

# DE VASTGOEDBEVAK. VERGELIJKING MET VASTGOEDCERTIFICATEN

*Griet De Pestel en Bruno Vantomme*

Onder wetenschappelijke begeleiding van  
Prof. Dr. H. Cousy en Prof. D. Meulemans

## INLEIDING

“Vastgoed?” Voor de particulier hield dit tot voor kort niet meer in dan de aankoop van een eigen woonst of een appartementje aan zee. De loodzware fiscaliteit en de ondoordringbaarheid van de markt speelde hen parten. Alleen de professionele belegger wist te profiteren van de buitenkansjes op de vastgoedmarkt. Uiteraard zijn ook de Belgische beleggers al een tijdje vertrouwd met de opdeling van een gebouw in deelbewijzen. De markt van vastgoedcertificaten kampte met een gebrek aan liquiditeit, waardoor de doorbraak en het succes uitbleven.

Met het K.B. van 10 april 1995 (*B.S.* 23 mei 1995) is er een nieuwe mogelijkheid gecreëerd om te beleggen in onroerend goed, namelijk de vastgoedbevak.

Het eerste deel handelt over de vastgoedbevak. Het K.B. van 10 april 1995 vormt hierbij de belangrijkste leidraad voor de studie van deze nieuwe beleggingsvorm.

Naast de juridische, nemen we ook de boekhoudkundige aspecten onder de loep.

Daarnaast bekijken we ook een paar concrete toepassingsgevallen *in casu* de Service-flats en Befimmo.

In het tweede deel spitsen we ons toe op de vastgoedcertificaten. Deze beleggingsmodaliteit was tot voor kort de enige mogelijkheid om particulieren te laten deelnemen in grote vastgoedprojecten. Uit de analyse van de vastgoedcertificaten blijken enkele belangrijke nadelen waarvoor de vastgoedbevak nu precies een mogelijk alternatief biedt.

## I. DE VASTGOEDBEVAK

### A. BEGRIP

Tot nu toe was in België een collectieve belegging in vastgoed enkel mogelijk door middel van het onderschrijven van vastgoedcertificaten.

De Belgische vastgoedcertificatenmarkt is echter klein en weinig liquide. Er bestond dus een behoefte aan een nieuwe vorm van collectieve belegging in vastgoed en deze kwam er, nl. de vastgoedbevak.

Een vastgoedbevak is een beleggingsvennootschap met een vast aantal aandelen. Ze heeft als doel haar kapitaal, dat ze via openbare uitgifte aantrekt uit het publiek, te beleggen in vastgoed.

De vastgoedbevak kan haar aandelen inkopen op verzoek van de aandeelhouders, maar is hiertoe niet verplicht. Wel moeten de aandelen genoteerd en verhandeld worden op een effectenbeurs.<sup>1</sup>

### B. HISTORIEK

#### 1. VOOR HET IN VOEGE TREDEN VAN DE WET VAN 4 DECEMBER 1990

Vooraleer in België de mogelijkheid om een vastgoedbevak op te richten bij wet werd vastgelegd, bestonden reeds equivalenten in de ons omringende landen. Het was zelfs zo dat een aantal buitenlandse vastgoedbeleggingsinstellingen op de Belgische publieke markt werden toegelaten voor het in voege treden van de wet van 4 december 1990. Na de wet heeft men geen nieuwe meer toegelaten omdat men eerst de uitwerking van het Belgisch statuut wilde afwachten.

In de VS kent men sinds jaar en dag de Real Estate Investment Trust (REIT) Ook de Asset Backed Securities groeide er uit tot een begrip. Het betreft een waardepapier met vastgoed als onderpand. In feite kunnen we ze bestempelen als een bundel hypotheekleningen.

Ook in Nederland kende men reeds de mogelijkheid om in vastgoed te beleggen, als voorbeeld kunnen we de mastodonten als Wereldhave en Rodamco aanhalen.

De Grundwertpapieren in Duitsland kenden op dit vlak ook veel navolging en in ieder geval mogen we Luxemburg niet vergeten.<sup>2</sup>

De Luxemburgse wet maakte immers al in 1983 de oprichting van beveks en bevaks mogelijk, ook voor beleggingen in vastgoed.

---

<sup>1</sup> DE LUYCK, M., "De Vastgoedbevak", *Nieuwe wetgeving in kort bestek*, in *De Praktijkids voor de Vastgoedmakelaar*, Diegem, Kluwer Editorial, 1995, Afl. 3, p. 9.

<sup>2</sup> DE LEUS, K., "Residentieel vastgoed doet vastgoedbevak de das om", *F.E.T.*, 8 maart 1995.

Uiteraard zijn de Belgische beleggers ook al een tijdje vertrouwd met de collectieve belegging in vastgoed m.n. de vastgoedcertificaten.

Gezien deze markt van vastgoedcertificaten klein en weinig liquide is, was er toch de noodzaak om een nieuwe beleggingsvorm in vastgoed te creëren die de concurrentie met de buitenlandse equivalenten kon aangaan.

Zo werd met de wet van 4 december 1990 de weg gelegd om naast de drie bestaande mogelijkheden in vastgoed te investeren, m.n. de vastgoedcertificaten, aandelen van vastgoedvennootschappen en rechten van deelneming van buitenlandse beleggingsfondsen, een vierde te creëren nl. de vastgoedbevak.

## 2. DE WET VAN 4 DECEMBER 1990

Het wettelijk kader voor de vastgoedbevak bestaat dus sinds de wet van 4 december 1990 op de financiële markten en de financiële transacties.

Belgische beleggingsinstellingen krijgen immers de mogelijkheid om te beleggen in de beleggingscategorie "vastgoed".

Art. 122 § 1, eerste lid, 5°: "*De beleggingsinstellingen moeten opteren voor belegging in één van de hierna opgesomde categorieën van toegelaten beleggingen 5° vastgoed.*"

Uiteraard is het aan de Koning om deze bepaling nader uit te werken m.n. de inhoud van de beleggingscategorie definiëren, verplichtingen en verbodsbepalingen uitwerken enz.

Dit gebeurde pas bij K.B. van 10 april 1995 (hierna K.B. genoemd) met betrekking tot de vastgoedbevaks. Opmerkelijk is de lange periode tussen de wet en het uitvoeringsbesluit.

Vooraleer daar nader op in te gaan, is het misschien interessant om eerst eens na te gaan wat de juiste redenen waren om tot de wet van 4 december 1990, meer bepaald tot art. 122, te komen.

Hier stuiten we op het doel van de vastgoedbevak.<sup>3</sup>

In de eerste plaats richtte men de vastgoedbevak op om de kapitaalvlucht (vooral naar Luxemburg) tegen te gaan.

Een tweede motief voor de creatie van de vastgoedbevaks vinden we op de vastgoedmarkt zelf.

Men wilde deze markt nieuwe impulsen geven. De financiering van vastgoedprojecten gebeurde tot nog toe vooral door banken en kredietinstellingen, vaak tegen condities die boven de heersende marktvoorwaarden lagen.

De vastgoedbevak vormt dus een oplossing voor wie een financiering tegen optimale voorwaarden nastreeft.

Bovendien kende men op de vastgoedmarkt slechts de formule van de vastgoedcertificaten.<sup>4</sup> Een aantal onvolkomenheden kenmerken deze vastgoedcer-

---

<sup>3</sup> KARTELIS, A., "Secafi/Bevaki. Huisje van papier", *Trends*, 1995, p. 102.

tificaten: door het klein bedrag van uitgifte ( één certificaat per onroerend goed of enkele onroerende goederen ) worden de effecten niet liquide en praktisch ontoegankelijk voor buitenlandse beleggers; bovendien zijn de kosten zeer hoog; vervolgens vereist de diversifiëring dat men praktisch alle bestaande certificaten verwerft die op de beurs genoteerd zijn, om het risico van leegstaande huurpanden beter in de hand te houden; ten slotte vormt het certificaat in het begin een gestabiliseerd goed, dat wil zeggen dat het vastgoed verhuurd is tegen klaarblijkelijk het hoogste tarief, zonder wederverhuur tegen betere voorwaarden en zonder voordeel te trekken uit het hef-boomeffect van een gematigde schuldenlast.

Een derde reden ligt bij de overheid. De overheid wil met de vastgoedbevak werkgelegenheid scheppen, m.n. in de bouwsector.

De injectie van vers geld in de vastgoedmarkt en de toegang tot goedkopere werkingsmiddelen moeten tot nieuwe banen leiden.

Indien België niet zou hebben gereageerd, dan zou zijn financiële positie hieronder geleden hebben. De Belgische spaarder zou zich voor zijn vastgoedbeleggingen gericht hebben tot de buitenlandse verenigingen en de buitenlandse beleggers zouden niet zo gemakkelijk gevonden hebben wat hen toch wel degelijk interesseert. (Brussel lijkt hen de hoofdstad van Europa, met vastgoed tegen lage prijzen en een hoog rendement, ondersteund door de Europese instellingen).

Eens de wet de mogelijkheid om de vastgoedbevak in het leven te roepen had gecreëerd, was enkel nog een K.B. nodig om de vastgoedbevak nader te bepalen. Opmerkelijk is dat het uitvoeringsbesluit meer dan vier jaar op zich liet wachten.

De reden hiervoor is dat de wetgever uiterst voorzichtig te werk wilde gaan om vooral op fiscaal vlak geen fouten te maken.<sup>5</sup>

De kans was immers te groot dat een bouwonderneming zich eenvoudig zou omvormen tot een vastgoedbevak en zou ontsnappen aan elke toekomstige belasting van reeds latent aanwezige meerwaarden op de bestaande activa.

De oplossing kwam er door de omvorming in een vastgoedbevak gelijk te stellen met een vereffening.<sup>6</sup>

Een ander struikelblok voor het K.B. was het residentieel karakter van de vastgoedbevak.

In het ontwerp-K.B. bestond de verplichting om 15% residentieel vastgoed in de vastgoedbevak op te nemen.<sup>7</sup>

---

<sup>4</sup> SIAENS, A., "De Belgische vastgoedbeleggingsvennootschappen (Bevak-Sicaf)", *Bank Fin.*, 1995, p. 160.

<sup>5</sup> X., "Vastgoedbevak na vier jaar door wetgevende molen", *F.E.T.*, 4 maart 1995.

<sup>6</sup> X., "De weg ligt open voor Belgische vastgoedbevak", *F.E.T.*, 3 december 1994.

<sup>7</sup> X., "Sector ongelukkig met vastgoedbevak", *F.E.T.*, 14 maart 1995.

Dit zou betekenen dat de vastgoedbevak niet concurrentieel meer zou zijn met equivalente buitenlandse producten. Ook buitenlandse beleggers zouden afhaken.

De Ministerraad heeft de 15% verplichte investering in residentieel vastgoed afgeschaft op 7 april 1995 en op 10 april 1995 werd het K.B. goedgekeurd.

De concurrentiestrijd met de buitenlandse vastgoedmaatschappijen kan beginnen.

### 3. DE HUIDIGE BELEGGINGSMOGELIJKHEDEN

Gemeenschappelijke beleggingsinstellingen hebben een grote economische rol. Het beleggen van spaargelden is een speculatieve bezigheid gelet op de schommelende beurskoersen en de wisselvallige rendementen. De kleine spaarder wil het risico ook verkleinen, wat mogelijk is door een voldoende spreiding in de samenstelling van een effectenportefeuille en door een goed beheer van die effectenportefeuille.

En daar wringt het schoentje. De kleine spaarder kan deze voorwaarden niet verwezenlijken.

Daarom zijn er gespecialiseerde ondernemingen die zich ten dienste van het publiek stellen om juist deze voorwaarden te verwezenlijken.

Een overzicht van deze gemeenschappelijke beleggingsinstellingen kunnen we als volgt indelen: drie klassieke beleggingsinstellingen en drie specifieke beleggingsinstellingen.

#### **a. De drie klassieke gemeenschappelijke beleggingsinstellingen**

De drie klassieke gemeenschappelijke beleggingsinstellingen, ook instellingen voor collectieve belegging in effecten genoemd, zijn het gemeenschappelijk beleggingsfonds, de BEVEK en de BEVAK.

Een fonds wordt geregeld bij overeenkomst, een vennootschap bij statuten.

Het gemeenschappelijk beleggingsfonds is een onverdeeld vermogen ( een effectenportefeuille ) dat voor rekening van de deelnemers beheerd wordt door een beheersvennootschap. Het fonds kan een vast of veranderlijk aantal rechten van deelneming aanhouden.

De rechten van de deelnemers zijn vertegenwoordigd door deelbewijzen op naam of aan toonder.

De wettelijke grondslag van deze instellingen vinden we in art. 111 § 1 van de Wet 4 december 1990.

De BEVEK is een beleggingsvennootschap met veranderlijk kapitaal.

De wettelijke bepalingen vinden we ook in de wet van 4 december 1990 met name in het art. 114: "*Onder beleggingsvennootschap met veranderlijk kapi-*

*taal wordt verstaan, de beleggingsinstelling die is opgericht als naamloze vennootschap of als commanditaire vennootschap op aandelen waarvan het kapitaal, zonder wijziging van de statuten, verandert naar gelang van de uitgifte van nieuwe aandelen of het inkopen van haar aandelen.”*

De bevak is een beleggingsvennootschap met vast kapitaal.

Eveneens vinden we de wettelijke bepalingen in de wet van 4 december 1990.

Art. 118: *“Onder beleggingsvennootschap met vast kapitaal, wordt verstaan, de beleggingsinstelling die is opgericht als naamloze vennootschap of als commanditaire vennootschap op aandelen.”*

Deze drie gemeenschappelijke beleggingsinstellingen volgen dus het gemeen recht. Hun statuut wordt geregeld in de wet van 4 december 1990 en verder uitgewerkt in een algemeen uitvoeringsbesluit met name in het K.B. van 4 maart 1991.

## **b. De drie specifieke gemeenschappelijke beleggingsinstellingen**

Hier vinden we de vastgoedbevak, de instellingen voor belegging in schuld- vorderingen (I.B.S) en de instellingen voor vastgoedcertificaten.

De vastgoedbevak is, zoals reeds gezegd, een beleggingsvennootschap met een vast aantal aandelen. Ze heeft als doel haar kapitaal, dat ze via openbare uitgifte aantrekt uit het publiek, te beleggen in vastgoed.

De wettelijke basis voor de vastgoedbevak ligt in art. 122 van de wet van 4 december 1990, meer specifiek in het vijfde punt. De belegging in vastgoed is toegelaten.

Deze bepaling werd nader uitgewerkt in K.B. van 10 april 1995.

De vastgoedbevak heeft dus geen specifieke wet maar wel een specifiek uitvoeringsbesluit.

### *- De instelling voor beleggingen in schuldvorderingen*

De essentiële kenmerken van de I.B.S. zijn:

- 1° Het doel: het exclusieve doel is beleggen in schuldvorderingen die door derden aan de I.B.S. zijn overgedragen
- 2° Wijze van financiering: de financieringsmiddelen van de I.B.S. moeten minstens gedeeltelijk uit het publiek worden aangetrokken. Dit gebeurt via de openbare uitgifte van effecten.
- 3° Gesloten karakter: de rechten van deelneming worden niet op verzoek van de houders ingekocht door de I.B.S. en de rechten van deelneming die openbaar werden uitgegeven moeten steeds op de beurs worden genoteerd.

Voor de I.B.S. werd een specifieke wet opgesteld nl. de wet van 5 augustus 1992.

Bovendien werd zijn statuut nader uitgewerkt in een specifiek uitvoeringsbesluit m.n. in het K.B. van 29 november 1993 op de instellingen voor belegging in schuldvorderingen.<sup>8</sup>

- *De instelling voor vastgoedcertificaten*

De wet van 4 december 1990 wijdt ook een aantal bepalingen aan de vastgoedcertificaten en de Belgische instellingen die dergelijke certificaten publiek uitgeven. Deze bepalingen worden uitgevoerd door het Koninklijk Besluit van 4 maart 1991 met betrekking tot bepaalde instellingen voor collectieve belegging.

Deze wettelijke bepalingen zijn niet zomaar op iedere uitgifte van vastgoedcertificaten van toepassing. We moeten te maken hebben met een beleggingsinstelling in de zin van art. 105 van de wet van 4 december 1990 die kapitaal aantrekt uit het publiek door middel van een openbare uitgifte van vastgoedcertificaten.

De wet definieert niet welke vorm de emitterende vennootschap dient aan te nemen. In de praktijk stellen we vast dat zich hoofdzakelijk twee constructies voordoen m.n. de vereniging in deelneming en de ene vennootschap.

#### 4. DE KEUZE VOOR DE BEVAK

De grote verschillen tussen de Bevek- en de Bevakvorm zijn enerzijds de mogelijkheid tot compartimentering en anderzijds het uittredingsrecht van de aandeelhouders.

De Bevek heeft een compartimenteringsmogelijkheid, dit in tegenstelling tot de Bevak.

De determinerende factor om voor een Bevakvorm te opteren en niet voor een Bevekvorm is echter het vrije uittredingsrecht van de aandeelhouders. Bij de Bevek heeft de aandeelhouder het recht om vrij in- en uit te treden, hetgeen impliceert dat er steeds een deel van de activa ten gelde moet kunnen gemaakt worden. Daar bij een onroerend goed-belegging het actief stabiel moet blijven om de rendabiliteit en de efficiëntie niet aan te tasten, is een permanente te gelde makingsmogelijkheid niet denkbaar. Daarom heeft men geopteerd voor de Bevakvorm.

