



**Bachelorproef
Professionele Opleidingen
Studiegebied Industriële Wetenschappen en Technologie**

Academiejaar 2016-2017

De oprichting van een GVV versus private equity

Bachelorproef aangeboden door
Gilles Dupont
tot het behalen van de graad van
Bachelor in het Vastgoed

begeleider: **Nele Hermie**



**Bachelorproef
Professionele Opleidingen
Studiegebied Industriële Wetenschappen en Technologie**

Academiejaar 2016-2017

De oprichting van een GVV versus private equity

Bachelorproef aangeboden door
Gilles Dupont
tot het behalen van de graad van
Bachelor in het Vastgoed

begeleider: **Nele Hermie**

VOORWOORD

Voor het behalen van mijn bachelordiploma Vastgoed heeft dit werk zich verdiept in de wereld van de “gereguleerde vastgoedvennootschappen” en “niet-beursgenoteerde operationele vastgoedvennootschappen”. Een niet voor de hand liggend onderwerp, maar net daarom was ik vastberaden om mij te verdiepen in deze complexe materie.

De interesse voor dit onderwerp vindt haar oorsprong in het tweede jaar van onze opleiding, waar ons werd geleerd over het bestaan van beursgenoteerde vastgoedbedrijven, vandaag beter gekend als gereguleerde vastgoedvennootschappen. Gezien mijn persoonlijke interesse voor de beurs en vastgoed, prikkelde de combinatie van beide onmiddellijk mijn nieuwsgierigheid. Voorts constateerde ik dat de algemene kennis over deze vastgoedbedrijven bij mijn medestudenten en vrienden eerder gering was. Gezien de grootte van het economisch belang dat deze vastgoedbedrijven vertegenwoordigen, en de beperkte focus ervan tijdens onze opleiding, leek het mij een toegevoegde waarde om dit onderwerp te behandelen. Er werd een poging gedaan om licht te werpen op de (juridische) kenmerken en financiële prestaties van de gereguleerde vastgoedvennootschappen, alsook een korte vergelijking van de essentiële verschillen met niet-beursgenoteerde operationele vastgoedvennootschappen. De uiteindelijke bedoeling was om de aantrekkelijkheid van deze vastgoedbedrijven te onderzoeken voor particuliere beleggers.

Deze bachelorproef kon niet tot stand komen zonder de raad en daad van een aantal personen. Ik wil dan ook mijn oprechte dank betuigen aan volgende personen.

In de eerste plaats, mijn begeleidster, Nele Hermie voor de steun en aanmoediging aan mijn onderwerp, en om mij haar waardevolle inzichten te bieden in de materie.

De hogeschool Odisee, en in het bijzonder alle betrokken docenten van mijn studieloopbaan.

Frederik Snauwaert, CFO van Xior Student Housing, voor de vele verduidelijkingen inzake de gereguleerde vastgoedvennootschappen en de waardevolle informatie die ik mocht vinden in het prospectus van Xior Student Housing.

Tot slot, een warme bedanking aan mijn ouders. Zij waren mijn absolute steun en toeverlaat in alle momenten van mijn studiejaren. Zij hebben mij de tijd en ruimte gegeven om mezelf te ontplooien.

Voorwoord	4
I. Inleiding.....	9
II. De Gereguleerde vastgoedvennootschap.....	10
1. Historiek en wetgevend kader	10
A. Van vastgoedbevak naar Gereguleerde Vastgoedvennootschap	10
B. Huidige wetgeving	12
2. De Gereguleerde Vastgoedvennootschap	13
A. Definitie	13
i. Gereguleerde vastgoedvennootschap	13
ii. Vastgoed.....	15
iii. Openbaar aanbod.....	16
B. Soorten.....	17
i. Openbare gereguleerde vastgoedvennootschap (OGVV)	17
ii. Institutionele gereguleerde vastgoedvennootschap (IGVV).....	17
3. Kenmerken	18
A. Doel oprichting	18
i. Algemeen	18
ii. Fundamenteel verschil met vastgoedbevak	18
B. Toegang tot het GVV-statuut.....	19
C. Vergunningsvoorwaarden	20
i. Vorm	20
ii. Maatschappelijk kapitaal	20
iii. Duur	20
iv. Bestuur	20
v. Toezicht	21
vi. Beheer en organisatie	21
vii. Onafhankelijke vastgoeddeskundige	21
D. Vergunningsaanvraag.....	22
E. Werking	23
i. Promotor	23
ii. Raad van bestuur	24
iii. Algemene vergadering	25
a. Bijeenroeping.....	25
b. Toelating	26
c. Vertegenwoordiging	26
d. Verloop van de vergadering, agendering en verdeling	26
e. Stemrecht.....	27
f. Besluitvorming	27
iv. Onafhankelijke vastgoeddeskundige	28

v.	Commissaris.....	28
a.	Functie	28
F.	Beursgang	29
i.	Openbare uitgifte.....	29
a.	Inbreng in geld of inbreng in natura.....	30
ii.	Free float	31
iii.	Dividendgerechtigde aandelen	31
iv.	Pay-out ratio.....	31
v.	Prospectus.....	32
a.	Inhoud	33
b.	Goedkeuringsprocedure	34
c.	Publicatie	35
G.	Risicobeheer	36
i.	Verplichte risicospreiding van de vastgoedportefeuille	36
a.	Uitzondering.....	37
ii.	Operationele en financiële risico's.....	38
a.	Leegstand.....	38
b.	Evolutie van de reële waarde van de vastgoedportefeuille	38
c.	Renterisico.....	39
H.	Toezicht	40
I.	Verbodsbepalingen	41
i.	Kredietverstrekking en borgstelling	41
ii.	Verbod op vastgoedpromotie.....	42
iii.	Schuldgraad	42
J.	Waardering vastgoedportefeuille.....	44
i.	Onafhankelijke vastgoeddeskundige	44
ii.	Periodieke waardering	45
iii.	Waarderingsmethode	45
4.	Fiscaliteit	46
A.	In hoofde GVV	46
i.	Vennootschapsbelasting.....	46
a.	Tarief en belastbare grondslag	46
b.	Quid Zomerakkoord 2017?.....	47
ii.	Exit-taks	47
a.	Tarief.....	47
b.	Toepassing	48
c.	Quid Zomerakkoord 2017?.....	48
B.	In hoofde aandeelhouder	49

i.	Roerende voorheffing.....	49
a.	Algemeen	49
b.	Verlaagd regime zorgvastgoed	50
c.	Quid Zomerakkoord 2017?.....	50
ii.	Meerwaarden	51
iii.	Vrijstelling van successierechten.....	52
iv.	Beurstaks.....	53
C.	Vergelijking met directe belegging in vastgoed	54
i.	Aankoop.....	54
a.	Registratierechten	54
b.	Hypotheekvestiging.....	55
ii.	Huurinkomsten.....	56
a.	Niet-beroepsmatige verhuring aan natuurlijk persoon.....	56
b.	Beroepsmatige verhuring aan natuurlijk persoon of rechtspersoon...	56
c.	Vergelijking met dividendinkomen openbare GVV	57
iii.	Meerwaarden	58
a.	Tarief.....	58
b.	Belastbare grondslag	58
5.	Prestaties van Belgische openbare GVV's.....	60
A.	Situatieschets.....	60
i.	Financiële resultaten	60
a.	Hoe komt dit?	61
b.	Toekomstige verwachtingen?	62
ii.	Belangrijke parameters.....	63
a.	Schuldgraad	63
b.	Bezettingsgraad	63
c.	Premie op intrinsieke waarde.....	64
d.	Dividendrendement.....	64
B.	Beleggen in een GVV	65
i.	Voordelen	65
a.	Lage instapdrempel en kosten	65
b.	Toegang tot gespreide vastgoedportefeuilles.....	65
c.	Professioneel management	65
d.	Eersteklas dividendbetalers	65
e.	Liquiditeit van de investering	66
f.	Transparant karakter	66
ii.	Nadelen	66
a.	Beursgenoteerd.....	66
b.	Duur geprijsd.....	66

