoekwerkzaamheden					
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	
Maandag	27-mei				
Dinsdag	28-mei	Google			
Woensdag	29-mei	Google			
Donderdag	30-mei	Google			
Vrijdag	31-mei	Google			

Weekrapport:		17	WERKZAAMHEDEN		
Weeknummer:		1 Van	3-06-19	Tot	7-6-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	3-jun	8	Interview Kolsté		
Dinsdag	4-jun	8	Resultaten interview verwerken		
Woensdag	5-jun	8	interview voorbereiden, nieuwe inzichten verwerken		
Donderdag	6-jun	8	Interview Heurman		
Vrijdag	7-jun	6	Interviewresultaten verwerken,		
Subtotaal uren:					38
Zoekwerkzaamheden					
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	
Maandag	3-jun		Interview Vaneker		
Dinsdag	4-jun	Google	Interviewresultaten verwerken		
Woensdag	5-jun	Google	Hoofdstuk 5 verder vormgeven		
Donderdag	6-jun	Google	Hoofdstuk 5		
Vrijdag	7-jun	Google	Hoofdstuk 5 conclusie		
Subtotaal uren:					0
				Totaal uren	38
Weekrapport:		18	WERKZAAMHEDEN		
Weeknummer:		1 Van	10-06-19	Tot	14-6-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	10-jun	8	Hoofdstuk 6 vormgeven		
Dinsdag	11-jun	8	Hoofdstuk 6 conclusie		
Woensdag	12-jun	8	Hoofdstuk 6 evaluatie & aanbevelingen		
Donderdag	13-jun	8	Spellingscontrole scriptie		
Vrijdag	14-jun	6	Spellingscontrole scriptie		
Subtotaal uren:					38
Zoekwerkzaamheden					
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	
Maandag	10-jun				
Dinsdag	11-jun	Google			
Woensdag	12-jun	Google			
Donderdag	13-jun	Google			
Vrijdag	14-jun	Google			
Subtotaal uren:					0
				Totaal uren	38
Weekrapport:		19	WERKZAAMHEDEN		
Weeknummer:		1 Van	17-06-19	Tot	21-6-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	17-jun	8	Scriptie doornemen met stagebegeleider		
Dinsdag	18-jun	8	Aanpassingen doorvoeren		
Woensdag	19-jun	8	Aanpassingen doorvoeren		
Donderdag	20-jun	8	Feedback verwerken vanuit Saxion en NyStaete		
Vrijdag	21-jun	6	Scriptie doornemen met stagebegeleider		
Subtotaal uren:					38
Zoekwerkzaamheden					
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	15-2-2019
Maandag	17-jun				
Dinsdag	18-jun	Google			
Woensdag	19-jun	Google			
Donderdag	20-jun	Google			
Vrijdag	21-jun	Google			
Subtotaal uren:					0
				Totaal uren	38
Weekrapport:		20	WERKZAAMHEDEN		
Weeknummer:		1 Van	24-06-19	Tot	28-6-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	24-jun	4	Scriptie verbeteren		
Dinsdag	25-jun	2	Spellingscontrole		
Woensdag	26-jun	4	Bijlagen nalopen, controle		
Donderdag	27-jun	4	Samenvoegen		
Vrijdag	28-jun	6	Doornemen met stagebegeleider		
Subtotaal uren:					20
Zoekwerkzaamheden					
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	15-2-2019
Maandag	24-jun				
Dinsdag	25-jun	Google			
Woensdag	26-jun	Google			
Donderdag	27-jun	Google			
Vrijdag	28-jun	Google			
Subtotaal uren:					0
				Totaal uren	20

Weekrapport:		21	WERKZAAMHEDEN		
Weeknummer:		1 Van	1-07-19	Tot	5-7-2019
Dag	Datum	Uren	Korte omschrijving werkzaamheden		
Maandag	1-jul	8	Grammatica/spellingfouten verbeteren		
Dinsdag	2-jul	8	Grammatica/spellingfouten verbeteren		
Woensdag	3-jul	8	Chronologische aanpassingen doorvoeren		
Donderdag	4-jul	8	Laatste controle		
Vrijdag	5-jul	6	Laatste controle		
					38
Zoekwerkzaamheden					
					15-2-2019
Dag		Zoekingang	Zoekterm	Bron	
Maandag	1-jul				
Dinsdag	2-jul	Google			
Woensdag	3-jul	Google			
Donderdag	4-jul	Google			
Vrijdag	5-jul	Google			
Subtotaal uren:					0
Totaal uren					38