### C. WETGEVING

#### 1. DE WET VAN 4 DECEMBER 1990

Zoals reeds vermeld in de historiek, is de mogelijkheid om een vastgoedbevak op te richten naar Belgisch recht er gekomen door de Wet van 4 december 1990 op de financiële transacties en de financiële markten (*B.S.*, 22 december

---

<sup>8</sup> MEULEMANS, D., "De instellingen voor beleggingen in schuldvorderingen", in *Effectisering*, studiedag 18 november 1994.

1990 - err. *B.S.*, 1 februari 1991). Deze wet is recent gewijzigd door de wet van 6 april 1995 inzake secundaire markten, het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en beleggingsadviseurs (*B.S.*, 3 juni 1995).

In art. 122 § 1, eerste lid, 5° W.F.T.F.M. wordt immers aan de Belgische beleggingsinstellingen de mogelijkheid gegeven om te beleggen in de beleggingscategorie vastgoed. Naast beleggingen in vastgoed kunnen de Belgische beleggingsinstellingen ook opteren voor beleggingen in:

- 1° beleggingen die de voorwaarden van de richtlijn vervullen;
- 2° effecten en liquide middelen;
- 3° grondstoffen, opties en termijncontracten op grondstoffen;
- 4° opties en termijncontracten op effecten, deviezen en beursindexcontracten;
- 5° hoogrisicodragend kapitaal;
- 6° andere door de Koning toegelaten beleggingen.

Art. 122 § 1, tweede lid W.F.T.F.M. legt aan de Koning de verplichting op de categorieën van de toegelaten beleggingen te definiëren, alsmede volgens art. 122 § 2, tweede lid W.F.T.F.M. de voorwaarden te bepalen waaronder o.a. beleggingsinstellingen die geopteerd hebben voor beleggingen in vastgoed, effecten en liquide middelen kunnen houden.

In uitvoering van art. 123 W.F.T.F.M. bepaalt de Koning ook de verplichtingen en de verbodsbepalingen die voor de beleggingsinstellingen gelden; inzonderheid:

- 1° de coëfficiënten van risicospreiding;
- 2° de wijze waarop kosten en provisies kunnen worden aangerekend;
- 3° de regels die de beleggingsvennootschappen, de beheersvennootschappen en de bewaarders moeten naleven om belangenconflicten met de deelnemers te vermijden;
- 4° de wijze waarop de inventariswaarde van de rechten van de deelneming van de beleggingsinstelling wordt berekend;
- 5° de gevallen waarin het vrij toe- en uittredingsrecht kan worden geschorst;
- 6° de regels die gelden voor het creëren van de openbare uitgifte van vastgoedcertificaten.

Volgens art. 126 § 1 tweede lid W.F.M.F.T., legt de Koning ook de grenzen vast voor het bezit van effecten van eenzelfde categorie van eenzelfde emittent door een beleggingsinstelling, maar de Koning kan volgens art. 123 § 3 hierop uitzonderingen bepalen voor o.a. beleggingsinstellingen die in vastgoed belegd hebben.

Ten slotte bepaalt de Koning in uitvoering van art. 129 § 1, tweede lid; art. 129 § 2 en art. 129 § 3 W.F.M.F.T. de inhoud en de voorwaarden waaraan het



prospectus moet voldoen, volgens welke regels de beleggingsfondsen hun boekhouding voeren, hun inventariseringen verrichten, hun jaarrekening opstellen en openbaar maken, alsmede de modaliteiten van de driemaandelijkse verplichte staat van hun activa en passiva en hun resultaten.

Na ruim vier jaar heeft de Koning dan uiteindelijk deze bepalingen uitgevoerd in het K.B. van 10 april 1995.

## 2. HET K.B. VAN 10 APRIL 1995

Het Koninklijk besluit van 10 april 1995 met betrekking tot vastgoedbevaks (*B.S.*, 23 mei 1995) voert de hogervermelde wettelijke bepalingen van de W.F.T.F.M. uit en maakt zo de oprichting van Belgische beleggingsvennootschappen die beleggen in vastgoed mogelijk. Dit K.B. is in werking getreden op 23 mei 1995.

### a. De basiskenmerken van de vastgoedbevak

Een vastgoedbevak is een beleggingsinstelling, opgericht onder de vorm van een naamloze vennootschap of een commanditaire vennootschap op aandelen, met als uitsluitend doel haar kapitaal, aangetrokken via een openbare uitgifte uit het publiek, te beleggen in vastgoed.<sup>9</sup>

De beleggingsinstellingen die in vastgoed beleggen kunnen enkel als beleggingsvennootschap met vast kapitaal worden opgericht. Het beleggingsfonds met een vast aantal rechten van deelneming is niet toegestaan. Deze keuze werd genomen omdat de beleggingsvennootschap, op een paar uitzonderingen na, onderworpen is aan de bepalingen van de vennootschapswet en omdat de vennootschap aldus binnen dit wettelijke kader en de rechtsleer daaromtrent gesitueerd kan worden.

Dit in tegenstelling tot het beleggingsfonds waar een dergelijk kader nauwelijks bestaat. Bovendien blijkt dat in de sector van de beleggingsinstellingen die beleggen in effecten en liquide middelen in de meeste gevallen de beleggingsportefeuille opgebouwd wordt in een vennootschap en niet in een fonds.<sup>10</sup>

De aandeelhouder die dus zijn aandeel wenst te verkopen, zal zich in principe niet kunnen wenden tot de vastgoedbevak. Dit gesloten karakter van de vastgoedbevak is te verantwoorden door de weinig liquide en moeilijk te waarderen vastgoedactiva. Hij zal zijn aandeel op de beurs moeten verkopen. De vastgoedbevak moet dus beursgenoteerd zijn, dit om de liquiditeit van de vastgoedbevak-aandelen te stimuleren. Men kan dus, behoudens het geval van kapitaalverhogingen, enkel aandeelhouder worden of ophouden dit te zijn door aan- of verkoop op de beurs. Dit gebeurt niet door tegen een emissiewaarde in

---

<sup>9</sup> DE LUYCK, M., *l.c.*, p. 9.

<sup>10</sup> "Verslag aan de Koning: K.B. m.b.t. vastgoedbevak", *B.S.*, 23 mei 1995, 14160.

te treden of tegen een inventariswaarde uit te treden, zoals dit het geval is voor een roerend goed-bevak met veranderlijk kapitaal.<sup>11</sup>

De bevak kan echter haar aandelen inkopen overeenkomstig de voorwaarden voorzien door de bepalingen van de gecoördineerde wetten op de handelsvennootschappen nl. art. 52bis Venn.W. (art. 50 K.B. 10 april 1995).

Het begrip “vastgoed” wordt zeer ruim gedefinieerd en omvat dus niet alleen onroerende goederen (gelegen in België of in het buitenland) als dusdanig maar ook:

- zakelijke rechten op onroerende goederen;
- aandelen met stemrecht uitgegeven door vastgoedvennootschappen. Dit zijn volgens art 2, eerste lid, 1° K.B. van 10 april 1995 vennootschappen naar Belgisch of naar buitenlands recht met als hoofdzakelijk doel de oprichting, de verwerving, het beheer, het verbouwen en de verkoop, alsook de verhuur van onroerende goederen voor eigen rekening;
- optierechten op onroerende goederen;
- rechten van deelneming in andere erkende Belgische of buitenlandse vastgoedbeleggingsinstellingen;
- publiek uitgegeven vastgoedcertificaten;
- rechten voortvloeiend uit contracten waarbij aan de vastgoedbevak onroerende goederen in leasing worden gegeven.

De vastgoedbevak kan echter ook, onder de in de statuten bepaalde voorwaarden, bijkomstig of tijdelijk beleggen in effecten, andere dan vastgoedbestanddelen, en liquide middelen bezitten.<sup>12</sup>

De bevak mag niet als bouwpromotor optreden en is niet gerechtigd om hypotheccair of chirografair krediet op onroerende goederen te verlenen.<sup>13</sup>

## **b. De organen van de vastgoedbevak**

### *1. De promotor*

Onder promotor van de bevak worden volgens art. 2, 10° K.B. 10 april 1995 de personen verstaan die de controle hebben over de bevak en de personen belast met de financiële dienst inzake de resultaatsuitkeringen, de ver- en inkoop van de door de bevak uitgegeven effecten en de verplichte informatieverstrekking.

Naast de personen die instaan voor de financiële dienst zijn zij ook de personen die de bevak controleren op grond van de criteria uit de boekhoudwetgeving, nl. het K.B. van 8 oktober 1976 met betrekking tot de jaarrekeningen van de ondernemingen. Dit heeft o.a. als gevolg dat wanneer er een wijziging op-

---

<sup>11</sup> X., “Roerend beleggen in onroerend goed: de vastgoedbevak”, *vastgoedinfo*, 17 augustus 1995, p. 15/2.

<sup>12</sup> TIMMERMANS, J.P. en GRIJSEELS, C., “V-Bevak bijna geregeld”, *Trends*, 1995, nr.7, p. 106.

<sup>13</sup> SIAENS, A., *l.c.*, p. 157.

treedt in de controle van de bevak, de personen die de controle in handen krijgen, de nieuwe promotoren van de vastgoedbevak worden, waarbij de vroegere hun hoedanigheid van promotor verliezen.

Vaak zullen de personen die instaan voor de financiële dienst, deel uitmaken van de raad van bestuur van de bevak, hetgeen de band van de promotoren met de vennootschap nog zal versterken.

Verschillende kredietinstellingen of beursvennootschappen kunnen de financiële dienst waarnemen voor de rechten van deelneming in eenzelfde bevak.<sup>14</sup>

Naast de reeds aangehaalde verantwoordelijkheden heeft de promotor nog een andere belangrijke verplichting: wanneer het totaalbedrag van de inschrijvingen, na afsluiting van de inschrijvingsperiode, lager ligt dan het minimum beleggingsbudget, is hij verplicht om aan de inschrijvers hun inschrijvingsbedrag, verhoogd met de vergoedingen, provisies en kosten betaald bij de inschrijving (exclusief beurstaks) en verhoogd met de interesten op deze bedragen, terug te betalen. (art. 33 § 1, eerste lid K.B. 10 april 1995)

Dit voorschrift is bedoeld om de inschrijvers op rechten van deelneming op een bevak te beschermen tegen het nadeel als gevolg van het onvermogen van de bevak om een portefeuille samen te stellen naar verhouding van wat zij bij haar lancering heeft voorgesteld.

Dit nadeel kan van diverse aard zijn, o.a. een te beperkte liquiditeit van aandelen en een onvoldoende optimale diversificatie, die in elk geval niet voldoet aan wat aanvankelijk is voorgesteld. Wanneer we kijken naar het verleden waarin dit soort problemen is opgedoken bij de publieke lancering op de Belgische markt van een buitenlandse vastgoedbeleggingsvennootschap (nl. Eurocity die in 1991 een emissie van 5 miljard op promessen deed, terwijl er slechts 250 miljoen bij elkaar gekregen werd), is een dergelijk voorschrift dus zeker verantwoord.<sup>15</sup>

De promotor heeft diezelfde verplichting in nog een aantal andere gevallen: nl.

- indien de bevak in de loop van de twee jaren die volgen op de inschrijving op de lijst van de Commissie van Bank- en Financien, hetgeen noodzakelijk is alvorens de beleggingsinstelling z'n werkzaamheden aanvat, ontbonden of in vereffening gesteld wordt;
- indien de bevak er niet in slaagt haar beleggingen te diversifiëren overeenkomstig de statutaire en reglementaire bepalingen en dit binnen de twee jaar vanaf de inschrijving op de lijst van de Commissie voor Bank- en Financien, moet de algemene vergadering bijeenkomen om te beraadslagen en te besluiten over de eventuele ontbinding.

In deze gevallen wordt de vastgoedbevak in vereffening gesteld en is het aan de promotor de terugbetaling te doen aan de aandeelhouders van

---

<sup>14</sup> "Verslag aan de Koning: K.B. m.b.t. vastgoedbevak", *B.S.*, 23 mei 1995, 14160.

<sup>15</sup> SIAENS, A., *l.c.*, p. 159.

- de door de aandeelhouders betaalde vergoedingen, provisies en kosten bij de inschrijving (exclusief de beurstaks);
- de door de vastgoedbevak betaalde vergoedingen voor dienstverlening door een vennootschap waarmee de vastgoedbevak of een promotor van de vastgoedbevak verbonden zijn of waarmee ze een deelnemingsverhouding hebben.

(art. 33 § 2 en art. 43 § 3 K.B. 10 april 1995)

## 2. De bewaarder

De bevoegdheden van de bewaarder, die volgens art. 12 K.B. 10 april 1995 door de commissie van Bank- en Financien moeten goedgekeurd worden, worden uitvoerig geregeld door de artikelen 13 tot en met 16 K.B. 10 april 1995.

De bewaarder moet zich er van vergewissen dat de bevak onmiddellijk de opeisbare opbrengsten uit de verkoop van activa ontvangt. De bestuurders of de personen die de dagelijkse leiding voeren, stellen de bewaarder hiertoe onmiddellijk op de hoogte van elke vastgoedverrichting van de bevak.<sup>16</sup>

De bevak moet alle effecten en contanten in bewaring geven bij de bewaarder die

- de bewaring ervan moet verzekeren;
- de gebruikelijke verplichtingen moet nakomen inzake bewaargeving van contanten en open bewaargeving van effecten;
- de beslissingen van de bevak moet uitvoeren m.b.t. deze activa en in het bijzonder de verkochte activa afleveren en de aangekochte activa betalen, de dividenden en de interesten uit de activa innen, alsook de inschrijvings- en toekenningsrechten uitoefenen die eraan verbonden zijn. Onder "*de verkochte activa afleveren*" moet verstaan worden dat de bewaarder de effecten die bij de verkoop zijn verhandeld aan de tegenpartij van de bevak materieel moet afgeven. Hierbij moet de bewaarder ervoor zorgen dat de bevak de tegenwaarde van deze verkoop onmiddellijk ontvangt.
- zich ervan moet gewissens dat de tegenprestatie binnen de gebruikelijke termijnen geleverd wordt, bij transacties m.b.t. deze activa van de bevak;
- de uitgiften en grossen van notariële akten die betrekking hebben op onroerende goederen van de bevak moet bijhouden, alsook de stukken waaruit de hypothecaire toestand van deze goederen blijkt. (Voor onroerende goederen die niet in België gelegen zijn houdt hij de hiermee gelijkgestelde stukken bij).

---

<sup>16</sup> DRIES, R., "Vastgoedbevaks nu ook geregeld", *Accountancy actualiteit*, 20 juni 1995, p. 13/5. "Verslag aan de Koning; K.B. m.b.t. vastgoedbevak, B.S., 23 mei 1995, 14161.

De aansprakelijkheid van de bewaarder kan noch door de statuten, noch door overeenkomst tussen de bevak en de bewaarder, verminderd, beperkt of uitgesloten worden.

Evenmin wordt er afbreuk gedaan aan zijn aansprakelijkheid door de bij hem in bewaring gegeven activa geheel of ten dele aan een derde toe te vertrouwen.

De bewaardersfunctie moet worden waargenomen door een kredietinstelling bedoeld in art. 3, 2° W.F.T.F.M. Een kredietinstelling die de financiële dienst waarneemt, kan optreden als bewaarder, voor zover zij is aanvaard met toepassing van art. 120 § 2, 3° W.F.T.F.M. Dit is dat zij door de Commissie voor Bank- en Financien als bewaarder moet aanvaard zijn.

### 3. De raad van bestuur

De vastgoedbevak beschikt niet over een beheersvennootschap, maar over een raad van bestuur en een directie die *at cost* werken en dit uitsluitend in het belang van de aandeelhouders.<sup>17</sup>

Immers, volgens art. 19 K.B. 10 april 1995 mag de vergoeding van de bestuurders noch rechtstreeks, noch onrechtstreeks verband houden met de door de bevak verwezenlijkte verrichtingen. Ook kan hen geen beloning, voordeel of bezoldiging worden toegekend ten laste van de bevak, tenzij met de voorafgaande toestemming van de Commissie voor Bank- en Financiewezen.

Noch de raad van bestuur, noch de directie mag alleen de leiding over de bevak hebben, dit volgens het beginsel eigen aan een gemeenschappelijk fonds dat toegankelijk is voor het publiek.

De bestuurders en de personen die de dagelijkse leiding voeren over de bevak moeten beschikken over de vereiste professionele betrouwbaarheid, de voor die functie passende ervaring bezitten en kunnen instaan voor een autonoom beheer van de vennootschap.<sup>18</sup>

Dit houdt in dat de administratieve, boekhoudkundige, financiële en technische organisatie verzekerd moet zijn. (art. 4 § 1, 4° K.B. 10 april 1995)

Het toezicht op het dagelijks bestuur wordt uitgeoefend door ten minste twee personen van de raad van bestuur die collegiaal het toezicht waarnemen.