III. Niet-beursgenoteerde vastgoedvennootschap	67
1. Wetgevend kader.....	67
A. AICB-Wet.....	68
i. Achtergrond.....	68
ii. Toepassingsgebied	68
a. Definitie	68
b. Vereisten opgelegd aan de beheerder	68
iii. Kenmerken van de AICB.....	69
a. Instelling voor collectieve belegging	69
b. Ophalen van kapitaal.....	70
c. Reeks beleggers	70
d. Bepaald beleggingsbeleid	70
e. Belang van de belegger	70
iv. Al dan niet toepassing?	71
2. Prospectusplicht?	72
3. Beleggingsbeleid.....	73
A. Vergelijking met openbare GVV.....	73
i. Risicospreiding.....	73
ii. Schuldgraad	73
iii. Geen verplichte pay-out ratio	73
iv. Geen verbod op vastgoedpromotie.....	74
v. Onafhankelijke vastgoeddeskundige	74
4. Fiscaal regime.....	75
A. In hoofde vennootschap	75
B. In hoofde aandeelhouder	75
i. Roerende voorheffing.....	75
ii. Meerwaarden	75
5. Belegging: voor- en nadelen.....	76
i. Voordelen	76
a. Niet-beursgenoteerd.....	76
b. Lage instapdrempel	76
ii. Nadelen (in vergelijking met GVV)	76
a. Niet onderhevig aan onafhankelijke analyses.....	76
b. Minder liquide verhandelbaarheid	76
IV. Conclusie	77
V. Bibliografie	78

I. INLEIDING

Met een baksteen in de maag, is het investeren in vastgoed voor heel wat Belgen een tweede natuur geworden. Over de generaties heen wordt nog steeds met de paplepel ingegeven dat de verwerving van één of meerdere woningen cruciaal is om een vermogen op te bouwen. Het is onder impuls van deze mentaliteit dat de woningprijzen in België decennialang zijn blijven stijgen, en dat Belgisch vastgoed zelfs zonder al te grote kleerscheuren de mondiale financiële crisis van 2008 heeft weten te overleven.

Omwille van de hoge vastgoedprijzen is het anno 2017 niet evident voor starters om een eigen woning te verwerven, laat staan om daarnaast nog bijkomend vastgoed te kunnen verwerven als investering. Zij die hier toch in slagen, worden geconfronteerd met niet enkel de hoge kosten verbonden aan het onderhoud, maar ook fiscale kosten bij de aankoop (registratierechten) en bezit (onroerende voorheffing) van hun vastgoed. De molen aan administratie mag ook niet worden onderschat.

Bijgevolg wil ik de mensen erop wijzen dat het nog steeds mogelijk is om zelfs met een beperkt kapitaal in vastgoed te investeren. Het gaat om een indirecte investering in vastgoed, namelijk via aandelenbezit in een gereguleerde vastgoedvennootschap (GVV) of een niet-beursgenoteerde operationele vastgoedvennootschap, welke thuis hoort in de wereld van de *private equity*.

Gezien de grootte van het economisch belang dat de gereguleerde vastgoedvennootschappen vertegenwoordigen, zal dit werk zich vooral focussen op de kenmerken en prestaties van deze vastgoedbedrijven, en een korte vergelijking maken van de verschillen met niet-beursgenoteerde operationele vastgoedvennootschappen. Als concreet voorbeeld zal voor laatste het Quares Student Housing Fund gehanteerd worden.

Het opzet van dit werk bestaat erin de lezer vertrouwd te maken met het bestaan van voormelde vastgoedbedrijven op een breed niveau, gaande van hun wetgevend kader tot de financiële aspecten. Op deze manier kan een investering in deze vastgoedbedrijven al dan niet overwogen worden.

II. DE GEREGLEMENTEERDE VASTGOEDVENNOOTSCHAP

1. Historiek en wetgevend kader

A. Van vastgoedbevak naar Gereguleerde Vastgoedvennootschap

“Het “publiek” investeren in vastgoed wordt sinds 1995 omkaderd door de wetgeving met betrekking tot de instellingen voor collectieve belegging (“ICBs”), en werd meer bepaald uitgewerkt in het regime van de “vastgoedbevaks” (ICB-Wet van 3 augustus 2012 en het KB van 7 december 2010 met betrekking tot de vastgoedbevaks).” (Claes, Hermans & Van Bever, 2014)

Dit KB vermeldt dat de openbare vastgoedbevak, alsook haar dochtervennootschappen, hun activa dienen te beleggen in vastgoed. Onder “vastgoed” moet worden verstaan:

- *“onroerende goederen, als gedefinieerd in de artikelen 517 en volgende van het Burgerlijk Wetboek, en zakelijke rechten op onroerende goederen;*
- *aandelen met stemrecht uitgegeven door vastgoedvennootschappen, die exclusief of gezamenlijk worden gecontroleerd door de vastgoedbevak;*
- *optierechten op vastgoed;*
- *aandelen van openbare of institutionele vastgoedbevaks, op voorwaarde dat hierover, in laatstgenoemd geval, een gezamenlijke of exclusieve controle wordt uitgeoefend;*
- *rechten van deelneming in buitenlandse instellingen voor collectieve belegging in vastgoed die zijn ingeschreven op de in artikel 129 van de wet bedoelde lijst;*
- *publiek uitgegeven vastgoedcertificaten;*
- *rechten die voortvloeien uit contracten waarbij aan de vastgoedbevak goederen in leasing worden gegeven, of andere soortgelijke gebruiksrechten worden verleend.” (Dossche, 2008)*

(art. 34, § 1 KB m.b.t. de vastgoedbevaks, 2010)

De Belgische wetgever had verschillende redenen om het mogelijk te maken voor instellingen voor collectieve belegging (ICBs) om te beleggen in vastgoed.

“Men wou een kapitaalvlucht naar het buitenland vermijden, waar dergelijke alternatieve vorm van beleggen in vastgoed reeds bestond en waar men bijgevolg ook kon genieten van alle voordelen die met deze manier van beleggen gepaard gaan (geen aanzienlijk kapitaal vereist, geen beheerskosten, geen zware administratie,...). De invoering van deze nieuwe beleggingsvorm in België was

bijgevolg nodig om de concurrentie met de buitenlandse equivalenten het hoofd te kunnen bieden.