Voor de verdere bespreking van de bestuurs- en vertegenwoordigingsbevoegdheid van de raad van bestuur verwijzen we naar de behandeling van de burgerrechtelijke aspecten.

### 4. De algemene vergadering

De algemene vergadering heeft geen enkele bestuursbevoegdheid in de vennootschap. Zij moet er wel voor zorgen dat er een structuur wordt opgezet die voor het bestuur zal instaan. Ze beschikt enkel over de bevoegdheden die haar door de wet zijn toegekend, immers de residuaire bevoegdheid ligt bij de raad van bestuur (art. 54 Venn.W.).

De belangrijkste bevoegdheden van de algemene vergadering zijn zonder twijfel de goedkeuring van de jaarrekening en het verlenen van kwijting aan de bestuurders (art. 79 Venn.W.). Vermits de jaarrekening meteen een bepaalde winstverdeling inhoudt, wordt met de goedkeuring van de jaarrekening ook een andere bevoegdheid van de algemene vergadering uitgeoefend, nl. de be-

---

<sup>17</sup> SIAENS, A., *l.c.*, p. 157.

<sup>18</sup> DE LUYCK, M., *l.c.*, p. 10.

stemming van de winst (dividend, reservering, overdracht) na afname van de wettelijke reserve (art. 77 voorlaatste lid Venn.W).

De bevoegdheid van de algemene vergadering om bestuurders en zaakvoerders te benoemen en te ontslaan is geen bevoegdheid die *de plano* kan uitgeoefend worden. Een vermelding daarvan op de agenda die bij de oproeping gevoegd wordt, is dan ook noodzakelijk.

Het is eveneens de algemene vergadering die beslist tot een kapitaalverhoging, nodig voor latere primaire uitgaven van aandelen. Via de techniek van het toegestaan kapitaal kan deze tijdrovende vereiste vermeden worden. In dit geval kent de algemene vergadering aan de raad van bestuur de bevoegdheid toe om het maatschappelijk kapitaal te verhogen, op het ogenblik en onder de voorwaarden die de raad van bestuur het meest gunstig lijken.

Evenwel moet de algemene vergadering nauwkeurig de duur en het bedrag vermelden waarvoor die bevoegdheid wordt toegekend (art. 33*bis* Venn. W.)<sup>19</sup>

Bovendien kan een inkoop van eigen aandelen door een vastgoedbevak uitsluitend plaatsvinden tegen contanten en mits een besluit door de algemene vergadering genomen wordt.

### 5. De onafhankelijke deskundige

De vastgoedbevak moet volgens art. 7 K.B. van 10 april 1995 een beroep doen op één of meer onafhankelijke deskundigen voor de waardering van haar vastgoedbestanddelen. Ze moet een lijst van deskundigen toevoegen aan haar vergunningsdossier en voor elk vastgoedbestanddeel een deskundige aanduiden voor de waardering ervan.

Deze deskundige kan zowel een natuurlijk persoon als een rechtspersoon zijn. Voor natuurlijke personen moet een curriculum vitae bij het vergunningsdossier worden gevoegd. Rechtspersonen moeten de naam of namen van de natuurlijke personen vermelden die in de praktijk zullen optreden als deskundige van de vastgoedbevak. Ook van deze personen moet een curriculum vitae worden voorgelegd.

De deskundigen mogen geen rechtstreekse banden hebben met de promotoren van de vastgoedbevak.<sup>20</sup> Volgens art. 23 K.B. 10 april 1995 mogen die deskundigen niet optreden als tegenpartij in verrichtingen met de bevak of met een vennootschap waarover zij de controle heeft, noch enig voordeel halen uit een verrichting op een actief van de bevak of van een vennootschap waarover zij de controle heeft.

Dit geldt ook voor de bestuurders, de personen die belast zijn met het dagelijks bestuur, de zaakvoerders, directeurs of lasthebbers van de vennootschap die als deskundige optreden.

---

<sup>19</sup> DE LUYCK, M., *l.c.*, p. 13.

<sup>20</sup>TIMMERMANS, J.P. en GRIJSELS, C., *l.c.*, p. 106.

De rol van de deskundige bestaat erin te zorgen voor een grote transparantie van het vermogen van de vastgoedbevak en bij te dragen tot het vermijden van potentiële belangenconflicten.<sup>21</sup>

In een aantal gevallen moet de deskundige verplicht tussenkomen, nl.

- Op het einde van het boekjaar, bij het opstellen van de jaarlijkse inventaris.  
Hij moet een schatting doen van de onroerende goederen, van de zakelijke rechten op onroerende goederen, van de optierechten op onroerende goederen en van rechten uit leasingcontracten. Hij moet eveneens de waardeverminderingen en herwaarderingsmeerwaarden inventariseren;
- Al deze gegevens moeten trimestrieel worden geactualiseerd;
- In de mate dat de trimesteriële actualisatie, gezien de algemene economische toestand en de staat van de vastgoedbestanddelen, een nieuwe waardering vereist, moet de deskundige ook tussenkomen:
  - telkens wanneer aandelen worden uitgegeven, ingekocht (anders dan via de beurs) of opgenomen in de notering;
  - bij elke verwerving of vervreemding van een vastgoed. Een inbreng in natura wordt beschouwd als een verwerving.

Deze waardering is bindend voor de vastgoedbevak en geldt desgevallend als maximum- of minimumprijs.

Evenwel is de waardering niet bindend wanneer de aandelen worden uitgegeven ter vergoeding van een inbreng in natura door personen die niet verbonden zijn met de vastgoedbevak of wanneer de tegenpartij bij de verwerving van of de overdracht van het vastgoed een persoon is die niet verbonden is met de vastgoedbevak.<sup>22</sup>

Zo de verrichtingsprijs meer dan 10 % in het nadeel van de bevak of van haar dochter afwijkt van de waarde bepaald door de deskundige, dient de bevak de verrichting te vermelden en te verantwoorden in haar eerstvolgend periodiek verslag.

Uit wat voorafgaat blijkt dus duidelijk de centrale rol van de vastgoeddeskundige. Het is dan ook van het grootste belang dat de bevak zich bij de keuze van deze deskundige laat leiden door hun betrouwbaarheid, ervaring en onafhankelijkheid.

## *6. De commissaris-revisor*

De vastgoedbevaks vallen ook onder de normale revisorale controle. Immers, volgens art. 132 W.F.T.F.M. benoemt de algemene vergadering één of meer commissarissen-revisoren overeenkomstig art. 64 § 1 lid 2 Venn.W.

---

<sup>21</sup> DE LUYCK, M., *l.c.*, p. 14.

<sup>22</sup> TIMMERMANS, J.P. en GRIJSEELS, C., *l.c.*, p. 106.



De commissaris-revisor is belast met de controle op de financiële toestand, op de jaarrekening en op de regelmatigheid van de verrichtingen weer te geven in de jaarrekening. Dit alles vanuit het oogpunt van de vennootschappenwet en de statuten (art. 64 § 1 lid 1 Venn.W.). Daarvan stelt de revisor jaarlijks een controleverslag op (art. 65 Venn.W.).

### *7. De instelling die de financiële dienst waarneemt*

De financiële dienst heeft voornamelijk als functie het verzorgen van het contact met het publiek.

Vooraf bij de Bevek is het nodig een instelling aan te duiden die instaat voor de uitkeringen aan de deelnemers en die de rechten van deelneming uitdeelt of inkoopt.

Maar aangezien de vastgoedbevak een beleggingsinstelling is met een vast aantal deelnemers, moeten deelnemingsrechten steeds ter beurze genoteerd worden en is er ook geen sprake van vrije toe- en uittreding. Voor de vastgoedbevak was het dus ook niet nodig een financiële dienst te verplichten.<sup>23</sup>

### **c. De inschrijving**

Art. 3 van het K.B. stelt duidelijk een aantal voorwaarden voorop waaraan de vastgoedbevak moet voldoen, wil ze ingeschreven worden op de lijst van de Belgische beleggingsinstellingen en haar werkzaamheden aanvaatten.

De voorwaarden kan men opsplitsen in drie delen.

Ten eerste moet de vastgoedbevak een vergunning verkrijgen van de Commissie voor het Bank- en Financiewezen.

Vervolgens moeten ook haar statuten aanvaard worden door C.B.F. en ten slotte is aan de vastgoedbevak de verplichting opgelegd een bewaarder aan te stellen en deze moet eveneens aanvaard zijn door de C.B.F.

Deze drie voorwaarden worden nu achtereenvolgens behandeld.<sup>24</sup>

#### *1. De vergunning*

Om een vergunning te verkrijgen, worden een aantal verplichtingen opgelegd aan de vastgoedbevak. Deze vinden we terug in de artikels 4 t.e.m. 7 van het K.B.

Schematisch kunnen we ze als volgt voorstellen:

#### *Formele kenmerken*

Een vastgoedbevak kan enkel opgericht worden als beleggingsvennootschap met vast kapitaal. De vorm die ze aanneemt kan variëren: ofwel een comman-

<sup>23</sup> KRUIHOF, M., "De nieuwe wetgeving op de instelling voor collectieve belegging in een Europees perspectief", in *Financiële herregulering in België*, Antwerpen, Kluwer Rechtswetenschappen, 1990, p. 595-627.

<sup>24</sup> DE LUYCK, M., *l.c.*, p. 10.

ditaire vennootschap op aandelen ofwel een naamloze vennootschap. De oprichting kan dus enkel gebeuren bij authentieke akte.

#### *Maatschappelijk kapitaal*

Haar maatschappelijk kapitaal mag niet minder bedragen dan vijftig miljoen BEF en moet eveneens volstort zijn.

#### *Duur*

Art. 4 § 1 2° bepaalt dat de vastgoedbevak opgericht moet zijn voor onbepaalde duur.

Evenwel wordt een uitzondering voorzien in art. 4 § 2. Deze bepaling laat toe dat de C.B.F. toestaat dat een bevak voor bepaalde duur wordt opgericht, wanneer deze duur verantwoord is op grond van de kenmerken van de geplande beleggingen.

#### *Organisatie*

De vastgoedbevak moet voor haar voorgenomen werkzaamheden over een passende administratieve, boekhoudkundige, financiële en technische organisatie beschikken die een autonoom beheer verzekeren.

#### *Bestuur*

Een aantal vereisten m.b.t. het bestuur werden ook gesteld:

- er wordt bestuurd in het uitsluitend belang van de aandeelhouders
- de bestuurders en de personen die de dagelijkse leiding voeren, moeten de vereiste professionele betrouwbaarheid en de voor die functies passende ervaring bezitten en kunnen instaan voor een autonoom beheer van de bevak.

#### *Toezicht*

Het toezicht over het dagelijks bestuur wordt waargenomen door ten minste twee natuurlijke personen die deel uitmaken van de raad van bestuur. Het moet een collegiaal toezicht zijn.

#### *Minimum beleggingsbudget*

Er moet een minimumbeleggingsbudget vastgelegd worden. Dit budget bestrijkt twee jaar vanaf de inschrijving op de lijst van de C.B.F. en is voldoende om het aangekondigde beleggingsbeleid tijdens die periode te verwezenlijken.

#### *Onafhankelijke deskundigen*

Elke vastgoedbevak moet ook over een deskundige beschikken. Zijn opdracht omvat de waardering van de vastgoedbestanddelen.

In art. 4 § 1 7° en 8° staan heel wat voorwaarden opgesomd m.b.t. die deskundige:

- De deskundige moet gekozen zijn uit de lijst van deskundigen die bij het vergunningsdossier is gevoegd;

- Ze mogen geen rechtstreekse banden hebben met de promotoren van de bevak;
- Bovendien moeten ze beschikken over de vereiste professionele betrouwbaarheid en de voor vastgoedwaardering passende ervaring, alsook over een geschikte organisatie voor zijn opdrachten als deskundige.

Dit zijn de belangrijkste voorwaarden om een vergunning van de C.B.F. te verkrijgen.

In art. 5 wordt de vraag behandeld hoe een vergunningsaanvraag ingediend moet worden en wat nog aan de vergunningsaanvraag toegevoegd moet worden.

Wat betreft de indiening kunnen we heel kort zijn, dit gebeurt met een ter post aangetekende brief of een brief met ontvangstbewijs.

In § 2 van artikel 5 wordt aangehaald wat bij de vergunningsaanvraag moet gevoegd worden. Het is misschien interessant om bij twee aspecten stil te staan nl. bij 1° en 8°, omdat het verslag aan de Koning daar over uitwijdt.

In 1° wordt aangehaald dat de statuten of het ontwerp daarvan in het dossier gevoegd moeten zijn. De opmerking die hierbij gemaakt kan worden, is het feit dat een vennootschap in oprichting geen vergunning kan verkrijgen van C.B.F. volgens art. 120 § 2 van de wet van 4 december 1990. Toch is dit geen bezwaar voor de commissie om, op basis van de statuten in ontwerpvorm, na te gaan of zo een vennootschap, eens rechtsgeldig opgericht, alle voorwaarden voor de inschrijving zal vervullen.

In 8° vindt men de bepaling terug dat een lijst van deskundigen toegevoegd moet worden aan de vergunningsaanvraag. Dit wijst er ook op dat een belangrijke rol aan de deskundige wordt toebedeeld.

Aan de hand van zijn waardering van bepaalde vaste goederen en gezien het dwingende karakter van deze waardering in bepaalde gevallen, zal de deskundige mee zorgen voor een grote transparantie van het vermogen van de bevak en bijdragen tot het vermijden van potentiële belangenconflicten.

Eens men de vergunning heeft verkregen, moet men ook aan een aantal voorwaarden voldoen om de vergunning te behouden.

Na haar inschrijving deelt de bevak onmiddellijk elke wijziging mee in de elementen van het dossier aan de Commissie voor Bank- en Financieuzen.

Op basis van die elementen en van elke andere informatie waarvan ze kennis heeft, onderzoekt de C.B.F. of nog voldaan is aan de vergunningsvoorwaarden van de vastgoedbevak (art. 6 K.B. 10 april 1995).

De vastgoedbevak moet dus gedurende haar bestaan blijven voldoen aan de vergunningsvoorwaarden om haar vergunning te behouden.

Indien de C.B.F. meent dat, rekening houdend met de nieuwe elementen, niet langer is voldaan aan de vergunningsvoorwaarden van de vastgoedbevak, dan wordt art. 134 van de wet van 4 december 1990 toegepast.

Dit artikel bepaalt dat de C.B.F. de beleggingsinstelling kan aanmanen de vastgestelde situatie binnen de door haar bepaalde termijn recht te zetten. Wanneer aan deze aanmaning geen gevolg wordt gegeven, dan kan de C.B.F.:

- 1° haar standpunt omtrent de vaststellingen openbaar maken;
- 2° elke uitgifte of inkoop van rechten van deelneming verbieden;
- 3° de bevoegde beurscommissie verzoeken de notering van de rechten van deelneming van de beleggingsinstelling te schorsen;
- 4° de voorzitter van de rechtbank van koophandel verzoeken, volgens de bij art. 584 Gerechtelijk Wetboek voorgeschreven procedure, een voorlopig bestuurder aan te wijzen voor de beleggingsinstelling;
- 5° de inschrijving te herroepen.

Wel moet worden opgemerkt dat, telkens de C.B.F. een beslissing neemt, ze deze beslissing ook moet motiveren.

## *2. De aanvaarding van de statuten*

In de art. 8 t.e.m. 11 wordt ingegaan op de aanvaarding van de statuten. In die statuten wordt o.a. vermeld hoe de spreiding van de activa zal verlopen. Het is essentieel dat de C.B.F. controleert of de statuten van de bevak overeenstemmen met de voorschriften van de wet en haar uitvoeringsbesluiten.

### 3. De aanvaarding van de bewaarder

De C.B.F. zal pas de bewaarder aanvaarden als deze op grond van zijn organisatie in staat is de werkzaamheden van bewaarder uit te voeren.

In artikel 14 worden de verplichtingen van de bewaarder opgesomd.

#### d. Activa

“*De vastgoedbevak belegt haar activa in vastgoed*”, zo luidt art. 41 § 1 van het K.B. van 10 april 1995.

Onder vastgoed wordt in de eerste plaats de onroerende goederen begrepen, zoals bedoeld in art. 517 B.W., en de zakelijke rechten op onroerende goederen.<sup>25</sup>

Maar anderzijds kan de vastgoedbevak ook op een onrechtstreekse wijze beleggen in vastgoed en dit via de volgende instrumenten:

- aandelen van vastgoedvennootschappen;
- optierechten op onroerende goederen;
- publiek uitgegeven vastgoedcertificaten;
- rechten voortvloeiend uit contracten van onroerende leasing;
- rechten van deelneming in andere erkende vastgoedbeleggingsinstellingen.

Bovendien kan de vastgoedbevak, onder de in de statuten bepaalde voorwaarden, bijkomend of tijdelijk, beleggen in effecten, en liquide middelen aanhouden (art. 41 § 2 K.B.).

De vastgoedbevak is niet verplicht om uitsluitend in België te beleggen, maar het meest voor de hand liggend is dat ze dat wel, en bijna uitsluitend, zal doen aangezien zich daar de vastgoedmarkt bevindt die ze kent en waar ze comparatieve voordelen geniet.

Een heel belangrijk aspect bij activa zijn de beleggingsbeperkingen.

Het uitgangspunt bij het beleggingsbeleid van de vastgoedbevak is een diversificatie van de beleggingen zodanig dat de beleggingsrisico's gespreid zijn. Diversificatie en risicospreiding moeten de kernwoorden zijn in het beleggingsbeleid.

Deze bepaling vinden we terug in art. 42 § 1: “*De bevak diversificeert haar beleggingen zodanig dat de beleggingsrisico's op passende wijze zijn gespreid*”.

De criteria inzake de spreiding van de activa worden vermeld in de statuten. Deze kunnen verschillen per type van vastgoedbelegging, per geografische streek, ...

Als voorbeelden van types van vastgoedbeleggingen kunnen we vermelden: residentiële onroerende goederen, onroerende goederen bestemd voor sociale huisvesting, kantoorgebouwen, winkelcentra, ontwikkelingsprojecten, e.a.

---

<sup>25</sup> DE LUYCK, M., *l.c.*, p. 11 en 12.

Om de spreiding te verwezenlijken, vinden we in art. 43 van het K.B. dat niet meer dan 20 % van de activa van de bevak mogen belegd worden in vastgoedbestanddelen die één enkel vastgoedgeheel vormen.

Onder één enkel vastgoedgeheel wordt verstaan één of meer vaste goederen met een beleggingsrisico dat voor de bevak als één risico dient te worden beschouwd.

Naast deze belangrijk bepaling zijn er nog beperkingen en verbodsbepalingen waarmee de vastgoedbevak rekening moet houden bij de belegging van haar activa:

- Ze mag als leasingnemer optreden bij het sluiten van een overeenkomst van onroerende leasing, op voorwaarde dat de kapitaalwaarde van de rechten die voortvloeien uit deze overeenkomsten op het ogenblik van de sluiting ervan, niet meer bedraagt dan 10%. (art. 46 K.B.)
- Ze mag, als bijkomende activiteit, één of meer onroerende goederen in leasing geven.

Deze mogelijkheid moet statutair zijn voorzien.

Een vastgoedbevak kan het in leasing geven van één of meer onroerende goederen met koopoptie enkel als hoofdactiviteit uitoefenen wanneer de onroerende goederen bestemd zijn voor sociale huisvesting.(art. 47 K.B.)

- Ze mag enkel beleggen in vastgoedcertificaten die openbaar worden uitgegeven. (art. 44 K.B.)

Naast deze beperkingen en verbodsbepalingen die direct de activa treffen, zijn er ook nog een aantal beperkingen waarmee de vastgoedbevak rekening dient te houden en die niet rechtstreeks de activa treffen. De volgende opsomming kan gegeven worden:

- Noch de bevak noch een vastgoedvennootschap waarover de bevak de controle heeft, mag als bouwpromotor optreden. (art. 48 K.B.)
- Evenmin mag ze kredieten verstrekken of zich borg stellen voor rekening van derden, tenzij ten gunste van een dochteronderneming. (art. 49 K.B.)
- Ze mag niet deelnemen aan een syndicaat voor vaste opname. (art. 51 K.B.)
- Bovendien is het in principe verboden om effecten uit te lenen, hierop werd echter een uitzondering bepaald. (art. 51 K.B.)

Na de bespreking van de activa en de verbodsbepalingen inzake de activa kunnen we tot een interessant besluit komen.

De vastgoedbevak stelt de particulieren in staat om te beleggen in verschillende onroerende goederen zonder dat ze zelf de rechtstreekse verantwoordelijkheid op zich hoeven te nemen bij het verwerven, beheren en verkopen van de eigendommen.

Gezien de bepalingen aangaande de diversificatie en de risicospreiding is het ook interessant voor de particulier om op deze manier te beleggen aangezien men alleen nooit tot dergelijke spreiding kan komen.

Het weze interessant om in te gaan op een probleemgeval nl. de belegging door de vastgoedbevak in vastgoedcertificaten.

Probleem: De Belegging in vastgoedcertificaten

In artikel 44 van het K.B. van 10 april 1995 wordt duidelijk bepaald “*De bevak mag slechts beleggen in vastgoedcertificaten indien ze onder de toepassing van artikel 106 van de wet vallen*”. In art. 106 van de wet van 4 december 1990 vinden we bepalingen betreffende beleggingsinstellingen die kapitaal aantrekken uit het publiek via openbare uitgifte van vastgoedcertificaten. Hier vinden we de eerste voorwaarde aangaande de vastgoedcertificaten.

Enkel de belegging in publiek uitgegeven vastgoedcertificaten is mogelijk.

Wat met openbare uitgifte wordt bedoeld, wordt nader bepaald wanneer de uitgifte van aandelen door de vastgoedbevak behandeld wordt.

### **e. Passiva**

De passiva van de vastgoedbevak kunnen we opsplitsen in twee groepen namelijk het eigen vermogen en het vreemd vermogen.

Een vennootschap heeft kapitaal nodig en de vastgoedbevak verwerft haar kapitaal via openbare uitgifte van aandelen. Ze haalt dus haar gelden uit het publiek.

Zoals elke vennootschap heeft ook de vastgoedbevak schulden, maar bij deze vennootschap staat een limiet op de schulden.

Hierna worden eigen vermogen en vreemd vermogen nader uitgewerkt.

#### *1. Eigen vermogen*

Bij de bespreking van het eigen vermogen worden verschillende items behandeld.

Ten eerste gaan we in op de aandelen en zijn kenmerken, vervolgens behandelen we de uitgifte, verkoop en verhandeling van de aandelen en ten slotte wordt de betekenis van “*vast kapitaal*” besproken.<sup>26</sup>

Een vastgoedbevak geeft aandelen uit.

Het gevolg is dat een belegger in een vastgoedbevak participeert in het vermogen van een vennootschap. De aandeelhouder is een vennoot en dat komt tot uiting in het feit dat hij een inbreng doet maar eveneens recht heeft op een jaarlijkse winst in de vorm van dividenden. Bovendien heeft hij recht op terugbetaling van zijn inbreng wanneer de vennootschap wordt vereffend.

Anderzijds zal hij ook een duit in het zakje moeten doen wanneer de vastgoedbevak verlies maakt.

---

<sup>26</sup> MEULEMANS, D., “Financieel Recht”, in *cursus Handels- en economisch recht*, 1995-1996, p. 42; DE LUYCK, M., *l.c.*, p. 12.

Het vennoot-zijn verleent de aandeelhouder ook stemrecht in de algemene vergadering wat een zekere medezeggenschap en controle betekent.

Maar participeren in het vermogen van een vennootschap is uiteraard niet vrij van risico. Aandelen zijn risico-dragend kapitaal. Met andere woorden, het lot van de aandeelhouders is verbonden aan de evolutie van de rentabiliteit van het bedrijf.

Twee van deze kenmerken van aandelen zijn interessant om er wat nader op in te gaan, m.n. de inbreng en de dividenduitkering.

De uitgifte van aandelen geschiedt tegen inbreng in geld of tegen inbreng in natura.

De vastgoedbevak kan dus ook onroerende goederen aanvaarden als betaling voor de aandelen.

Bij een uitgifte tegen inbreng in geld kan niet afgeweken worden van het voorkeurrecht van de aandeelhouders.

Een uitgifte tegen inbreng in natura is enkel mogelijk wanneer een aantal voorwaarden zijn nageleefd nl.:

- De identiteit van de inbrenger moet worden vermeld in het verslag van de raad van bestuur en in de oproeping tot de algemene vergadering die voor de kapitaalverhoging wordt bijeengeroepen;
- het verslag van de raad van bestuur moet de weerslag vermelden van de voorgestelde inbreng op de toestand van de vroegere aandeelhouder;
- de uitgifteprijs van de aandelen mag niet minder bedragen dan de gemiddelde beurskoers gedurende de dertig dagen voorafgaande aan de inbreng.

De vastgoedbevak kan enkel dividendgerechtigde aandelen uitgeven en geen kapitalisatie-aandelen.<sup>27</sup>

Art. 62 § 1 van het K.B. 10 april 1995 formuleert dit als volgt: *“De bevak dient ten minste 80% van de netto-opbrengst zoals in § 2, verminderd met de bedragen die overeenstemmen met de netto-vermindering van de schulden van de bevak in het boekjaar, uit te keren als vergoeding van het kapitaal.”*

De meerwaarden verwezenlijkt op vaste activa, in de mate dat zij herbelegd worden binnen een termijn van 4 jaar vanaf de eerste dag van het boekjaar waarin de verwezenlijking heeft plaats gevonden, worden evenwel uitgesloten van de uitkeringsverplichting.

De reden voor deze regel is enerzijds te vinden in de idee dat de bevak om competitieve redenen verplicht zal zijn een voldoende hoog jaarlijks rendement ter beschikking te stellen van haar aandeelhouders, anderzijds wil de regel verhinderen dat de mogelijkheden tot autofinanciering van de bevak te zeer worden ingeperkt. Dit laatste wordt verwezenlijkt door de beperking van de resultaatsposten die verplicht deel uitmaken van de uitkeringsbasis van de bevak.

---

<sup>27</sup> “Verslag aan de Koning: K.B. m.b.t. vastgoedbevak”, *B.S.*, 23 mei 1995, 14164; DE LUYCK, M., *l.c.*, p. 13.



Een tweede item is de uitgifte, verkoop en verhandeling van de aandelen.

Hoofdstuk IV van het K.B. 10 april 1995 handelt over deze materie.

Art. 28 § 1: *“De openbare uitgifte van aandelen van een bevak alsook hun verplichte verhandeling op een effectenbeurs krachtens artikel 125 van de wet van 4 december 1990, mogen slechts worden verwezenlijkt nadat de bevak is ingeschreven bij de Commissie voor het Bank- en Financiewezen, nadat een prospectus werd openbaar gemaakt en na bekendmaking van een bericht met het volledige prospectus of met de vermelding waar het volledige prospectus bekend is gemaakt en voor het publiek verkrijgbaar is.”*

In ieder geval gebeurt de aantrekking van de gelden via *“openbare uitgifte”*.

Wat een openbare uitgifte is vinden we terug in het K.B. van 9 januari 1991 over het openbaar karakter van verrichtingen om spaargelden aan te trekken en de gelijkstelling van bepaalde verrichtingen met een openbaar bod (*B.S.*, 12 jan. 1991.).

In algemene termen spreken we over een openbare uitgifte wanneer men zich voor de verkoop van de titels tot het al dan niet grote publiek richt, niet tot grote beroepsbeleggers (verzekeringsmaatschappijen, banken, pensioenfondsen, enz.) dus.

Meer specifiek spreken we van een openbare uitgifte of emissie wanneer aan een van de volgende voorwaarden is voldaan:

- wanneer er reclame gemaakt wordt voor de verrichting in België om die verrichtingen aan te kondigen of aan te bevelen. Men beschouwt in dit kader als reclamemiddel:
  - het verspreiden van informatie in de schrijvende pers of in al dan niet periodieke publikaties en het gebruik van radio, T.V. of andere audiovisuele middelen, of het verspreiden van informatie via een telefoon-campagne of via elektronisch informatieverkeer;
  - het verspreiden van circulaire of andere gestandaardiseerde stukken met betrekking tot de verrichting, ook al worden ze aan de geadresseerde persoonlijk verstuurd;
  - het gebruik van andere marketingtechnieken om de verrichting bekend te maken bij het publiek
- wanneer voor de verkoop een beroep gedaan wordt op bemiddelaars (makelaars, vertegenwoordigers, loketinstellingen, ...), tenzij deze tussenpersonen beursvennootschappen, kredietinstellingen of erkende bemiddelaars zijn, genoemd in artikel 3, 1<sup>o</sup>, 2<sup>o</sup> en 4<sup>o</sup> van de wet 4 december 1990 of tenzij deze bemiddelaars zich in België slechts wenden tot de genoemde tussenpersonen;
- wanneer voor eigen rekening of voor rekening van een derde meer dan 50 personen worden benaderd.

Zelfs indien aan een van deze drie voorwaarden is voldaan, zal men niet van openbare uitgifte spreken:

- wanneer elke belegger voor minstens 10 miljoen BEF moet beleggen;
- wanneer de uitgifte uitsluitend bestemd is voor een van volgende beroepsbeleggers die voor eigen rekening aankopen: kredietinstellingen, instellingen voor collectieve belegging (bevek, bevak...), verzekeringsondernemingen, pensioenfondsen;
- wanneer de verkrijging van de certificaten een vereiste is om toegang te krijgen tot een beroepsbedrijvigheid of voor de uitoefening van die bedrijvigheid noodzakelijk is.

De art. 29 t.e.m. 36 van het K.B. handelen over de voorwaarden gesteld aan de prospectus die noodzakelijk de uitgifte van de aandelen moet voorafgaan.

Hierna bespreken we hoe de uitgifte werkelijk plaatsvindt. Een onderscheid moet gemaakt worden tussen de eerste primaire uitgifte en de latere primaire uitgiften.<sup>28</sup>

De eerste primaire openbare uitgifte van de aandelen vindt plaats bij de oprichting van de vastgoedbevak. Een inschrijvingsperiode en een vaste inschrijvingsprijs per aandeel wordt bepaald. De aandelen moeten vanaf de inschrijving zijn volstort; ze vermelden geen nominale waarde.

Wanneer de inschrijvingsperiode wordt afgesloten, worden de aandelen op de beurs genoteerd en verhandeld. Daar kunnen de aandelen gekocht en verkocht worden tegen beurskoers. Wel is het zo dat de beurskoers sterk kan afwijken van de netto-inventariswaarde die de vastgoedbevak berekent. De reden voor deze afwijking is te vinden in het feit dat de beurskoers van het aandeel de prijs is waartegen het aandeel wordt gekocht en verkocht op de beurs. Deze koers wordt beïnvloed door de economische toestand, het verloop van de rente en de inflatie, vraag en aanbod op de beurs, de winstverwachtingen van de vennootschap, de fiscaliteit, politieke factoren, enz. Dit in tegenstelling tot de netto-inventariswaarde die overeenstemt met de waarde van de netto-activa per aandeel. De netto-inventariswaarde is de boekhoudkundige realisatiewaarde van het aandeel.

Latere primaire uitgiften komen tot stand naar aanleiding van een kapitaalsverhoging van de vastgoedbevak. Het is de algemene vergadering die de beslissing neemt tot kapitaalsverhoging.

Een andere techniek om tot een latere primaire uitgifte te komen is de techniek van het toegestaan kapitaal. In dit geval kent de algemene vergadering aan de raad van bestuur de bevoegdheid toe om het maatschappelijk kapitaal te verhogen, op het ogenblik en onder de voorwaarden die de raad van bestuur het meest gunstig lijken.

De algemene vergadering moet wel nauwkeurig vermelden voor welke duur die bevoegdheid wordt toegekend en voor welk bedrag.

---

<sup>28</sup> DE LUYCK, M., *l.c.*, p. 13.

De techniek van het toegestaan kapitaal is een veel soepeler mechanisme dan de kapitaalsverhoging en bovendien wordt een tijdsverlies van twee maanden vermeden.

Wanneer men toch opteert voor een kapitaalsverhoging, mag men een aantal zaken niet uit het oog verliezen.

Het evenwicht in de aandeelhoudersstructuur moet gerespecteerd worden. Anders uitgedrukt betekent dit dat aandelen waarop in geld wordt ingeschreven eerst aan de bestaande aandeelhouders aangeboden moeten worden, naar evenredigheid van het deel van het kapitaal dat door hun aandelen wordt vertegenwoordigd. De bestaande aandeelhouders hebben dus een voorkeursrecht. Ze kunnen hun voorkeursrecht uitoefenen en bijgevolg nieuwe aandelen verwerven of ze kunnen hun voorkeursrecht verkopen.

Eenmaal de aandelen zijn uitgegeven, kunnen de aandeelhouders deze verkopen op de beurs, wat uiteraard zal gebeuren tegen beurskoers. Aangezien de vastgoedbevak een vast kapitaal heeft en dus ook een vast aantal aandelen, zal men enkel aandelen kunnen verwerven op de beurs (behoudens een latere primaire uitgifte).

De vastgoedbevak kan ook haar aandelen terug inkopen maar is daartoe niet verplicht, art. 50 van het K.B.: *“Inkoop van aandelen van de bevak kan uitsluitend plaatsvinden tegen contanten en volgens de voorwaarden bepaald door de bepalingen van de gecoördineerde wetten op de handelsvennootschappen.”*

De aandeelhouders hebben dus niet het recht de inkoop van de aandelen te eisen.

Het laatste item handelt over het *“vast kapitaal”*.<sup>29</sup>

Een beleggingsvennootschap met vast kapitaal en dus met een vast aantal aandelen, kan haar kapitaal slechts laten schommelen na wijziging van de statuten (art. 114, 115, 118 en 119 beurswetboek), in tegenstelling tot een Bevek die dit kan zonder wijziging van haar statuten.

Het gesloten karakter van de vastgoedbevak is te verantwoorden door de weinig liquide en moeilijk te waarderen vastgoedactiva.

Het gevolg is dat de aandeelhouder die zijn aandeel wenst te verkopen zich in principe niet zal kunnen wenden tot de vastgoedbevak maar zijn aandeel op de beurs moet verkopen.

De vastgoedbevak moet daarom ook beursgenoteerd zijn om de liquiditeit van de vastgoedbevak te stimuleren.