Vervolgens wilde men deze vastgoedmarkt nieuwe impulsen geven. Voor de financiering van vastgoedprojecten kon men nu beroep doen op verschillende particulieren, omwille van de notering op de beurs, i.p.v. enkel op kredietinstellingen. Op deze manier kon men een financiering tegen goede voorwaarden creëren.

Ten slotte wilde de overheid zo ook meer werkgelegenheid creëren in de bouwsector.”(Dossche, 2008)

Door hun statuut van ICB zouden vastgoedbevaks echter vanaf de inwerkingtreding van de wet tot omzetting van de “Asset Investment Fund Managers Directive” (“AIFMD-richtlijn”) van 2011 als “alternatieve beleggingsinstellingen voor collectieve belegging” (“AICBs”) worden beschouwd. Bijgevolg zouden de vastgoedbevaks aan de bijkomende wettelijke omkadering van deze instellingen moeten voldoen.

Het bezwaar was echter dat deze bijkomende omkadering als alternatieve beleggingsinstelling, voor specifiek de vastgoedbevaks, geen echte meerwaarde inhoudt, en dat dergelijk juridisch kader inhoudelijk niet afgestemd zou zijn op de activiteiten van de vastgoedbevaks.

De Belgische wetgever is daarom over de grenzen heen gaan kijken, en daaruit bleek dat in de naburige EU-lidstaten vastgoedbedrijven meestal niet georganiseerd zijn als “beleggingsfondsen”, en bijgevolg niet noodzakelijk onderworpen zijn aan de AIFMD-wetgeving. De vastgoedbevaks zijn er georganiseerd als “REIT-regimes” met specifieke kenmerken, en met een gelijkaardige fiscale transparantie als deze van de beleggingsfondsen. Bijvoorbeeld: de “Real Estate Investment Trust” (“REIT”) in het Verenigd Koninkrijk, de “Sociétés d’investissement immobilier Cotées” (“SIIC”) in Frankrijk, de “deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen” (“REIT-AG”) in Duitsland en de “Fiscale Beleggingsinstellingen” (“FBB”) in Nederland.

(Claes, Hermans, & Van Bever, 2014)

De kenmerken van deze REIT-regimes maken de sector een aantrekkelijke belegging voor zowel particuliere als institutionele beleggers.

B. Huidige wetgeving

De Belgische wetgever heeft met de Wet van 12 mei 2014 betreffende de Gereguleerde Vastgoedvennootschappen (“GVV-Wet”) willen tegemoetkomen aan de geldende REIT-regimes in de ons omringende buurlanden. Met de “gereguleerde vastgoedvennootschap” (“GVV”) werd beoogd ook in België een apart REIT-statuut in te voeren, naast het statuut van de vastgoedbevak (een reglementair kader dat behouden blijft). Deze wet is in werking getreden op 16 juli 2014.

Met de GVV-Wet worden de sector dezelfde mogelijkheden geboden als deze die in de ons omringende buurlanden bestaan: a) ofwel zich organiseren als alternatief beleggingsfonds (vastgoedbevak), b) ofwel de activiteit voeren als commerciële vennootschap, en in aanmerking komen voor het statuut van GVV (dat buiten het toepassingsgebied van de AIFMD-wetgeving valt).

Aan de reeds bestaande vastgoedbevaks werd de mogelijkheid gegeven over te stappen naar het statuut van GVV door hiervoor een vergunning aan te vragen bij de “Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten” (“FSMA”). Dit moest gebeuren binnen een periode van 4 maanden, te rekenen vanaf de inwerkingtreding van de GVV-Wet, met als einddatum 16 november 2014. Dit was een groot succes, aangezien alle openbare vastgoedbevaks zijn overgestapt naar het statuut van gereguleerde vastgoedvennootschap. Deze specifieke voorwaarden tot vergunning als gereguleerde vastgoedvennootschap zullen later in dit werk besproken worden.

Met de invoering van het GVV-statuut is de Belgische wetgever tegemoet gekomen aan een statuut dat beter is afgestemd op de economische realiteit, en dat een juridisch kader bevat dat beter aansluit bij de activiteiten van deze operationele en commerciële vastgoedbedrijven.

(Claes, Hermans, & Van Bever, 2014)

(art. 77, § 1, 2^e lid GVV-Wet, 2014)

2. De Gereguleerde Vastgoedvennootschap

A. Definitie

i. Gereguleerde vastgoedvennootschap

De gereguleerde vastgoedvennootschap is een vennootschap die i) wordt opgericht voor onbepaalde duur, ii) die vergund is door en onder het toezicht staat van de FSMA en iii) die in art. 4 van de GVV-Wet wordt gedefinieerd vanuit haar activiteit.

Deze activiteit bestaat uit het ter beschikking stellen (lees: “verhuren”), rechtstreeks of via een vennootschap waarin zij een deelneming bezit, van onroerende goederen aan gebruikers, en eventueel binnen de daartoe bepaalde grenzen, het bezitten van andere types van vastgoed, zoals bepaald in art. 2, 5°, vi tot x, van de GVV-Wet (aandelen in openbare vastgoedbeveks, rechten van deelneming in bepaalde buitenlandse instellingen voor collectieve beleggingen, aandelen uitgegeven door andere REIT's en vastgoedcertificaten).

(Dierckx & Peeters, 2015)

De GVV kan in het kader van deze terbeschikkingstelling van de onroerende goederen in portefeuille alle activiteiten uitoefenen die verbonden zijn aan de oprichting, de verbouwing, de renovatie, de ontwikkeling (voor eigen portefeuille), de verwerving, de vervreemding, het beheer en de exploitatie van onroerende goederen.

(art. 4. §1 GVV-Wet, 2014)

De vennootschap heeft tevens bij de oprichting steeds de vorm van een naamloze vennootschap of van een commanditaire vennootschap op aandelen.

(art. 11. §4 GVV-Wet, 2014)

België telt momenteel 17 openbare GVV's naar Belgisch recht, waarvan Xior Student Housing de meest recente is.

**De 17 Belgische openbare gereguleerde
vastgoedvennootschappen**

Naam	Sector
Montea	Magazijnen
Qrf	Winkelpanden
Befimmo	Kantoren
Vastned Retail Belgium	Winkelpanden
Retail Estates	Baanwinkels
Intervest Offices & Warehouses	Kantoren / magazijnen
Wereldhave Belgium	Kantoren / shoppingcentra
Home Invest Belgium	Appartementen
Immo Moury	Allerlei
Ascencio	Winkelpanden
WDP	Magazijnen
Cofinimmo	Kantoren / rusthuizen
Leasinvest RE	Allerlei
Aedifica	Rusthuizen / appartementen
Warehouses Estates Belgium	Allerlei
Care Property Invest	Serviceflats
Xior Student Housing	Studentenkoten

(Suy, 2016)

(FSMA, 2017)

ii. Vastgoed

De doorsnee burger denkt bij “vastgoed” spontaan aan de klassieke vormen, zoals een huis, appartement of (bouw)grond, maar voor vastgoedbedrijven als de GVV omvat het een ruim begrip. Artikel 2, 5^o, i tot x, van de GVV-Wet bepaalt als volgt wat er onder “vastgoed” moet worden verstaan:

- *“onroerende goederen als gedefinieerd in art. 517 en volgende van het Burgerlijk Wetboek, en de zakelijke rechten op onroerende goederen, met uitsluiting deze van bosbouwkundige, landbouwkundige of mijnbouwkundige aard;*
- *aandelen met stemrecht uitgegeven door vastgoedvennootschappen, die exclusief of gezamenlijk worden gecontroleerd door de betrokken openbare GVV;*
- *optierechten op vastgoed;*
- *aandelen van openbare of institutionele GVV's, op voorwaarde dat over laatste een gezamenlijke of exclusieve controle door de betrokken openbare GVV wordt uitgeoefend;*
- *rechten die voortvloeien uit contracten waarbij aan de GVV één of meer goederen in leasing worden gegeven, of andere soortgelijke gebruiksrechten worden verleend;*
- *aandelen van openbare vastgoedbevaks;*
- *rechten van deelneming in buitenlandse ICBs in vastgoed die zijn ingeschreven de lijst, zoals bedoeld in art. 260 van de wet van 19 april 2014;*
- *rechten van deelneming in buitenlandse ICBs in vastgoed die in een andere lidstaat van de Europese Economische Ruimte (EER) zijn gevestigd en niet zijn ingeschreven op de in art. 260 van de wet van 19 april 2014 bedoelde lijst, voor zover zij aan een gelijkwaardig toezicht zijn onderworpen als de openbare vastgoedbevaks;*
- *aandelen uitgegeven door andere Real Estate Investment Trust (REITs) en die ressorteren onder het recht van een andere lidstaat van de Europese Economische Ruimte (EER);*
- *publiek uitgegeven vastgoedcertificaten.”*

In de praktijk zal de GVV zich hoofdzakelijk bezighouden met haar financiële middelen te beleggen in een vooraf bepaald type van vastgoed, variërend van residentieel tot logistiek, om zo een concrete vastgoedportefeuille op te bouwen en hieruit huurinkomsten te genereren. Zij kan ook kiezen voor een combinatie van types vastgoed. Zo belegt Cofinimmo in zowel kantoren als zorgvastgoed, en belegt Xior Student Housing uitsluitend in studentenhuisvesting.

iii. Openbaar aanbod

De openbare GVV moet haar financiële middelen aantrekken via een openbaar aanbod van aandelen. Zonder te voldoen aan deze vereiste kan de vennootschap anders niet kwalificeren als openbare GVV. Artikel 21 en 23, § 3, van de GVV-Wet bepalen namelijk dat de openbare GVV uiterlijk binnen een termijn van één jaar, na inschrijving op de lijst van de openbare GVV's van de FSMA, dient over te gaan tot een openbaar aanbod tot verkoop of inschrijving van ten minste 30 % van haar stemrechtverlenende effecten. Dit betekent concreet dat ten minste 30 % van de stemrechtverlenende effecten continu en permanent in het bezit moet zijn van het publiek. Op de overige 70 % rust er geen wettelijke verplichting tot openbare aanbieding.

Artikel 3, § 1, van de Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt ("Prospectuswet") bepaalt wat onder een "openbare aanbieding" moet worden verstaan:

Ten eerste, "een in om het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling waarin voldoende informatie over de voorwaarden van de aanbieding en de aangeboden beleggingsinstrumenten wordt verstrekt om een belegger in staat te stellen tot aankoop van of inschrijving op deze beleggingsinstrumenten te besluiten, en die wordt verricht door de instelling die in staat is om de beleggingsinstrumenten uit te geven of over te dragen."

De Prospectuswet bepaalt ook dat voor volgende aanbiedingen geen sprake is van een openbaar aanbod:

- *"de aanbiedingen van effecten die uitsluitend gericht zijn aan gekwalificeerde beleggers;*
- *de aanbiedingen van effecten die gericht zijn aan minder dan 150 natuurlijke of rechtspersonen die geen gekwalificeerde beleggers zijn;*
- *de aanbiedingen van effecten die een totale tegenwaarde van ten minste 100.000 euro per belegger en per afzonderlijke aanbieding vereisen;*
- *de aanbiedingen van effecten met een nominale waarde per eenheid van ten minste 100.000 euro;*
- *de aanbiedingen van effecten met een totale tegenwaarde van minder dan 100.000 euro."*

(art. 3, § 2 Prospectuswet, 2006)

Ten tweede, moeten de aandelen van de openbare GVV tot de verhandeling op een "Belgische gereguleerde markt" worden toegelaten die voor het publiek toegankelijk is.

(art. 21 GVV-Wet, 2014)

Met een gereglemeenteerde markt bedoelt men *“een door een marktonderneming geëxploiteerd en/of beheerd multilateraal systeem dat verschillende koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten samenbrengt of het samenbrengen daarvan vergemakkelijkt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit met betrekking tot financiële instrumenten die volgens de regels en/of de systemen van de markt tot de handel zijn toegelaten”*.

(art. 2, 5° Wet toezicht op de financiële sector, 2002)

Met de “marktonderneming” bedoelt men de persoon of personen die het bedrijf van een gereglemeenteerde markt beheren en/of exploiteren; de gereglemeenteerde markt kan de marktonderneming zelf zijn. Een concreet voorbeeld van een marktonderneming is Euronext Brussel nv of kortweg soms ook de Brusselse aandelenbeurs genoemd. De aandelen van de 17 openbare GVV's die België momenteel telt zijn genoteerd op Euronext Brussel.

(art. 2, 5°, 6°, 7° Wet toezicht op de financiële sector, 2002)

B. Soorten

i. Openbare gereglemeenteerde vastgoedvennootschap (OGVV)

Een GVV waarvan de aandelen tot de handel op een gereglemeenteerde markt toegelaten zijn en die haar financiële middelen in België of in het buitenland aantrekt via een openbaar aanbod van aandelen.

(art. 2, 2° GVV-Wet, 2014)

ii. Institutionele gereglemeenteerde vastgoedvennootschap (IGVV)

Een GVV die onder de exclusieve of gezamenlijke controle staat van een OGVV, die haar financiële middelen in België of in het buitenland uitsluitend aantrekt bij in aanmerking komende beleggers die voor eigen rekening handelen en waarvan de effecten uitsluitend door dergelijke beleggers kunnen worden verworven.

(art. 2, 3° GVV-Wet, 2014)

Deze vorm staat dus (deels) onder controle van een OGVV en is enkel toegankelijk voor institutionele beleggers, dus niet voor particuliere of de zogenaamde “kleine beleggers”. Dit hoofdstuk zal zich bijgevolg beperken tot de bespreking en analyse van de OGVV.

3. Kenmerken

A. Doel oprichting

i. Algemeen

Zoals eerder gemeld, hebben openbare GVV's tot doel financiële middelen te verzamelen bij beleggers (via een openbaar aanbod van aandelen) waarmee ze hun vooropgestelde strategie kunnen realiseren, namelijk: het opbouwen van grootschalige vastgoedportefeuilles om hieruit huurinkomsten te genereren.