## 2. *Vreemd vermogen*

De vastgoedbevak heeft uiteraard ook schulden.

---

<sup>29</sup> MEULEMANS, D., “Financieel Recht”, in *cursus Handels en -economisch recht*, 1995-1996, p. 42.

Drie items trekken hier onze aandacht m.n. de schuldgraad, de mogelijkheid tot uitgifte van obligaties en thesauriebewijzen en de gehoudenheid voor de schulden.

Ten eerste behandelen we de schuldgraad.<sup>30</sup>

De schuldgraad is beperkt. Art. 52 § 1 van het K.B. vermeldt dit ook duidelijk. De vastgoedbevak heeft de mogelijkheid om een lening aan te gaan maar hierbij moet zij er wel voor zorgen dat haar totale schuldenlast niet meer bedraagt dan 33% van de activa op het ogenblik waarop een lening wordt aangegaan. Bovendien mogen de jaarlijkse financiële lasten die uit deze schuldenlast voortvloeien in geen geval meer bedragen dan 80% van de bedrijfs- en financiële opbrengsten van de vastgoedbevak.

Deze regel heeft als doel het schuldvormingsniveau kwalitatief te beperken want schuldvorming ad 33% tegen een hoge rentevoet, gecombineerd met geringe inkomsten, zouden zware financiële lasten doen ontstaan voor de vastgoedbevak.

Een opmerking die hierbij evenwel moet gemaakt worden is dat de 80% enkel intresten bevat en geen kapitaalaflossingen.

Ten tweede benaderen we de mogelijkheid tot uitgifte van obligaties en thesauriebewijzen.<sup>31</sup>

Met betrekking tot de uitgifte van de thesauriebewijzen, kunnen we een aantal voorwaarden opsommen waaraan een onderneming moet voldoen wil ze thesauriebewijzen uitgeven.

- De eerste voorwaarde heeft betrekking op de rechtsvorm. Het moet gaan om een onderneming met rechtspersoonlijkheid. Dit betekent voor beleggingsvennootschappen dat ze werden opgericht onder de vorm van een N.V. of een Comm. V. op aandelen.

Aan deze voorwaarde voldoet de vastgoedbevak.

- De tweede voorwaarde is een anciënniteitsvereiste: de onderneming moet ten minste twee jaar bestaan. Evenwel is het zo dat de wetgever aan de Koning de bevoegdheid heeft toegekend om bepaalde categorieën van emitenten van thesauriebewijzen vrij te stellen van de anciënniteitsvoorwaarden, wanneer gelet op de overwogen verrichting en omwille van de kenmerken van deze emitenten blijkt dat ze in staat zijn thesauriebewijzen uit te geven onder bevredigende omstandigheden.

Deze voorwaarde zal uiteraard in concreto moeten nagegaan worden.

---

<sup>30</sup> TIMMERMANS, J.P. en GRIJSEELS, C., *l.c.*, p. 106. DE LUYCK, M., *l.c.*, p. 12. "Verslag aan de Koning: K.B. m.b.t. vastgoedbevak", *B.S.*, 23 mei 1995, 14162.

<sup>31</sup> FLAMEE, M. en MEULEMANS, D., "De geld- en kapitaalmarkt", *Financieuzen nu & morgen*, Brugge, Die Keure, 1993, p. 19-26.

- De derde voorwaarde heeft betrekking op de financiële draagkracht van de emittent: de emittent moet voldoen aan de financiële normen die in het K.B. van 14 oktober 1991 zijn vermeld.

Drie alternatieve normen worden echter vooropgesteld nl. een eigen vermogen van één miljard frank of een eigen vermogen van ten minste 100 miljoen frank maar waar de activa op korte termijn groter moeten zijn dan de passiva op korte termijn of een eigen vermogen van 100 miljoen frank maar er is een financiële tussenpersoon die bereid is om 95% van de terugbetalingen te garanderen.

Eveneens zal ook hier in concreto moeten nagegaan worden in hoeverre aan deze voorwaarde is voldaan.

Wanneer aan deze drie voorwaarden is voldaan, lijkt de mogelijkheid open te liggen voor de vastgoedbevak om thesauriebewijzen uit te geven.

Met betrekking tot de uitgifte van obligaties:

een obligatie is een deelneming in een gefractioneerde lening. De vastgoedbevak heeft de mogelijkheid om een lening aan te gaan zolang ze zich maar aan de schuldgraad houdt.

Volgens deze stelling, lijkt de vastgoedbevak ook de mogelijkheid te hebben om obligaties uit te geven.

Ten derde bekijken we de “gehoudenheid voor de schulden”.

Hierbij kunnen we de vraag stellen in hoeverre zekerheden kunnen verstrekt worden.

Art. 53 van het K.B.: *“Een bevak mag enkel een hypotheek of andere zekerheden of waarborgen verlenen in het kader van de financiering van een onroerend goed.*

*Deze hypotheeken, zekerheden of waarborgen slaan op maximaal 40% van de totaalwaarde van de onroerende goederen van de bevak en mogen niet meer bedragen dan 75% van de waarde van het onroerend goed waarop de hypotheek, zekerheid of waarborg betrekking heeft.”*

Kortom een zekerheid, waarborg of hypotheek mag enkel verstrekt worden ter financiering van een onroerend goed.

Het verbod om dit ook in andere gevallen te doen is te verantwoorden door de bedoeling van deze regel.<sup>32</sup>

Het verbod is bedoeld om de aandeelhouders van de vastgoedbevak te beschermen. Niet naleving van het verbod heeft de nietigheid tot gevolg.

De gehoudenheid voor de schulden heeft ook te maken met het al dan niet mogelijk zijn van compartimentering.

---

<sup>32</sup> “Verslag aan de Koning: K.B. m.b.t. vastgoedbevak”, B.S., 23 mei 1995, 14162.

## f. Compartimentering

Compartimentering houdt in dat er verschillende soorten aandelen zijn, waarbij elke soort overeenstemt met een afzonderlijk gedeelte van de activa (beleggingen) van de vennootschap.

Binnen de vennootschap worden dus verschillende compartimenten ingericht, die elk een afzonderlijke categorie van beleggingen bevatten.<sup>33</sup>

Deze compartimentering is tegenwerpelijk aan derden. De activa van ieder compartiment strekken slechts tot waarborg voor de verbintenissen die betrekking hebben op dit compartiment.

De compartimentering vormt dus een uitzondering op art. 8 Hyp.W. die bepaalt dat de goederen van de schuldenaar strekken tot gemeenschappelijke waarborg voor zijn schuldeisers, en de prijs ervan wordt onder hen naar evenredigheid van hun vordering verdeeld, tenzij er tussen de schuldeisers wettige redenen van voorrang bestaan.

We kunnen de vergelijking maken tussen de verschillende beleggingsinstellingen.

Bij de Bevek is compartimentering aan de actiefzijde mogelijk. Dit wordt duidelijk verwoord in art. 115 § 6 Beurswetboek *“de statuten van de Bevek die heeft geopteerd voor de categorieën van toegelaten beleggingen als bedoeld in art. 122 § 1, 1° of 2°, kunnen de raad van bestuur machtigen om verschillende categorieën van aandelen in te richten, waarbij elke categorie overeenstemt met een afzonderlijk gedeelte of compartiment van het vermogen... In afwijking van art. 8 Hyp. W. van 16 december 1851, strekken de activa van een bepaald compartiment slechts tot waarborg voor de schulden, verbintenissen en verplichtingen die dit compartiment betreffen.”*

Bij de BEVAK vinden we deze compartimentering niet.

Voor de I.B.S. (Instellingen voor Beleggingen in Schuldvorderingen) werd echter een uitzondering gemaakt, daar is compartimentering aan de actief- en passiefzijde mogelijk.<sup>34</sup>

### *Actiefzijde:*

Schuldvorderingen die verschillen wat hun aard en de eraan verbonden risico's betreft, moeten worden ondergebracht in verschillende schuldvorderingspakketten met een homogeen karakter.

Op die manier is compartimentering aan de actiefzijde mogelijk.

### *Passiefzijde:*

<sup>33</sup> MEULEMANS, D., “Financieel Recht”, in *cursus Handels- en Economisch recht*, 1995-1996, p. 42.

<sup>34</sup> MEULEMANS, D., “De Instellingen voor Beleggingen in Schuldvorderingen”, in *Effectisering*, studiedag 18 november 1994.

In het beheersreglement of statuten kan worden voorzien in de mogelijkheid tot compartimentering aan de passiefzijde. Uiteraard veronderstelt dit dan de uitgifte van verschillende categorieën van effecten.

De vastgoedbevak kent geen compartimentering.

Nergens in de wet is er een bepaling die voorziet in deze mogelijkheid.

Aangezien de compartimentering een uitzondering is op de algemene regel van art. 8 Hypotheekwet, is een bepaling in de wet, die de afwijking toelaat, noodzakelijk.

Men zou kunnen stellen dat dit een nadeel vormt voor de vastgoedbevak, aangezien een beperking van het risico niet mogelijk is op die manier.

Anderzijds heeft de vastgoedbevak andere regels voor de risicospreiding en bovendien ligt het risico ook anders zodat de onmogelijkheid van compartimentering niet zo nadelig is voor de vastgoedbevak.

### **g. De boekhoudkundige verplichtingen.**

In uitvoering van art. 55 van het K.B. 10 april 1995 en art. 7 van de wet van 17 juli 1975 op de boekhouding en de jaarrekening van de ondernemingen, moet de vastgoedbevak ten minste één maal per jaar een inventaris opmaken.

Dit houdt in dat zij omzichtig en te goeder trouw de nodige opnemingen, verificaties, onderzoekingen en waarderingen moet doen van al haar bezittingen, vorderingen, schulden en verplichtingen van welke aard ook die betrekking hebben op haar bedrijf.

Deze inventaris wordt ingericht overeenkomstig het rekeningenstelsel van de onderneming. Nadat de rekeningen in overeenstemming gebracht zijn met de gegevens uit deze inventaris worden ze samengevat en beschreven in een jaarrekening.

Daarnaast moet de vastgoedbevak een inventaris opmaken telkens zij aandelen uitgeeft of aandelen, anders dan ter beurze, inkoop.

De vastgoedbevaks zijn ook onderworpen aan de bepalingen van het K.B. van 8 oktober 1976 m.b.t. de jaarrekening van de ondernemingen.

Gelet op de eigenheid van vastgoedbeleggingsvennootschappen voorziet het K.B. van 10 april 1995 evenwel in een aantal specifieke waarderingsregels i.v.m. het patrimonium van de vastgoedbevak en i.v.m. de vastgoedbestanddelen die zij verwerft of vervreemdt.<sup>35</sup>

Een vastgoeddeskundige waardeert op het einde van elk boekjaar:

- de onroerende goederen en zakelijke rechten op onroerende goederen, die worden gehouden door de vastgoedbevak of door een vastgoedvennootschap waarover zij de controle heeft;
- de optierechten op onroerende goederen, die worden gehouden door de vastgoedbevak of door een vastgoedvennootschap waarover zij de controle heeft, alsook de onroerende goederen waarop deze rechten slaan;
- de rechten uit contracten waarbij aan de bevak of aan een vastgoedvennootschap waarover zij de controle heeft, één of meer goederen in onroerende leasing worden gegeven, alsook het onderliggend onroerend goed.

De door de vastgoeddeskundige vastgestelde waarde is bindend voor de bevak bij de opstelling van de jaarlijkse inventaris. Daarnaast actualiseert hij op het einde van elk kwartaal de totale waardering van de vaste goederen, op grond van de marktevolutie en de specifieke kenmerken van de vaste goederen.

Art. 57 § 1 en § 2 K.B. van 10 april 1995 leggen in afwijking van de bepalingen van het K.B. van 8 oktober 1976, de verplichting op om rekening te

---

<sup>35</sup> DRIES, R., "Vastgoedbevaks nu ook geregeld", *Accountancy Actualiteit*, 20 juni 1995, p. 13/6-13/7.



houden met de waardeverminderingen en de herwaarderingsmeerwaarden op de vaste goederen.

Als algemene regel bij de waardering van het patrimonium van de bevak wordt dus uitgegaan van de marktwaarde. Dit *mark-to-market* (waardering tegen marktprijs) principe is eerder uniek in het Belgisch boekhoudrecht ( Het K.B. van 23 september 1992 op de Jaarrekeningen van de Kredietinstellingen voert dit waarderingsprincipe in een aantal gevallen ook in).

De bevak moet dus rekening houden met:<sup>36</sup>

- de waardeverminderingen op de vaste goederen  
(i.t.t. een handelsvennootschap die daartoe slechts verplicht is bij duurzame minderwaarde of ontwaarding);
- de herwaarderingsmeerwaarden op de vaste goederen  
(i.t.t. een handelsvennootschap die dergelijke goederen slechts kan herwaarderen wanneer de waarde ervan, bepaald in functie van hun nut voor de onderneming, op vaststaande en duurzame wijze uitstijgt boven haar boekwaarde);
- waardeverminderingen en herwaarderingsmeerwaarden op financiële vaste activa  
(i.t.t. een handelsvennootschap die die waardewijzigingen slechts mag boeken respectievelijk bij een duurzame minderwaarde of ontwaarding die verantwoord is door de toestand, de rendabiliteit of de vooruitzichten van de vennootschap waarin de deelneming of aandelen worden gehouden, of wanneer de waarde van de bedoelde meerwaarden uitstijgt boven de boekwaarde).

Door die waardering tegen marktprijs zouden de markt en de aandeelhouders op transparante wijze moeten worden geïnformeerd over de actuele waarde van de vastgoedbevak.

In uitvoering van art. 57 § 3 K.B. van 10 april 1995 is de bevak niet verplicht om de herwaarderingsmeerwaarden te verantwoorden in de toelichting bij de jaarrekening. Die meerwaarden volgen immers voort uit een verplichting, een verantwoording kan dus niet dienstig zijn.

Door deze jaarlijkse waardering van de vaste goederen aan de marktwaarde is een systematische registratie van de afschrijvingen (op zowel de aanschafswaarde als op de geboekte meerwaarde) op de onroerende goederen niet langer nodig. Meer nog, art. 60 K.B. van 10 april 1995 verbiedt de bevak om afschrijvingen te verrichten op onroerende goederen, op zakelijke rechten op onroerende goederen en op goederen in onroerende leasing gegeven aan de vastgoedbevak.

---

<sup>36</sup> “Verslag aan de Koning: K.B. m.b.t. vastgoedbevak”, *B.S.*, 23 mei 1995, 14164.

Hoewel deze afschrijving in theorie mogelijk zou zijn is de concrete toepassing bijzonder moeilijk en zou zij de transparantie van de bevak alleen maar in het gedrang brengen.<sup>37</sup>

Voor de boekhoudkundige verwerking en waardering van de effectenportefeuille verwijst art. 61 K.B. van 10 april 1995 naar het K.B. van 18 maart 1994 op de boekhouding en de jaarrekening van bepaalde instellingen voor collectieve belegging met een veranderlijk aantal rechten van deelneming, met name naar de art. 5; 10; 14 § 1; 15, eerste lid; 16 § 1, eerste lid en § 2, eerste lid van dit K.B.

Deze artikelen houden onder meer in dat indien er voor het betrokken effect een liquide markt bestaat, het wordt gewaardeerd aan slotkoers. Er is sprake van een liquide markt wanneer er hetzij een georganiseerde markt, hetzij een onderhandse markt bestaat waarvoor een doorlopende notering gewaarborgd wordt en werkt door toedoen van derde financiële instellingen-markthouders en wanneer de betrokken effecten op gelijk welk ogenblik realiseerbaar zijn, zonder betekenisvolle invloed op de koersen.

Zoniet dient de raad van bestuur een objectieve marktwaarde te ramen.

Indien er een liquide markt bestaat, worden de waarderingsverschillen integraal in de resultatenrekening opgenomen en enkel dan worden de positieve waarderingsverschillen uitgesteld op de balans.<sup>38</sup>

De bevak dient minstens 80% van haar netto-opbrengst uit te keren als dividend.

Tot die netto-opbrengst behoren noch de in de resultatenrekening opgenomen waardeverminderingen, noch de terugnemingen op waardeverminderingen, noch de meerwaarde bij de realisatie van vaste activa, evenwel in de mate zij herbelegd worden binnen een termijn van vier jaar vanaf de eerste dag van het boekjaar waarin de verwezenlijking heeft plaats gevonden (art. 62 K.B. van 10 april 1995).

Met deze regeling wil men enerzijds de bevak verplichten, om competitieve redenen, een voldoende hoog jaarlijks rendement ter beschikking te stellen van de aandeelhouders.

Anderzijds wil men door de beperking van de resultaatsposten die deel uitmaken van de netto-opbrengst, verhinderen dat de mogelijkheid tot autofinanciering van de bevak te zeer wordt ingeperkt.<sup>39</sup>

Het jaarverslag van de bevak bevat naast de jaarrekening, een verslag over de werkzaamheden tijdens het voorbije boekjaar en tenminste alle andere informatie voorzien in het als bijlage bij het K.B. van 10 april 1995 opgenomen schema B. Daarnaast bevat het elke betekenisvolle informatie waardoor het publiek zich met kennis van zaken een oordeel kan vormen over de evolutie

<sup>37</sup> "Verslag aan de Koning: K.B. m.b.t. vastgoedbevak", *B.S.*, 23 mei 1995, 14164.

<sup>38</sup> DRIES, R., "Vastgoedbevaks nu ook geregeld", *Accountancy Actualiteit*, 20 juni 1995, p. 13/7.

<sup>39</sup> "Verslag aan de Koning: K.B. m.b.t. vastgoedbevak", *B.S.*, 23 mei 1995, 14164-14165.

van de werkzaamheden en de resultaten van de bevak (art. 38 K.B. van 10 april 1995).

Dit jaarverslag moet openbaar gemaakt worden binnen de zes maanden na afloop van het boekjaar.

Daarnaast is er nog het halfjaarverslag, dat moet openbaar gemaakt worden binnen de drie maanden na afloop van het betrokken semester.<sup>40</sup>

Voor zowel het jaarverslag als het halfjaarverslag voorziet schema B o.a. in een mededeling m.b.t.:

- de samenstelling van de vastgoedportefeuille volgens geografische en sectorale criteria;
- de vastgoedverrichtingen tijdens het voorbije boekjaar of halfjaar;
- de inventariswaarde van de aandelen;
- de situatie van de markten waarin belegd werd;
- de besluiten van de waardering van de deskundige.

Daarenboven moet er in het jaarverslag nog een mededeling opgenomen worden m.b.t.:

- de evolutie van de beurskoers in verhouding tot de inventariswaarde van de aandelen;
- de projecten die meer dan 5% vertegenwoordigen van de activa;
- de resultaten van de deelportefeuilles;
- de ontvangen huurgelden en het effectieve bezettingspercentage van elk onroerend goed;
- de consolidatie van vastgoedvennootschappen en -beleggingsinstellingen waarover de bevak de controle heeft;
- de inventaris van de vaste goederen van de bevak, inclusief de vastgoedcategorie, de aanschaffingswaarde, de verzekerde waarde en de waarderingswaarde;
- de gehanteerde waarderingsregels;
- de schulden van de bevak (hypothecaire leningen);
- de gegeven en ontvangen waarborgen.
- de verantwoordingen en vermeldingen i.v.m. verrichtingen met verbonden personen, i.v.m. de wijze waarop de stemrechten werden uitgeoefend en i.v.m. interimdividenden.

De vastgoedbevaks vallen ook onder de normale revisorale controle.

Immers, volgens art. 132 W.F.T.F.M. benoemt de algemene vergadering één of meer commissarissen-revisoren overeenkomstig art. 64, § 1 lid 2 Venn.W.

De commissaris-revisor is belast met de controle op de financiële toestand, op de jaarrekening en op de regelmatigheid van de verrichtingen weer te geven in

---

<sup>40</sup> DRIES, R., "Vastgoedbevak nu ook geregeld", *Accountancy Actualiteit*, 20 juni 1995, p. 13/7.

de jaarrekening. Dit alles vanuit het oogpunt van de vennootschappenwet en de statuten (art. 64, § 1 lid 1 Venn.W.). Daarvan stelt de revisor jaarlijks een controleverslag op (art. 65 Venn.W.).

#### **h. Prudentieel toezicht**

Art. 39 van het K.B.: *“Overeenkomstig art. 133 van de wet kunnen de daartoe gemachtigde personeelsleden van de Commissie voor het Bank- en Financie-  
wezen zich alle inlichtingen doen verstrekken of ter plaatse onderzoeken uitvoeren en kennis nemen van alle stukken van de bevak of haar bewaarder.”*

De C.B.F. voert dus op verschillende momenten en bij verschillende verrichtingen toezicht uit.

De eerste controle vindt reeds plaats bij de oprichting van de vastgoedbevak: een vergunning van de C.B.F. moet verkregen worden, de statuten moeten door de commissie aanvaard worden en hetzelfde geldt voor de bewaarder.

Een tweede controle komt er bij de openbare uitgifte van aandelen door de vastgoedbevak.

De commissie moet hier onder andere de prospectus goedkeuren.

Vervolgens geeft art. 39 van het K.B. de mogelijkheid aan de C.B.F. om permanente controle door te voeren. Het is de C.B.F. toegelaten om ter plaatse onderzoeken uit te voeren en kennis te nemen van alle stukken.

In art. 133 van de W. 4 dec. 1990 wordt dit nog wat nader uitgewerkt:

- Men mag stukken raadplegen omtrent de organisatie, het beheer, de werking en de verrichtingen van de vastgoedbevak.
- Ook de waardering en de rendabiliteit van het vermogen zijn onderworpen aan de controle.
- C.B.F. kan zelfs een maandelijks staat van haar activa en passiva en van haar resultaten vragen.

### 3. BURGERRECHTELIJKE ASPECTEN: BEKWAAMHEID EN RECHTSPERSONLIJKHEID

Zoals hoger reeds vermeld kan de vastgoedbevak opgericht worden in de vorm van een Naamloze Vennootschap of in de vorm van een Commanditaire Vennootschap op Aandelen.

Tot de organen van deze rechtspersonen met volkomen rechtspersoonlijkheid rekent men naast de bestuurders, ook de algemene vergadering en de commissarissen.<sup>41</sup>

De bestuurders of zaakvoerders zijn zowel op het interne vlak (in de relatie met de aandeelhouders) als op het externe vlak (in relatie met derden) de lasthebbers van de vennootschap (art. 53, 129 lid 1 en 143 lid 2 Venn.W.). Dit houdt in dat de vennoot-aandeelhouder niet meer de bestuurder of zaakvoerder als zijn lasthebber kan beschouwen en verantwoordelijk stellen.

Evenwel om de naleving van de plicht van de bestuurder of de lasthebber-zaakvoeder om rekenschap te geven aan de vennootschap-lastgever mogelijk te maken, heeft de wetgever voorzien in een algemene vergadering waarin alle vennoten zitting hebben en die bij gewone meerderheid beslist.

Het is dan ook de taak van de commissarissen om de controletaak waar te nemen ten behoeve van de algemene vergadering.

#### *D. CONCRETE TOEPASSINGEN:*

##### 1. SERVICEFLATS

###### **a. De aanzet**

Aangezien de bevolking nog steeds verder vergrijst, is het duidelijk dat er naar de toekomst toe een stijgende behoefte ontstaat aan een degelijke huisvesting voor bejaarden. Serviceflats worden dan wel eens omschreven als de ideale woning voor de oudere generatie.

Het gaat dan ook om wooncomplexen van enkele tientallen woningen of flats, waar de bewoners kunnen terugvallen op dienstverlening zoals schoonmaak, wasserij en verpleegkundige zorgen. Het gaat hierbij om hoogbejaarde maar valide ouderen, die niet meer in het eigen (te grote) huis willen of kunnen wonen, maar die nog te goed zijn voor een leven in het rusthuis. Vaak gaat het om alleenstaande vrouwen.<sup>42</sup>

Daarnaast heeft de overheid (Vlaamse Gemeenschap) onvoldoende middelen om deze stijgende behoefte mee te blijven subsidiëren. Immers, het nog onder minister LENSSENS opgestarte project voorzag de bouw van 5000 serviceflats

---

<sup>41</sup> GEENS, K., "Vennootschapsrecht: leidraad bij de colleges 2° en 3° lic. recht.", 1995-1996, p. 102.

<sup>42</sup> RASKIN, J., "Met Service-flats naar de beurs", *De Standaard*, 16 mei 1995.

via een alternatief financieringssysteem. De bouwheer van de serviceflats kreeg geen eenmalige toelage maar een rentesubsidie die over 5 jaar gespreid werd. Dit programma loopt af in 1997 en kost dan nog 2,7 miljard aan de Vlaamse Schatkist.<sup>43</sup> Er was dus behoefte aan een alternatieve financiering.

Bovendien valt er ook een tendens vast te stellen bij de gezinnen om meer te sparen en vooral te beleggen in financieel actief i.p.v. in vastgoed. De overheid wou dan ook dit financieel actief mobiliseren voor sociale doeleinden.

## **b. De aanpak**

Via een bevak (N.V. Service-flats Invest) wil de Vlaamse regering bij partikulieren 11,5 miljard ophalen voor de bouw van 5000 serviceflats over de komende tien jaar. Aandelen in deze bevak worden aan de man gebracht aan 230.000 BEF. per aandeel.<sup>44</sup> Deze partikuliere intekenaars kunnen echter maximaal voor tien aandelen intekenen.

Met het ingezamelde kapitaal treedt de bevak op als bouwheer van serviceflats, op gronden die door een recht van opstal ter beschikking worden gesteld door OCMW's of caritatieve privé-verenigingen.

De bevak geeft het beheer van de flats door aan deze instellingen die daarvoor een jaarlijkse vergoeding voor onderhoud en herstel van de flats krijgen. Die vergoeding wordt gefinancierd met de huurgelden ontvangen van de bejaarde bewoners van de serviceflats.

Die premie werd uiteindelijk vastgesteld op 38000 BEF. niet-geïndexeerd per jaar en per wooneenheid gedurende 18 jaar en niet, zoals eerder door de Vlaamse regering was beslist, 12700 BEF. geïndexeerd per jaar en per wooneenheid gedurende 47 jaar.<sup>45</sup>

Tegelijk werden de erfpachtovereenkomsten beperkt tot 27 jaar, in plaats van 47 jaar eerder. Deze wijzigingen zorgen ervoor dat de OCMW's en de VZW's de serviceflats kunnen verwerven wanneer ze nog vrij nieuw zijn.

Het is dan ook de VZW of het OCMW dat de "servicediensten" dient te leveren.

Het is de bevak ook toegestaan om leningen aan te gaan om bijv. de eerste "tranches" te financieren. Bovendien geeft de overheid voor de eerste 500 serviceflats gemeenschapswaarborg aan de intekenaars. Dit om aan de intekenaars de zekerheid te geven dat, indien de Bevak niet zou doorgaan (bijv. door onvoldoende interesse en intekenaars), zij hun kapitaal terugbetaald krijgen.

---

<sup>43</sup> VEESTRAETEN, J., "Alternatieve financiering voor 5000 flats", *Gazet van Antwerpen*, 15 december 1994, p. 8.

<sup>44</sup> X., "Vlaamse regering lanceert bevak voor financiering serviceflats", *F.E.T.*, 15 december 1994.

<sup>45</sup> X., "Erfpacht serviceflat-bevaks beperkt", *F.E.T.*, 19 oktober 1995, p. 3.

Ook bestaat de mogelijkheid dat de Vlaamse Gemeenschap werkingsubsidies ter beschikking zal stellen van de bevak.

Het overweldigende succes van de intekening voor de eerste 500 serviceflats in november 1995 toont evenwel aan dat de overheid geen gebruik zal hoeven te maken van deze mogelijkheden.

### c. Waarom intekenen ?

Wie belegt in de bevak voor serviceflats, is vooreerst verzekerd van een jaarlijks financieel rendement. Dit rendement kan gekapitaliseerd of uitgekeerd worden. Dat rendement zal iets (ongeveer een half procentpunt) lager liggen dan het rendement op een staatslening. De minimale nettocoupon van de vastgoedbevak "Service-flats Invest" bedraagt 6 %.

Aangezien de via deze bevak ingezamelde middelen volledig zullen besteed worden aan de bouw van dergelijke flats, hebben we te maken met een residentiële vastgoedbevak waarvan de dividenden vrijgesteld zijn van roerende voorheffing.<sup>46</sup>

Aan de serviceflat-bevak zijn voor de belegger echter bijkomende voordelen verbonden.<sup>47</sup>

De erfgenamen (enkel Vlaamse ingezetenen) krijgen een vrijstelling van de erfenisrechten op het geïnvesteerde bedrag en de daaruit gegenereerde interesten doch geplafonneerd tot 2,3 miljoen BEF. Voorwaarde is wel dat men de aandelen in bezit had vijf jaar voor het overlijden.

Bovendien moet de bevak binnen de zes maanden na het overlijden van de intekenaar een offerte doen aan de erfgenamen om het aandeel terug te kopen.

Een ander belangrijk voordeel is het bezettingsrecht van een serviceflat in de regio van de belegger. Dit bezettingsrecht geldt enkel voor hen die gedurende een periode van tien jaar in het bezit waren van aandelen ter waarde van 2,3 miljoen BEF., hetgeen overeenkomt met de bouwkosten van een serviceflat. Die aandelen mogen wel in meerdere schijven worden verworven.

Dit bezettingsrecht kan pas vanaf de leeftijd van 75 jaar worden ingeroepen en is niet overdraagbaar. Men wil immers vermijden dat er een (zwarte) handel ontstaat in woonrechten. Evenwel bestaat er de mogelijkheid om voor iemand anders in te tekenen.

De aandelen kunnen op elk ogenblik door de aandeelhouder worden verkocht. Als het gaat om aandelen op naam, wat belangrijk is voor de trekkingsrechten en de successierechten, dan worden ze teruggekocht door de bevak.

Aandelen aan toonder kunnen op de beurs worden verhandeld.<sup>48</sup>

<sup>46</sup> X., "Regering blaast vastgoedbevak nieuw leven in", *F.E.T.*, 8 april 1995.

<sup>47</sup> X., "Vlaamse regering lanceert bevak voor financiering serviceflats", *F.E.T.*, 15 december 1994.

<sup>48</sup> VEESTRAETEN, J., "Alternatieve financiering voor 5000 flats", *Gazet van Antwerpen*, 15 december 1994.

Bovendien is er bij die terugkoop een vrijstelling van roerende voorheffing.

De huurprijzen van deze serviceflats zullen laag gehouden worden om een groot sociaal rendement te creëren. De aangerekende dagprijs mag niet hoger zijn dan 500 BEF. In dit bedrag is een vast omschreven pakket minimumdiensten begrepen.

## 2. BEFIMMO

Bernheim-Comofi, de beursgenoteerde vastgoeddochter van de Groep Brussel Lambert, is de eerste die een particuliere vastgoedbevak "Befimmo" op de Brusselse beurs lanceert. De aandelen van Befimmo, een commanditaire vennootschap op aandelen, noteren vanaf 5 januari 1996, bij het begin van de nieuwe quinzaine, op de termijnmarkt.<sup>49</sup>

Bij deze vennootschap zijn er twee soorten vennoten:<sup>50</sup>

- de werkende vennoot Befimmo N.V., een 100 % dochter van Bernheim-Cofimo, die onbeperkt aansprakelijk is voor de verhandelingen van de vennootschap;
- de stille vennoten, die aandeelhouder zijn en slechts tot het bedrag van hun inbreng en zonder hoofdelijkheid aansprakelijk zijn.

De investeringspolitiek van Befimmo richt zich op drie deelmarkten,<sup>51</sup> nl.

- kantoorgebouwen in Brussel en de rand rond Brussel (gebouw Pleinlaan, gebouw Joseph II, Woluwe Garden II, gebouw Marcel Thiry, met als voornaamste huurders Citibank Belgium N.V. en de Europese Unie);
- grote winkelcentra in België (vastgoedcertificaten van Woluwe Shopping Center, Westland Shopping Center en Kortrijk Ring Shopping Center);
- semi-industriële gebouwen op de as Brussel-Antwerpen (Kontich I & II, Terhulpesteenweg, met belangrijke huurders als Agfa-Gevaert en Interfood).

Deze drie deelmarkten kunnen binnen enkele jaren uiteenvallen in drie aparte beursgenoteerde ondernemingen indien de marktvraag naar gespecialiseerde vastgoedbevaks gevoelig zou toenemen.

Daar het overwicht (87 %) van het vastgoedbezit van Befimmo, dat zo'n 5,5 miljard BEF. waard is, bestaat uit Brusselse kantoorgebouwen en parkings rekt de bevak er uiteraard op dat de kantoorprijzen in de toekomst de hoogte zullen ingaan, dit in tegenstelling tot de laatste jaren. Vermits alle gebouwen aan marktwaarde ingebracht werden en de algemene toestand van de onroerend-goedmarkt, lijkt op korte termijn een belangrijke waardeestijging onwaar-

---

<sup>49</sup> X., "Befimmo krijgt openingskoers van 2005 frank", *F.E.T.*, 21 december 1995, p. 8.

<sup>50</sup> X., "Befimmo: nieuwe mogelijkheden voor onroerend-goedbeleggingen", *F.E.T.*, 27 december 1995.

<sup>51</sup> X., "Bernheim Comofi lanceert vastgoedbevak 'Befimmo'", *F.E.T.*, 10 december 1995.



schijnlijk. Het aandeel van Befimmo moet dan ook worden gewaardeerd op rendement.

Volgens een voorspelling van het studiebureau "Wissinger & Associés" zullen de huurprijzen de volgende vijf jaar inderdaad een hausse beleven. Bovendien wordt het steeds moeilijker om nog een bouwvergunning te krijgen, waardoor bestaande projecten aanzienlijke vertragingen oplopen. Ook dit moet de huurprijzen een duwtje in de rug geven.<sup>52</sup>

Alle 1.725.000 aandelen van Befimmo waren één dag voor de officiële sluiting van de intekenperiode geplaatst. De lage intekenprijs bedroeg 1.995 BEF.

Naast de BBL en Paribas, die de financiële dienstverlening van de bevak verzorgen, zetelen ook de Kredietbank, de Bacob Bank en beursvennootschap Puilaetco in het plaatsingssyndicaat, hetgeen de vlotte verspreiding van de aandelen verklaart.