In het kader hiervan is het de GVV toegelaten om alle activiteiten uit te oefenen die verband houden met de oprichting, de verbouwing, de renovatie, de ontwikkeling, de verwerving, de vervreemding, het beheer en de exploitatie van haar onroerende goederen. Ze moet eveneens een strategie volgen die ertoe strekt haar onroerende goederen voor lange termijn in bezit te houden. Uit deze gegevens kan worden afgeleid dat een actief beheer centraal staat bij de uitoefening van de activiteiten, waarbij zij zelf instaat voor het dagelijks beheer en de ontwikkeling van de vastgoedportefeuille.

(art. 4, § 1-2 GVV-Wet, 2014)

De verzamelde financiële middelen laten haar ook toe om te kunnen profiteren van "schaalgrootte" bij de aankoop van vastgoed (bijvoorbeeld: kopen per gebouw i.p.v. per unit), alsook het realiseren van een gezonde risicospreiding. Dit biedt het voordeel aan beleggers/aandeelhouders dat zij reeds vanaf een kleine investering, zijnde de prijs van een aandeel, toegang hebben tot een vastgoedportefeuille die enkel gereserveerd zou zijn voor zeer grote vastgoedbeleggers. Zo bedroeg de waarde van de vastgoedportefeuille van Xior Student Housing op datum van de beursgang (11 december 2015) 196 miljoen euro, verspreid over 48 gebouwen.

ii. Fundamenteel verschil met vastgoedbevak

Zoals eerder gezegd blijft het reglementair kader van de vastgoedbevaks behouden, ondanks de invoering van het GVV-statuuut in 2014. Waar de vastgoedbevaks voorheen in essentie dezelfde activiteit uitvoerden zoals de GVV's vandaag, zijn ze niet enkel juridisch maar ook fundamenteel twee verschillende vehikels. Dit wordt nader beschreven zoals in het KB van 13 juli 2014 met betrekking tot de gereguleerde vastgoedvennootschappen ("GVV-KB"):

1. *"de gereguleerde vastgoedvennootschappen zijn gewone operationele vennootschappen, die dienen te handelen overeenkomstig hun*

maatschappelijk doel (wat inhoudt dat rekening moet gehouden worden met andere belangen dan het uitsluitende belang van de aandeelhouders, zoals het belang van hun klanten, die de gebruikers zijn van de gebouwen), daar waar de vastgoedbevaks instellingen voor collectieve belegging zijn die onderworpen zijn aan het principe van het “collectief beheer in het uitsluitende belang van de aandeelhouders”;

- 2. de gereglementeerde vastgoedvennootschappen hebben een algemeen commercieel doel: het ter beschikking stellen van onroerende goederen aan gebruikers, daar waar de vastgoedbevaks, zoals alle alternatieve instellingen voor collectieve belegging, kapitaal bundelen dat opgehaald wordt bij een reeks beleggers om het te beleggen overeenkomstig een beleggingsbeleid;*
- 3. de gereglementeerde vastgoedvennootschappen streven een bedrijfsstrategie na en geen beleggingsbeleid; zij kunnen een openbaar beroep doen op het spaarwezen, maar om de aangetrokken financiële middelen aan te wenden voor hun bedrijfsdoeleinden in het algemeen, in functie van de noden die ontstaan uit hun strategie, en niet om ze te beleggen overeenkomstig een statutair beleggingsbeleid."*

De conclusie uit voormelde gegevens is dat de Belgische overheid met het GVV-statuut in die mate heeft rekening gehouden met het vastgoedgegeven, dat er een grote focus is op de belangen van de gebruikers van haar onroerende goederen en niet uitsluitend de belangen van haar aandeelhouders.

B. Toegang tot het GVV-statuut

De Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA) stelt elk jaar een lijst op van de openbare gereglementeerde vastgoedvennootschappen die krachtens de GVV-Wet een vergunning hebben. Die lijst wordt elk jaar bekendgemaakt op haar website. De wijzigingen die tussen twee jaarlijkse publicaties in worden aangebracht in de lijst worden ook geregeld bekendgemaakt op haar website.

Iedere operationele vastgoedvennootschap die het statuut van openbare GVV wenst aan te nemen dient hiervoor een vergunning aan te vragen bij de FSMA. Bij deze vergunningsaanvraag moet een dossier worden bijgevoegd dat beantwoordt aan de door de FSMA vastgestelde voorwaarden en waarmee de aanvragende vennootschap aantoonbaar voldoet aan de vergunningsvoorwaarden opgelegd door de GVV-Wet en de ter uitvoering ervan genomen besluiten en reglementen. Vervolgens zal de FSMA zich uitspreken over de vergunningsaanvraag binnen de drie maanden na de indiening van een volledig dossier.

Dossche (2008) schrijft dat het in de praktijk een reeds bestaande operationele vastgoedvennootschap, die haar vastgoed heeft verworven ofwel door aanwending van haar beschikbare middelen, ofwel via inbreng in natura of fusie, zal zijn die om een vergunning als GVV verzoekt. Dit is logisch omdat aan het GVV-statuuut een beursgang van de vennootschap gekoppeld is. Vennootschappen (en haar leidinggevendenden) in het algemeen die een beursgang ambiëren dienen een “track record” van de prestaties voor te leggen, opdat vertrouwen en interesse van beleggers kan gewonnen worden.

(art. 9, § 1-4 GVV-Wet, 2014)

C. Vergunningsvoorwaarden

i. Vorm

De openbare gereguleerde vastgoedvennootschap dient te worden opgericht als een naamloze vennootschap of een commanditaire vennootschap op aandelen.

(art. 11, § 4 GVV-Wet, 2014)

ii. Maatschappelijk kapitaal

Het maatschappelijk kapitaal mag niet minder bedragen dan 1.200.000 EUR en dient volledig volstort te zijn bij oprichting van de vennootschap.

(art. 11, § 2 GVV-Wet, 2014)

iii. Duur

De vennootschap wordt opgericht voor onbepaalde duur. Deze wettelijke verplichting is logisch aangezien de GVV een langetermijnstrategie ambieert in de uitbouw en het beheer van haar vastgoedportefeuille.

(art. 11, § 6 GVV-Wet, 2014)

iv. Bestuur

De leden van de raad van bestuur, de personen belast met de effectieve leiding, en de verantwoordelijken voor de onafhankelijke controlefuncties dienen voor de uitoefening van hun functie over de vereiste professionele betrouwbaarheid en deskundigheid te beschikken.

(art. 14, § 1 GVV-Wet, 2014)

v. Toezicht

Het dagelijks bestuur dient te worden toevertrouwd aan tenminste twee natuurlijke personen, die daarbij ook in de raad van bestuur zetelen.

(art. 14, § 3 GVV-Wet, 2014)

vi. Beheer en organisatie

Voor de realisatie van haar activiteit dient de GVV te beschikken over een eigen beheerstructuur en een geschikte administratieve, boekhoudkundige, financiële en technische organisatie. Deze werking moet jaarlijks worden beoordeeld aan de hand van passende interne controles.

(art. 17, § 1-2 GVV-Wet, 2014)

Dit verzekert een actief beheer op zowel haar interne werking, als de vastgoedportefeuille.

vii. Onafhankelijke vastgoeddeskundige

Teneinde een objectieve waardering van haar vastgoedportefeuille te verzekeren, moet de GVV één of meer onafhankelijke vastgoeddeskundigen aanwijzen die instaan voor de waardering van de vastgoedportefeuille (en dat van haar eventuele dochtervennootschappen). *“Deze vastgoeddeskundige dient te beschikken over de voor vastgoedwaardering vereiste professionele betrouwbaarheid en passende ervaring, en beschikt over een geschikte organisatie voor zijn opdrachten als deskundige. De vergoeding van de deskundige mag rechtstreeks noch onrechtstreeks verband houden met de waarde van het door hem aan expertise onderworpen vastgoed.”* (art. 24, § 1 GVV-Wet, 2014).

Deze objectiviteit en deskundigheid wordt gegarandeerd doordat enkel door de FSMA goedgekeurde vastgoedtaxateurs de vastgoedportefeuilles van GVV's mogen waarderen.

Vervolgens mag een vastgoeddeskundige slechts gedurende een periode van maximaal drie jaar met de waardering van bepaald vastgoed worden belast. Dezelfde deskundige mag pas opnieuw aangesteld worden nadat een periode van drie jaar is verstreken na afloop van de vorige periode.

(art. 24, § 2 GVV-Wet, 2014)

D. Vergunningsaanvraag

De aanvraag tot vergunning van een gereguleerde vastgoedvennootschap dient te gebeuren bij de FSMA. Bij deze vergunningsaanvraag dient een dossier te worden bijgevoegd die, overeenkomstig art. 3 punten 1° tot 14° van het GVV-KB, volgende informatie bevat:

- een kopie van de statuten van de openbare GVV;
- de opgave van de personen met wie de vennootschap is verbonden of een deelnemingsverhouding heeft, en de aandeelhoudersovereenkomsten die, in voorkomend geval, zijn gesloten;
- de opgave van de identiteit van de promotoren, dit zijn de personen die een exclusieve of gezamenlijke controle uitoefenen over de openbare GVV;
- de samenstelling van de vennootschapsorganen, alsook de opgave van de identiteit van de commissaris(sen);
- de opgave van de identiteit van de bestuurders, de zaakvoerders, de leden van het directiecomité, de personen belast met het dagelijks bestuur, verantwoordelijken voor de onafhankelijke controlefuncties en de effectieve leiders van de openbare GVV, waarbij een curriculum vitae en een recent bewijs van goed gedrag en zeden worden overgelegd;
- de elementen waaruit blijkt dat de raad van bestuur minsten drie onafhankelijke leden telt;
- een beschrijving van de beleidsstructuur en van de administratieve, boekhoudkundige, financiële en technische organisatie van de openbare GVV in het licht van de voorgenomen werkzaamheden, zoals bedoeld in art. 4 van de GVV-Wet;
- een financieel plan over een periode van drie jaar vanaf de datum van vergunning, met daarin opgenomen a) prospectieve balansen en resultatenrekeningen, b) een minimum beleggingsbudget dat de openbare GVV in staat stelt de door haar aangekondigde strategie tijdens voornoemde periode van drie jaren te verwezenlijken, c) een inventaris van het vastgoed dat de vennootschap al in bezit heeft, en van ander relevant vastgoed, d) de verantwoording dat de openbare GVV en haar dochtervennootschappen aan de in artikel 4 van de GVV-Wet bedoelde criteria voldoen;
- de opgave van de identiteit van de aangestelde vastgoeddeskundige(n), alsook de gesloten modelovereenkomst(en);
- behalve wanneer haar aandelen vóór de vergunning reeds tot de verhandeling op een artikel 2, eerste lid, 5°, van de wet van 2 augustus 2002 bedoelde Belgische gereguleerde markt (Euronext Brussel) zijn toegelaten, de verbintenis van de openbare GVV om de toelating van haar aandelen tot een dergelijke verhandeling te vragen binnen een termijn van maximum een jaar na haar vergunning;
- de verbintenissen van de promotoren van de openbare GVV.

De FSMA kan gedurende de vergunningsaanvraag om bijkomende inlichtingen vragen, die zij noodzakelijk acht voor de beoordeling. Na controle van het ingediende dossier en bij goedkeuring van de vergunning, schrijft de FSMA de openbare GVV in op de lijst van openbare gereguleerde vastgoedvennootschappen.

(art. 9, § 3 GVV-Wet, 2014)

De FSMA dient zich uit te spreken over de vergunningsaanvraag binnen de drie maanden na de indiening van het dossier.

Op basis van de vergunningsvoorwaarden kunnen we concluderen dat het statuut van openbare gereguleerde vastgoedvennootschap niet zeer toegankelijk is, in die mate dat haar strakke juridische en financiële verplichtingen zijn opgelegd. Dit maakt van de GVV's wel uiterst professioneel gerunde vastgoedbedrijven, wat ook in het voordeel is van de gebruikers van haar onroerende goederen alsook haar aandeelhouders.

E. Werking

i. Promotor

Art. 2, 13° van de GVV-Wet bepaalt dat onder “promotor” van de openbare GVV moet worden verstaan *“de personen die een exclusieve of gezamenlijke controle uitoefenen over de openbare GVV (of over de zaakvoerderrechtspersoon van de openbare GVV die de vorm van een commanditaire vennootschap op aandelen heeft aangenomen”*.

Deze promotoren dienen voor de uitoefening over de vereiste professionele betrouwbaarheid en deskundigheid te beschikken, eigen aan hun functie.

(art. 14, § 1 GVV-Wet, 2014)

In de praktijk zal het gaan om de personen die een belangrijk belang aanhouden in de vennootschap, alsook een rol spelen in de leiding en strategie van de openbare GVV. Zo treedt in het geval van Xior Student Housing de vennootschap Aloxe NV op als promotor. Op datum van de beursgang (11 december 2015) hield zij 23,06% van de aandelen aan. Zij heeft haar aandeelhouders (Christian Teunissen en Frederik Snauwaert) benoemd als “opvolgers”, waarmee het promotorschap wordt overgedragen. Voornoemde personen nemen eveneens de rollen waar van Chief Executive Officer (CEO) en Chief Financial Officer (CFO). Deze functies zijn niet noodzakelijk verbonden met het promotorschap.

(Prospectus Xior, 2015)

De volgende verplichtingen rusten eveneens op de promotor(en), overeenkomstig artikel 23, § 1-5, van de GVV-Wet:

- *“De promotoren van de openbare GVV maken zich sterk dat de uitgiftevoorwaarden van elke kapitaalverhoging, die bij openbare aanbidding geschiedt in de loop van de drie jaar die volgen op datum van haar vergunning, voorzien in het geval dat de kapitaalverhoging niet tot stand komt en dat vervolgens het inschrijvingsbedrag aan de inschrijvers wordt terugbetaald, indien het bedrag van het reeds geplaatste kapitaal, vermeerderd met het totaalbedrag van alle inschrijvingen samen na afsluiting van de inschrijvingsperiode, lager ligt dan het bedrag waarvan sprake in het vergunningsdossier bedoelde minimum beleggingsbudget. Het prospectus vermeldt ook de verbintenis van de promotoren tot terugbetaling aan de inschrijvers van de door hen voor de inschrijving betaalde provisies en makelaarslonen, indien sprake van voornoemd geval.”*

Dit voorschrift is bedoeld om de beleggers van het eerste uur (inschrijvers) te beschermen tegen het nadeel als gevolg van het onvermogen van de openbare GVV om een vastgoedportefeuille samen te stellen naar verhouding van wat zij bij haar beursgang heeft voorgesteld. Dit nadeel kan van diverse aard zijn, bijvoorbeeld een onvoldoende risicodiversificatie van haar vastgoedportefeuille.