Van de mogelijkheid om bijkomend 425.000 aandelen te plaatsen bij een zeer grote vraag en gunstige marktvoorwaarden is echter geen gebruik gemaakt.<sup>53</sup>

De eerste nettocoupon wordt geraamd op 6.02 %. Binnen vier jaar mikken de beheerders op een minimale nettovergoeding van 6.82 %. In tegenstelling tot de vastgoedbevak Serviceflats Invest moeten de aandeelhouders 15 % roerende voorheffing betalen op de jaarlijkse coupon. Dit betekent dat de voorheffing definitief is en niet meer dient aangegeven te worden in de personenbelasting.

De dividenden uitbetaald door de bevak genieten niet van het stelsel van de definitief belaste inkomsten (DBI). Dit stelsel is bedoeld om dubbele belasting tussen vennootschappen te vermijden. Dit maakt de formule voor institutionele beleggers weinig aantrekkelijk.<sup>54</sup>

De openingskoers van Befimmo op 20 december 1995 bedroeg 2.005 BEF., hetgeen 55 BEF. boven de intekenprijs van 1.950 BEF. ligt. De 425.000 nog niet geplaatste aandelen dienen als buffer om de liquiditeit van de aandelen te waarborgen.

Bovendien sloot Bernheim-Comofi in dat kader een "*animatie-contract*" af met beursvennootschap "*Vermeulen-Raemdonck*". De makelaar zal optreden als markthouder en erop toezien dat de liquiditeit wordt gewaarborgd.<sup>55</sup>

Op 11 februari 1997 werd de beurskoers vastgesteld op 2.115 BEF.

## E. BESLUIT

De vastgoedbevak beantwoordt aan een reële vraag van het beleggerspubliek dat een roerende belegging in onroerend goed zoekt, waarbij het risico ge-

<sup>52</sup> DE PRETER, W., "Eerste particuliere vastgoedbevak op de beurs", *F.E.T.*, 1 december 1995, p. 18.

<sup>53</sup> X., "Aandelen vastgoedbevak Bernheim Comofi volledig geplaatst", *F.E.T.*, 15 december 1995, p. 8.

<sup>54</sup> X., "Bernheim Comofi lanceert vastgoedbevak Befimmo", *F.E.T.*, 10 december 1995.

<sup>55</sup> X., "Befimmo krijgt openingskoers van 2005 frank", *F.E.T.*, 21 december 1995.

spreid wordt, de kosten beperkt zijn, een onmiddellijk rendement geboden wordt en dat een zeer goede verhandelbaarheid kent.

De vastgoedbevak zal de moderne manier in effectenvorm van onroerend goed worden en buitengewone voordelen van transparantie bieden. Ze is door de overheid aan alle raadzame controles onderworpen en aan het voortdurende oordeel van de beursmarkten blootgesteld, die objectieve prijzen voor haar vaststelt.

Evenwel zullen de beleggers zeer hoge eisen stellen voor alle vastgoed in de vorm van effecten, waardoor de andere bezitsvormen verplicht zullen zijn zich aan te passen, zoniet zullen ze verdwijnen. De vastgoedbevak zal dus leiden tot innovatie en concurrentie.

Daarnaast zal de vastgoedbevak er ook voor zorgen dat de internationale belangstelling voor de Belgische vastgoedmarkt meer geconcretiseerd wordt en dat het Belgisch kapitaal makkelijker in België zal blijven.

De propagatie zal echter tijd vergen. Er zal immers een grote gewenningsperiode nodig zijn voor het publiek in België. De reden daarvoor is dat er geen bestaand vermogen aanwezig is waarvan verwacht kan worden dat het zich gemakkelijk in een bevak zal veranderen. Dit aangezien de meeste vastgoedvenootschappen een grotere schuldenlast hebben dan 33,3 % van het activa en omvangrijke kapitaalverhogingen niet evident zijn.

## II. VASTGOEDCERTIFICATEN. EEN VERGELIJKING MET DE VASTGOEDBEVAK

### A. BEGRIP

Een vastgoedcertificaat is een effect dat aan de houder ervan een schuldvordering toekent op een vennootschap. Die schuldvordering verleent een recht op een deel van de inkomsten en de realisatiewaarde van één of meer onroerende goederen.

Het zijn dan ook bewijsstukken van onrechtstreekse eigendom.<sup>56</sup>

Juridisch gezien bezit de certificaathouder geen eigendomstitel op het onroerend goed. De onroerende goederen behoren tot het patrimonium van de leasinggever. Economisch gezien bevindt hij zich echter wel in dezelfde positie als een particulier die eigenaar is van een verhuurd gebouw, waarvan het rendement afhankelijk is van zijn geïnvesteerd bedrag, van de netto-inkomsten van het onroerend goed en van de netto-opbrengst bij de verkoop ervan.<sup>57</sup>

Vastgoedcertificaten zijn dus:

- noch aandelen: zij vertegenwoordigen immers geen deel van het kapitaal van de uitgiftemaatschappij;
- noch obligaties: er is immers geen vaste opbrengst- of terugbetalingswaarde;
- noch participaties in een soort gemeenschappelijk beleggingsfonds, aangezien zij juridisch geen deel van het fondsvermogen vertegenwoordigen.<sup>58</sup>

Vastgoedcertificaten kunnen dus aan toonder (anonimiteit) worden uitgegeven, wat de liquiditeit vergemakkelijkt (geen notariële akte nodig) en ook de hieraan verbonden kosten laag houdt.

### B. HISTORIEK

Vastgoedcertificaten zijn een typisch Belgische beleggingsvorm, die enkel tot stand kon komen dankzij een gunstige fiscale regeling.

Tot voor 1965 was de onroerend-goedmarkt bijna uitsluitend in handen van grote verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen, parastatalen en andere kapitaalkrachtige beleggers. De kleine spaarder werd als het ware uitgesloten van deze markt.<sup>59</sup>

---

<sup>56</sup> X., "Vastgoedcertificaten", *Dossiers*, in *De Praktijkids voor de Vastgoedmakelaar*, Diegem, Kluwer Editorial, dossier 1, 1995, p. 11. (verder verwezen als: X., "Vastgoedcertificaten", *Vastgoedmakelaar*.)

<sup>57</sup> QUARTIER, A., *De Vastgoedmarkt in België*, 1994, p. 77.

<sup>58</sup> VRANCKX, L., *Rendements- en risicoanalyse van vastgoedcertificaten*, 1981, p. 1.

<sup>59</sup> HEYVAERT, J., *De juridische en fiscale behandeling van vastgoedcertificaten*, 1991, p. 2.

Bovendien kent beleggen in onroerend goed belangrijke nadelen.

Zo wordt vanwege de belegger een aanzienlijk kapitaal gevergd. Door het steeds duurder worden van gronden en gebouwen en de steeds grotere omvang van de bouwcomplexen, is het zelfs voor de kapitaalkrachtige belegger hoe langer hoe moeilijker over de nodige fondsen te beschikken.

Daarnaast gaat de aan- en verkoop van onroerende goederen gepaard met aanzienlijke kosten en tijdrovende administratie.

Verder zijn deze beleggingen weinig liquide en is fractionering erg moeilijk.

Het rendement blijft aanvankelijk vrij laag en mogelijke meerwaarden worden pas na enige tijd gerealiseerd.

Ook inzake beheer stellen zich vaak specifieke problemen.

De oorsprong van de vastgoedcertificaten gaat dan ook terug naar de zestiger jaren toen de grootdistributiecentra in volle expansie waren. Deze bouwden hun vestigingen aan de rand van grote agglomeraties. Deze ontwikkeling bracht een sterk toenemende behoefte aan omvangrijke kapitalen met zich mee.

Financiering van deze expansie met vreemde middelen zou een sterke ontwrichting van de balansstructuur van de bedrijven meebrengen. Daardoor opkeerden ze in eerste instantie voor leasing- en erfpachtovereenkomsten.

De financieringsbehoefte was echter zo groot dat men op zoek ging naar alternatieve financieringsvormen.

Het idee om de kleine spaarder te laten deelnemen in onroerende beleggingen door middel van certificaten aan toonder, bracht dan ook de oplossing voor een dubbele doelstelling.

Enerzijds bekwam men zo een aangepaste financieringsformule voor de distributiesector en anderzijds kon langs deze weg het grote publiek actief participeren in de wereld van de onroerende beleggingen.

Zo startte de N.V. Het Vastgoedcertificaat van de Groep Brussel-Lambert in 1965 als eerste met de publieke uitgifte van een leasingcertificaat voor de financiering van een op te richten grootwarenhuis te Roeselare.<sup>60</sup>

De uitgifte werd een succes. De vraag overtrof het aanbod. Dit voorbeeld werd dan ook vrij vlug door de andere banken gevolgd. Ze richtten eveneens gespecialiseerde dochtervennootschappen op met het oog op de uitgifte van leasingcertificaten.

De uitgegeven certificaten hebben allen een verschillende benaming naargelang de uitgevende vennootschap. Zo spreekt men van vastgoedcertificaten, onroerende leasingcertificaten, certificaten van onroerende deelneming, deelbewijzen van onroerende belegging en van immobiliën-investeringseenheden.

---

<sup>60</sup> VRANCKX, L., *o.c.*, p. 2.

De wet van 29 juni 1975 betreffende handelsvestigingen leidde de bouw van shoppingscentra tot een zekere stilstand. Die wet onderwierp immers de bruto bebouwde oppervlakten en de netto verkoopoppervlakten van handelsvestigingen aan strenge beperkingen. De leasingmaatschappijen waren derhalve verplicht andere financieringsprojecten te zoeken.

Zo kwamen ze ertoe kantoorgebouwen, winkelcentra en zelfs een nieuwe stadskern (Louvain-La-Neuve) te financieren, meestal onder de vorm van huurcertificaten.<sup>61</sup>

Deze certificaten noemt men vastgoedcertificaten van de eerste generatie. Ze worden niet op de beurs verhandeld, maar wel via de bank of via de wekelijkse en maandelijke openbare veilingen van de beurzen van Brussel en Antwerpen. In de periode 1980-1985 vonden geen nieuwe uitgiften van vastgoedcertificaten plaats. Oorzaken hiervoor waren ondermeer de hoge rentestand, het slechte klimaat op de vastgoedmarkt dat gekenmerkt werd door een overaanbod aan kantoorruimten en de hieruit resulterende huurverlagingen. Bovendien was er een ineenstorting van de koersen van de bestaande vastgoedcertificaten op de beurs.<sup>62</sup>

De certificaten van de tweede generatie werden uitgebracht vanaf december 1985 met de uitgifte van het vastgoedcertificaat "Terhulpsesteenweg" als aanzet.

De vastgoedmarkt kende immers een sterke heropleving. Bovendien werd de markt van vastgoedcertificaten aangemoedigd door enerzijds de stijging van de huuropbrengsten en anderzijds door de verwachtingen op meerwaarden die hoger lagen.

Ook de nieuw interessante fiskale formules bleken een positieve drijfveer te zijn.

Om de verhandelbaarheid van het vastgoedcertificaat te vergroten werden de coupures uitgegeven aan 10.000 BEF. i.p.v. 25.000 BEF. en werden ze dagelijks genoteerd op de tweede markt van de contantmarkt van de beurs van Brussel. Dit geeft de vastgoedcertificaten van de tweede generatie een liquiditeit die vergelijkbaar is met die van aandelen of obligaties die op de beurs genoteerd worden.

Eveneens werden een aantal vastgoedcertificaten van de eerste generatie, zoals Louvain-La-Neuve, Woluwe-Shopping en Westland-Shopping, op de beurs geïntroduceerd.

De meest recente publieke uitgiften van vastgoedcertificaten dateren van 1994 en omvatten het Gemeenteplein Oudergem, de Regentschapsstraat en Basilix.

### C. WETGEVING

<sup>61</sup> QUARTIER, A., *o.c.*, p. 79-80.

<sup>62</sup> X., "Vastgoedcertificaten", *Vastgoedmakelaar*, p. 11.

De wet van 4 december 1990 (W.F.T.F.M.) wijdt een aantal bepalingen aan de vastgoedcertificaten en de Belgische instellingen die dergelijke certificaten publiek uitgeven. Deze bepalingen worden uitgevoerd door het K.B. van 4 maart 1991 met betrekking tot bepaalde instellingen voor collectieve beleggingen (*B.S., 9 maart 1991 -err. B.S., 27 maart 1991 en B.S., 20 april 1991*).

Deze wettelijke bepalingen zijn echter slechts van toepassing wanneer we te maken hebben met een beleggingsinstelling voor collectieve belegging in de zin van art. 105 W.F.T.F.M., die kapitaal aantrekt uit het publiek door middel van een openbare uitgifte van vastgoedcertificaten (art. 106 W.F.T.F.M.).

Wat een openbare uitgifte is vinden we terug in het K.B. van 9 januari 1991 over het openbaar karakter van verrichtingen om spaargelden aan te trekken en de gelijkstelling van bepaalde verrichtingen met een openbaar bod (*B.S., 12 januari 1991*). We kunnen spreken over een openbare uitgifte wanneer men voor de verkoop van vastgoedcertificaten zich tot het al dan niet grote publiek richt en zich niet beperkt tot de grote beroepsbeleggers, zoals verzekeringsmaatschappijen, banken, pensioenfondsen, enz.

## 1. KENMERKEN VAN EEN VASTGOEDCERTIFICAAT

### a. De wettelijke definitie

Artikel 106, lid 2 W.F.T.F.M. omschrijft vastgoedcertificaten als “de rechten van vordering op de inkomsten, op de opbrengsten en op de realisatiewaarde van één of meer bij de uitgifte van de certificaten bepaalde onroerende goederen”.

De eigenaar van een vastgoedcertificaat is dus geen aandeelhouder van de vennootschap die eigenaar is van het onroerend goed. Hij is ook geen deelgenoot in een onverdeeldheid zoals bij een beleggingsfonds.

Hij heeft enkel recht op bepaalde inkomsten en opbrengsten vanwege de emitterende vennootschap. Aldus geeft het certificaat recht op:

- een aandeel van de huurgelden.

Dit deel wordt in de statuten vaak als exploitatiesaldo omschreven. Het exploitatiesaldo bestaat uit het verschil tussen enerzijds de huurgelden, inkomsten uit beleggingen en overige ontvangsten (verwijlinteressen, onteigeningsvergoedingen) en anderzijds de kosten, schadevergoedingen, honoraria, fiscale lasten, verzekeringspremies, enz.

Dit exploitatiesaldo wordt doorgaans jaarlijks uitgekeerd aan de certificaathouder.

- een aandeel in de verkoopprijs.

De certificaathouder zal een evenredig deel in de eventueel gerealiseerde meerwaarde ontvangen boven op de aankoopwaarde van het gebouw. De netto-verkoopprijs of het vereffeningssaldo zal dus bestaan uit een terugbe-

taling in kapitaal en uit een deel inkomsten. Dit evenwel slechts indien het onderschreven bedrag nog niet volledig in kapitaal is terugbetaald tengevolge van de periodieke uitkeringen van het exploitatiesaldo.

Het is de eigenaar, dus de emitterende vennootschap, die beslist wanneer het onroerend goed verkocht wordt. Er wordt in de statuten meestal wel voorzien dat de algemene vergadering van certificaathouders zeggenschap heeft indien deze verkoop voor of na een bepaald tijdstip zou plaatsvinden of indien de verkoop gebeurt aan een vennootschap van dezelfde groep van aandeelhouders.

### **b. Het statuut van een vastgoedcertificaat**

Het statuut van een vastgoedcertificaat is grotendeels niet in een wettelijke reglementering vastgelegd.<sup>63</sup> Welke rechten de certificaathouder en de andere tussenkomende partijen bij een emissie precies bezitten, zal blijken uit de contracten en documenten die bij de emissie worden opgesteld. De belegger, die een certificaat koopt, aanvaardt automatisch deze contracten.

In dit statuut vinden we onder meer terug:

- op welke uitkeringen de certificaathouder recht heeft;
- hoe deze uitkeringen worden berekend;
- wat het fiscaal regime is;
- wat de rechten zijn van de algemene vergadering van certificaathouders, van de beheerscontroleur, enz.

Het statuut is terug te vinden in de prospectus die met het oog op de emissie wordt opgesteld.

### **c. De soorten vastgoedcertificaten**

Meestal worden de vastgoedcertificaten ingedeeld volgens:

- de bestemming van het onderliggend onroerend goed (kantoren, winkelcentra, vakantiehuisjes).

Tot op heden werden woningen nog niet gecertificeerd door middel van een publieke emissie van vastgoedcertificaten.

- de beursnotering.

Vastgoedcertificaten kunnen opgesplitst worden in private emissies en publieke emissies. De publieke emissies worden verder onderverdeeld in vastgoedcertificaten die dagelijks op de tweede markt van de contantmarkt van de Brusselse beurs genoteerd worden, en de vastgoedcertificaten die

---

<sup>63</sup> X., "Vastgoedcertificaten", *Vastgoedmakelaar*, p. 14.

wekelijks of maandelijks op de openbare veilingen van de beurzen van Brussel en Antwerpen genoteerd worden.

- de uitbatingsmodaliteiten.