(Dossche, 2008)

- *“De promotoren moeten erop toezien dat, bijvoorbeeld door middel van openbare aanbiedingen tot verkoop of tot inschrijving, ten minste 30% van de stemrechtverlenende effecten van de openbare GVV continu en permanent in het bezit zijn van het publiek vanaf één jaar na de vergunning.”*

Voornoemde verplichting zal nog nader toegelicht worden onder punt F – ii “Free float”.

ii. Raad van bestuur

Het bestuursorgaan van de openbare GVV is de “raad van bestuur”, indien de vennootschap is opgericht onder de vorm van een naamloze vennootschap, of de “zaakvoerder”, indien zij is opgericht als commanditaire vennootschap op aandelen. Het bestuursorgaan dient zo te worden samengesteld dat de openbare GVV kan worden bestuurd in functie van haar voorgenomen activiteit.

(art. 13 – 15 GVV-Wet, 2014)

“In de praktijk beperkt de rol van de raad van bestuur zich, naast het uitoefenen van een volledige en daadwerkelijke controle over de vennootschap, tot het bepalen van strategische doelstellingen.” (Dossche, 2008)

De raad van bestuur moet minstens drie onafhankelijke leden tellen zoals in de zin van artikel 526ter van het Wetboek van Vennootschappen. *“Op deze manier zijn de vertegenwoordigers van de promotor niet in de mogelijkheid om hun visie en beslissingen op te dringen aan de andere bestuurders.” (Dossche, 2008)*

De effectieve leiding en het dagelijks bestuur moeten worden toevertrouwd aan tenminste 2 natuurlijke personen in de raad van bestuur.

De leden van het bestuursorgaan en de personen belast met het dagelijks bestuur dienen voor hun functie te beschikken over de vereiste professionele betrouwbaarheid en deskundigheid. Hiertoe rust de verplichting op de openbare GVV om de FSMA voorafgaandelijk op de hoogte te brengen van de voordracht tot benoeming van de leden van de raad van bestuur, van de personen belast met het dagelijks bestuur, en van de verantwoordelijken voor de onafhankelijke controlefuncties. Dit gebeurt door het delen van alle documenten en informatie die de FSMA toelaten te beoordelen of de personen, van wie de benoeming wordt voorgesteld, over de voornoemde betrouwbaarheid en deskundigheid beschikken.

De bestuurders moeten een administratieve, boekhoudkundige, financiële en technische organisatie garanderen die de openbare GVV in staat stelt haar voorgenomen activiteit uit te oefenen.

Voornoemde verplichtingen verzekeren een deugdelijk bestuur van de openbare GVV, wat zowel in het voordeel is van haar bedrijfsvoering als van haar aandeelhouders.

iii. Algemene vergadering

De algemene vergadering vertegenwoordigt de algemeenheid van de aandeelhouders van de openbare GVV. Haar besluiten zijn bindend voor alle aandeelhouders, zelfs voor de afwezigen of zij die tegenstemden.

De algemene vergadering moet worden gehouden op de maatschappelijke zetel van de openbare GVV of op het adres aangeduid in de oproepingsbrief.

a. Bijeenroeping

De raad van bestuur en de commissaris kunnen zowel een algemene vergadering (jaarvergadering) als een bijzondere of een buitengewone algemene vergadering bijeenroepen telkens het belang van de openbare GVV het vereist. Zij moeten de jaarvergadering bijeenroepen op de bij de statuten bepaalde dag.

De oproeping tot een algemene vergadering vermeldt ten minste de plaats, datum, uur en agenda en de voorstellen tot besluit.

De raad van bestuur en de commissaris zijn verplicht een bijzondere of buitengewone vergadering bijeen te roepen wanneer één of meer aandeelhouders die alleen of gezamenlijk één/vijfde van de uitstaande aandelen vertegenwoordigen, het vragen.

b. Toelating

Rekening houdend met de verplichtingen opgenomen in het Wetboek van vennootschappen, kan een aandeelhouder slechts deelnemen aan de algemene vergadering en er het stemrecht uitoefenen, indien wordt voldaan aan volgende vereisten:

1. registratie van de aandelen op naam van de aandeelhouder, hetzij door inschrijving in het register van de aandelen op naam van de vennootschap, hetzij door inschrijving op de rekeningen van een erkende rekeninghouder of vereffeningsinstelling;
2. eigenaars van gedematerialiseerde aandelen die aan de vergadering wensen deel te nemen, moeten een attest voorleggen dat door een erkende rekeninghouder of de vereffeningsinstelling werd afgegeven en waaruit blijkt hoeveel gedematerialiseerde aandelen er op de registratiedatum in de rekeningen zijn ingeschreven op naam van de aandeelhouder, en waarvoor deze heeft aangegeven te willen deelnemen aan de algemene vergadering;
3. de raad van bestuur zal een register bijhouden voor elke aandeelhouder die zijn wens om deel te nemen aan de algemene vergadering kenbaar heeft gemaakt, waarin zijn naam en adres of maatschappelijke zetel wordt opgenomen, het aantal aandelen dat hij bezat op de registratiedatum en waarmee hij heeft aangegeven te willen deelnemen aan de algemene vergadering, alsook de beschrijving van de stukken die aantonen dat hij op die registratiedatum in het bezit was van de aandelen.

c. Vertegenwoordiging

Iedere aandeelhouder kan een volmacht geven om hem op de algemene vergadering te vertegenwoordigen, in overeenstemming met de desbetreffende bepalingen van het Wetboek van vennootschappen. De volmachtdrager moet geen aandeelhouder zijn.

d. Verloop van de vergadering, agendering en verdaging

De beraadslaging en stemming geschiedt onder leiding van de voorzitter. De bestuurders en commissaris(sen) geven antwoord op de vragen die hen door de

aandeelhouders worden gesteld met betrekking tot hun verslag of tot de agendapunten, voor zover de mededeling van gegevens of feiten niet van dien aard is dat zij nadelig zou zijn voor de zakelijke belangen van de vennootschap of voor de vertrouwelijkheid waartoe de vennootschap of haar bestuurders zich hebben verbonden.

De raad van bestuur tevens het recht, tijdens de zitting van een jaarvergadering, de beslissing met betrekking tot de goedkeuring van de jaarrekening vijf weken uit te stellen. Deze verdaging doet geen afbreuk aan de andere genomen besluiten, behoudens andersluidende beslissing van de algemene vergadering hieromtrent. De volgende vergadering heeft het recht de jaarrekening definitief vast te stellen.