Aldus kunnen we te maken hebben met huurcertificaten (handels- of gewone huur), leasingcertificaten (met of zonder recht van opstal of erfpacht) en uitbatingscertificaten.

Evenwel heeft ieder vastgoedcertificaat nog andere eigen kenmerken, zoals beheer, afschrijving, terugbetaling, enz. Volgens ieder van die kenmerken zouden de vastgoedcertificaten ook ingedeeld kunnen worden.<sup>64</sup>

## 2. VERGUNNINGSVOORWAARDEN

Volgens art. 22 § 1 K.B. van 4 maart 1991 moeten alle publicaties en reclame die schriftelijk of hoe dan ook worden verspreid, ter goedkeuring worden voorgelegd aan de Commissie voor Bank- en Financieuzen, wanneer zij betrekking hebben op de openbare uitgifte of de verhandeling van vastgoedcertificaten.

De goedkeuringsprocedure van een emissie van vastgoedcertificaten houdt in dat de Commissie voor Bank- en Financieuzen zich, na ontvangst van een volledig dossier (hetgeen ze zelf beoordeelt), over de goedkeuring van de prospectus en de wijzigingen hiervan binnen een termijn van 15 dagen uitsprekt (art. 24 K.B. 4 maart 1991).

Deze prospectus moet alle nodige gegevens bevatten om het publiek in staat te stellen zich een verantwoord oordeel te vormen over de voorgestelde belegging (art. 23 K.B. 4 maart 1991). Bovendien moet de prospectus vermelden dat hij openbaar gemaakt wordt na goedkeuring door de Commissie voor Bank- en Financieuzen, overeenkomstig art. 129 § 1, tweede lid W.F.T.F.M. en dat deze goedkeuring geen beoordeling inhoudt van de opportuniteit of van de kwaliteit van de verrichting evenmin als van de positie van diegene die ze verwezenlijkt.

De prospectus waaraan een inschrijvingsbiljet in duplo is gehecht, moet elke inschrijver kosteloos worden aangeboden vooraleer een overeenkomst wordt gesloten (art. 71 K.B. 4 maart 1991).

Bovendien moeten de in de prospectus opgenomen gegevens van wezenlijk belang permanent worden bijgewerkt (art. 25 K.B. 4 maart 1991).

De tekst van het statuut van het vastgoedcertificaat en een samenvatting van de overeenkomsten tussen partijen moeten bij de prospectus gevoegd worden (art. 71 K.B. 4 maart 1991). Onder de "overeenkomsten tussen partijen" verstaat

---

<sup>64</sup> X., "Vastgoedcertificaten", *Vastgoedmakelaar*, p. 15.



men de diverse contracten zoals het contract met de beheerscontroleur en de beheerder of zaakwaarnemer.<sup>65</sup>

Ingevolge art. 129 § 1 W.F.T.F.M. moet bij de wijziging van de prospectus steeds het jaarlijks of halfjaarlijks verslag gevoegd worden. Bovendien dient per boekjaar een jaarverslag en een halfjaarverslag over de eerste zes maanden van dat boekjaar openbaar gemaakt te worden. Deze verslagen bevatten een omstandige inventaris van het vermogen van het vastgoedcertificaat en een opgave van de resultaten.

Ook dienen deze verslagen aan de Commissie voor Bank- en Financien te worden toegestuurd.

In tegenstelling met de gewone beleggingsinstellingen, worden deze wetsbepalingen die van toepassing verklaard zijn op de beleggingsinstellingen in vastgoedcertificaten, niet uitgevoerd bij koninklijk besluit (art. 24 K.B. 4 maart 1991).

## *D. VOOR- EN NADELEN VAN VASTGOEDCERTIFICATEN*

### 1. DE VOORDELEN

#### **a. De beperkte inleg**

Sinds 1985 gebeurden alle publieke uitgaven van vastgoedcertificaten tegen een emissieprijs van 10.000 BEF. per certificaat. Hierdoor is de formule zeer toegankelijk voor de kleine belegger.

Bovendien kan men door die beperkte inleg makkelijk een deel van zijn vermogen dat men aan vastgoed wenst te besteden, spreiden over verschillende certificaten. Dit houdt uiteraard een grote mogelijkheid tot risicospreiding in.<sup>66</sup>

#### **b. De toegankelijkheid tot grootschalige projecten**

Vastgoedcertificaten worden uitgegeven voor grootschalige projecten zoals kantoorgebouwen en winkelcentra. Deze bieden dikwijls een beter rendement dan het beleggen in particuliere woningen.<sup>67</sup>

#### **c. Geen bekommernissen**

De juridische eigenaar, de maatschappij die dus de certificaten uitgeeft, vertrouwt het beheer van het gebouw toe aan een gespecialiseerd bureau. Voor be-

---

<sup>65</sup> X., "Vastgoedcertificaten", *Vastgoedmakelaar*, p. 20.

<sup>66</sup> VANTHIENEN, L. en VAN HULLE, C., *Bank- en financieuzen*, Leuven, Acco, 1992, p. 207.

<sup>67</sup> X., "Vastgoedcertificaten", *Budget en recht*, 1994, nr. 118, p. 14.

langrijke beslissingen zal evenwel, afhankelijk van de statuten, een algemene vergadering van certificaathouders samengeroepen worden.<sup>68</sup>

#### **d. Geïndexeerd inkomen**

Aangezien de huurprijzen jaarlijks worden geïndexeerd, stijgen de coupons normaal ook telkens mee. Ook de waarde van het gebouw evolueert grosso modo mee met de index der consumptieprijzen. Op die manier beschermt men zijn geld tegen inflatie.

#### **e. Vlot verhandelbaar**

Met beursgenoteerde vastgoedcertificaten kan men eenvoudigweg op de beurs terecht om de effecten door een financieel tussenpersoon te laten verkopen. Aan een koper voor zijn huis en een notariële akte heeft men dus geen nood.

Daarnaast kunnen vastgoedcertificaten certificaat per certificaat verhandeld worden en hoeft men ze dus niet allemaal samen te verkopen.

Ook de verhandeling onder familieleden is heel eenvoudig. Vastgoedcertificaten zijn immers aan toonder en aldus vermijdt men de zware successie- en schenkingsrechten.

#### **f. Transparantie**

In de uitgifteprospectus staat vermeld in welk vastgoedobject belegd wordt, wie de huurder is met welk huurcontract, wat de uitgiftekosten, de jaarlijkse kosten, vergoedingen en lasten zijn, alsook wat de rechten en de plichten van de certificaathouders zijn.<sup>69</sup>

#### **g. Anonimiteit van de belegging**

In tegenstelling tot de eigenaar van een onroerend goed die in het kadastraal register vermeld staat, is de certificaathouder anoniem en bezit hij effecten aan toonder die hij zonder formaliteiten kan kopen, verkopen of schenken.

#### **h. Lage transactiekosten**

Bij de aan- of verkoop van een onroerend goed dienen registratierechten (12,5 %) en notariskosten betaald te worden. Bij de aan- of verkoop van een vastgoedcertificaat dient maximaal de aan de Brusselse beurs geldende makelaarslonen, kosten en belastingen betaald te worden.

#### **i. Toezicht en waarborgen**

---

<sup>68</sup> X., "Vastgoedcertificaten maken zelfs bakstenen verteerbaar", *F.E.T.*, 3 december 1994.

<sup>69</sup> X., "Vastgoedcertificaten", *Vastgoedmakelaar*, p. 36.

Een publieke uitgifte van een vastgoedcertificaat is maar mogelijk na het bekomen van een goedkeuring "nihil obstat" genaamd, van de Commissie voor Bank- en Financieuzen. De financiële instelling die de uitgifte verzorgt, waarborgt de uitvoering van de verplichtingen die door de uitgevende vennootschap tegenover de certificaathouders werden aangegaan.

De commissaris-revisor zal uit hoofde van zijn functie toezicht uitoefenen op alle verrichtingen en de boeken en de rekeningen van de vennootschap nagaan. Alle verrichtingen m.b.t. het onderliggende onroerend goed moeten ter goedkeuring worden voorgelegd aan een beheerscontroleur. Aan de beheerscontroleur wordt een onherroepelijke machtiging gegeven om het onderliggende onroerend goed met een hypotheek te belasten voor het geval hij dit nodig acht om de belangen van de certificaathouders te vrijwaren.

## 2. DE NADELEN

### a. Risicovol

Men heeft geen enkele zekerheid over het rendement.

Het bedrag van de coupon hangt immers af van de mate waarin het gebouw is verhuurd en de algemene toestand van het gebouw (huurprijs, herstellingskosten).

Bovendien is men ook niet zeker van de verkoopprijs van het gebouw en dus van de terugbetaling van zijn kapitaal.<sup>70</sup>

### b. Geen vaste looptijd

Een vastgoedcertificaat heeft wel een einddatum (meestal 15 à 20 jaar), maar meestal is dit een periode en geen vast tijdstip. Binnen die periode mag de uitgevende maatschappij zelf beslissen wanneer ze het gebouw wenst te verkopen.

### c. Rentegevoelig

Aangezien vastgoedcertificaten tot de lange-termijnbeleggingen behoren, wordt de koers van die effecten ook ten dele bepaald door de evolutie van de lange-termijnrente.

### d. Enge markt

Het aantal vastgoedcertificaten dat wordt uitgegeven is beperkt. Zelfs de beurswaarde van alle vastgoedcertificaten samen vormt slechts een peulschil in vergelijking met enkele grote beursgenoteerde ondernemingen.

Het gevolg daarvan is dat een aankoop- of een verkooporder veel invloed kan hebben op de koers wanneer er niet echt een geïnteresseerde tegenpartij is. Weliswaar zijn de schommelingen dezelfde dag beperkt tot maximaal 5 %.

---

<sup>70</sup> X., "Vastgoedcertificaten", *Budget en recht*, 1994, nr. 118, p. 14.

### **e. Niet echt doorzichtig**

Maatschappijen die een vastgoedcertificaat uitgegeven hebben, moeten slechts één keer per jaar een beheersverslag opmaken. Dit in tegenstelling tot andere beursgenoteerde ondernemingen en instellingen voor collectieve beleggingen die daarnaast ook een halfjaarlijks verslag moeten opmaken.

### *E. VASTGOEDCERTIFICATEN EN SECURISATIE*

Vastgoedcertificaten kunnen ook als een vorm van effectisering worden beschouwd, waarbij een illiquide belegging onder de vorm van een kredietverlening omgezet wordt in een verhandelbaar instrument.<sup>71</sup>

Indien men immers voor de financiering van een bouwproject geen beroep op de emissie van vastgoedcertificaten doet, dan moeten de nodige financiële middelen via kredieten bij financiële instellingen verzameld worden.

Het gebruik van vastgoedcertificaten biedt dus ook voor financiële instellingen, die de vastgoedmaatschappijen meestal in eigendom heeft, een aantal voordelen:

- De financiële instelling moet niet zelf haar werkmiddelen inzetten om het vastgoed te financieren. Immers, indien de huurder van het gebouw het gebouw zelf zou gezeet hebben, en hiervoor een lening bij de financiële instelling had aangegaan, zou de financiële instelling zelf voor het verlenen van dit krediet, heel wat van haar eigen werkmiddelen hebben moeten mobiliseren.
- De financiële instelling loopt geen intrestrisico. Indien er wel een lening voor de financiering van het bouwproject was aangegaan, liep de financiële instelling gedurende de looptijd van de lening wel het risico dat de intrestvoet op deposito's, die de financiële instelling aan haar deponenten moet betalen, hoger wordt dan de intrestvoet op de toegestane lening, waardoor de uitgaven groter worden dan de inkomsten.
- De financiële instellingen slanken hun balansen af, daar minder werkmiddelen vastgelegd worden in kredieten op lange termijn. Dit betekent dat haar eigen vermogen relatief sterker wordt, daar deze middelen niet langer aan risicoweging onderhevig zijn. In het licht van de strenge solvabiliteits-eisen, is dit voor heel wat instellingen een belangrijk voordeel.

### *F. BESLUIT*

Een vastgoedcertificaat is een fiscaal vriendelijk produkt dat in het verleden zeker zijn dienst bewezen heeft om de belegger aan de vastgoedmarkt te laten deelnemen.

---

<sup>71</sup> VANTHIENEN, L. en VAN HULLE, C., *Bank- en financiewezenen*, Leuven, Acco, 1992, p. 208.

Ook in de toekomst kan men nieuwe publieke uitgiften van vastgoedcertificaten verwachten. Enerzijds zal de toenemende interesse van beleggers voor onroerend goed de vraag naar vastgoedcertificaten doen toenemen; anderzijds zullen de nieuwe vastgoedbevaks een geduchte concurrentie betekenen voor de vastgoedcertificaten.

### III. ALGEMEEN BESLUIT

De wet van 4 december 1990 op de financiële transacties en de financiële markten heeft in artikel 122 § 1, eerste lid, 5°, Belgische beleggingsinstellingen de mogelijkheid gegeven om te opteren voor beleggingen in de beleggingscategorie vastgoed. Het K.B. 10 april 1995 heeft de wettelijke bepalingen uitgevoerd en zo de oprichting mogelijk gemaakt van Belgische beleggingsinstellingen die beleggen in vastgoed.

Het collectieve beleggen in vastgoed kent reeds een bepaald succes in België. Sinds vele jaren immers worden in België vastgoedcertificaten aangeboden aan het publiek. Deze certificaten geven aan het publiek de mogelijkheid om deel te nemen aan de financiering van een of meer bij de uitgifte bepaalde onroerende goederen.

De belegger verkrijgt daarbij een vordering op de opbrengsten en de realisatiewaarde van die onroerende goederen. Een van de beperkingen van de vastgoedcertificaten vormt het feit dat zij doorgaans betrekking hebben op een of slechts op een paar onroerende goederen die volgens de contractuele bepalingen gedurende een bepaalde termijn zullen gehouden worden. De certificaten vormen daardoor in de meeste gevallen een beleggingsvorm met een vrij beperkte risicospreiding, die slechts in bepaalde mate kan inspelen op gunstige marktontwikkelingen “zoals verkoop in de goede conjunctuurfase”.

Daarnaast kennen de vastgoedcertificaten andere belangrijke nadelen zoals de zeer beperkte omzet in de dagelijkse notering waardoor deze belegging vrij illiquide is, de vrij hoge kosten, het gebouwenrisico daar het meestal slechts om een enkel gebouw gaat. Vergeten we daarbij echter niet de fiscale tijdbom die onder de meeste vastgoedcertificaten ligt. Vermits immers de jaarlijkse uitkering voor ongeveer de helft uit terugbetaling van kapitaal bestaat, zal bij de verkoop van het onroerend goed belasting moeten betaald worden op het verschil tussen de verkoopwaarde en de fiscale netto-waarde, d.w.z. na afschrijvingen.

De beleggingsinstelling die belegt in vastgoed komt o.a. aan deze nadelen tegemoet doordat ze een minimum risicospreiding dient te verwezenlijken en daarenboven vrij is haar activa te realiseren wanneer haar dat het meest geschikt lijkt. Daarnaast bieden de vastgoedbevaks het voordeel voor eigenaars van een onroerend goed om de loodzware fiscaliteit te verlichten. Evenwel, moet de vastgoedbevak in kwestie op de beurs gebracht worden. Dit kan enkel mits toestemming van de Commissie voor Bank- en Financieuzen. Een goed-

keuring die er slechts komt indien het gebouw voldoet aan een aantal strikte voorwaarden.

Deze nieuwe beleggingsinstelling zal daarenboven de Belgische tegenhanger vormen van vergelijkbare buitenlandse instrumenten die reeds meerdere jaren in Europa en in de Verenigde Staten op de markt zijn. Voor het in voege treden van de wet van 4 december 1990 werden reeds een aantal van dergelijke buitenlandse instellingen op de Belgische publieke markt toegelaten.

Tegenstanders merken echter op dat vergelijkbare buitenlandse beleggingsfondsen in vastgoed het op de beurs niet echt schitterend doen. Zowel de Luxemburgse vastgoed-sicafs, als de Nederlandse vastgoedfondsen ontgoochelden. De sicafs staan soms tot 40% onder hun intrinsieke waarde genoteerd. Laten we echter niet al te vlug oordelen daar deze beleggingsinstrumenten nauwelijks 10 jaar bestaan. Dit is veel te kort om vastgoedbeleggingen op een lange-termijn analyse te kunnen evalueren.

Daar op de vastgoedbevak een stringenter wetgeving van toepassing is, ten voordele van de essentiële transparantie, zal de onderwaardering van dit soort aandelen wellicht tot een minimum beperkt blijven.

In vergelijking met een klassieke vastgoedvennootschap, waar het meestal de bedoeling is een klein dividend uit te keren en zo weinig mogelijk belasting te betalen maar wel een zo groot mogelijke meerwaarde op termijn te realiseren, keert de bevak echter verplicht 80% van de inkomsten uit. Het grote verschil zit hem echter in de fiscaliteit: bij de bevak is er geen vennootschapsbelasting noch op de jaarlijkse inkomsten, noch op de gerealiseerde meerwaarde.

De vastgoedbevak zal de concurrentiestrijd met andere bezitsvormen aanwakkeren en hen ertoe verplichten zich aan te sluiten, aan te passen of te verdwijnen.