De algemene vergadering kan alleen rechtsgeldig beraadslagen of besluiten over punten die in de aangekondigde agenda zijn opgenomen of daarin impliciet zijn vervat. Over niet in de agenda begrepen punten, kan slechts beraadslaagd worden in een vergadering waarin alle aandeelhouders aanwezig zijn en mits daartoe met eenparigheid van stemmen besloten wordt. De vereiste instemming staat vast indien geen verzet is aangetekend in de notulen van de vergadering.

e. Stemrecht

Elk aandeel geeft recht op één stem. Aandeelhouders zonder stemrecht, warranthouders en obligatiehouders hebben het recht aan de algemene vergadering deel te nemen, maar enkel met raadgevende stem.

De aandelen zijn ondeelbaar. Dit betekent dat indien een aandeel aan verschillende personen toebehoort, mag de raad van bestuur de uitoefening van de eraan verbonden rechten opschorten totdat één enkele persoon als aandeelhouder is aangewezen.

f. Besluitvorming

Behoudens andersluidende dwingende wettelijke of statutaire bepalingen, worden de besluiten genomen bij gewone meerderheid van de uitgebrachte stemmen. Blanco, nietige en ongeldige stemmen worden niet bij de uitgebrachte stemmen geteld.

Over een statutenwijziging kan de algemene vergadering slechts op een rechtsgeldige wijze beraadslagen en besluiten, wanneer zij die aan de vergadering deelnemen ten minste de helft van het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigen. Is voornoemde quorum niet bereikt, dan is een nieuwe bijeenroeping volgens artikel 558 van het Wetboek van vennootschappen nodig: de tweede vergadering beraadslaagt en besluit op geldige wijze, ongeacht het aanwezige of vertegenwoordigde deel van het kapitaal. Bovendien is een wijziging van de statuten alleen dan aangenomen, indien zij voorafgaandelijk werd goedgekeurd door de FSMA en wanneer zij drie/vierde van de

stemmen verbonden aan de aanwezige of vertegenwoordigde aandelen heeft verkregen.

(Prospectus Xior, 2015)

iv. Onafhankelijke vastgoeddeskundige

Zie uitleg 3B.vii.

v. Commissaris

“De openbare GVV is verplicht een commissaris aan te stellen die de opdracht van commissaris uitoefent zoals bedoeld in het Wetboek van vennootschappen. De opdracht van commissaris mag bij openbare GVV’s enkel worden toevertrouwd aan één of meer erkende revisoren of één of meer revisorenvennootschappen die door de FSMA zijn erkend.” (art. 55, § 1-2 GVV-Wet, 2014)

a. Functie

De verplichte aanstelling van een door de FSMA erkende commissaris draagt bij tot het transparante karakter van de openbare GVV’s. Overeenkomstig artikel 60, § 1 van de GVV-Wet verlenen de commissarissen hun medewerking aan het toezicht door de FSMA, op hun eigen uitsluitende verantwoordelijkheid en volgens de regels van het vak en de richtlijnen van de FSMA. Daartoe:

- 1) beoordelen zij de maatregelen van interne controle die de openbare GVV heeft genomen betreffende haar eigen beheersstructuur en administratieve, boekhoudkundige, financiële en technische organisatie. Zij delen hun bevindingen mee aan de FSMA;
- 2) brengen zij verslag uit bij de FSMA betreffende hun nazicht van de jaarverslagen en halfjaarlijkse verslagen, alsook de driemaandelijke financiële staten, die haar door de openbare GVV worden bezorgd krachtens art. 50, § 1 en art. 53 van de GVV-Wet. In het kader hiervan bevestigen zij dat voornoemde documenten zijn opgesteld volgens de geldende richtlijnen van de FSMA, alsook de juistheid en betrouwbaarheid van de gegevens;
- 3) brengen zij, op verzoek van de FSMA, bijzonder verslag uit over de organisatie, de werkzaamheden en de financiële structuur van de openbare GVV;
- 4) brengen zij op eigen initiatief verslag uit bij de FSMA, zodra zij kennis krijgen van:
 - a) beslissingen, feiten of ontwikkelingen die de positie van de openbare GVV financieel op betekenisvolle wijze beïnvloeden of kunnen beïnvloeden;

- b) beslissingen of feiten die kunnen wijzen op een overtreding van het Wetboek van vennootschappen, de statuten, de GVV-Wet en de ter uitvoering ervan genomen besluiten en reglementen;
- c) andere beslissingen of feiten die kunnen leiden tot een weigering om de rekeningen te certificeren of tot het formuleren van een voorbehoud.

“De commissarissen kunnen door de FSMA, op verzoek van de Nationale Bank van België of de Europese Centrale Bank, worden gelast te bevestigen dat de gegevens die de openbare GVV aan deze autoriteiten moet verstrekken, volledig juist en volgens de geldende regels zijn opgesteld.” (art. 60, § 2 GVV-Wet, 2014)

F. Beursgang

Een noodzakelijke vereiste die is gekoppeld aan het GVV-statuut, is dat de openbare GVV financiële middelen aantrekt via een openbaar aanbod van aandelen. Hiervoor is een beursgang noodzakelijk. Zonder te voldoen aan deze vereiste kan de vennootschap anders niet kwalificeren als openbare GVV.

De aandelen van de Belgische openbare GVV's worden verhandeld op de gereguleerde markt van Euronext Brussel, waardoor het mogelijk is voor particuliere beleggers om te beleggen of aandelen te bezitten in deze vastgoedbedrijven.

i. Openbare uitgifte

Artikel 21 en 23, § 3 van de GVV-Wet bepalen dat de openbare GVV uiterlijk binnen een termijn van één jaar, na inschrijving op de lijst van de openbare GVV's van de FSMA, dient over te gaan tot een openbaar aanbod tot verkoop of inschrijving van ten minste 30 % van haar stemrechtverlenende effecten, alsook de verhandeling van voornoemde effecten op de gereguleerde markt Euronext Brussel. Dit betekent concreet dat ten minste 30 % van haar stemrechtverlenende effecten continu en permanent in het bezit moet zijn van het publiek. Op het resterende percentage van 70 % rust er geen wettelijke verplichting tot openbare aanbidding.

In het geval van Xior Student Housing was de deadline hiervoor 23 november 2016, aangezien de vennootschap op 24 november 2015 haar vergunning als openbare GVV heeft bekomen en bijgevolg werd ingeschreven op de FSMA-lijst van openbare GVV's naar Belgisch recht.

De openbare GVV zal de verzamelde financiële middelen bij beleggers, als gevolg van de openbare uitgifte, aanwenden voor de (verdere) uitbouw van haar vastgoedportefeuille, opdat de voorgenomen doelstellingen en bedrijfsstrategie worden gerealiseerd.

a. Inbreng in geld of inbreng in natura

De openbare GVV kan de openbare uitgifte doen gebeuren via een inbreng in geld of tegen een inbreng in natura, zoals het inbrengen van een onroerend goed in de vennootschap.

(Dossche, 2008)

Bij een inbreng in geld kunnen beleggers aandelen verwerven door betaling van een vastgestelde prijs per aandeel, indien zij zich bij de beursgang inschrijven op de aangeboden aandelen. Na de beursgang kunnen beleggers nog steeds aandelen verwerven in de openbare GVV via de gereguleerde markt van Euronext Brussel, echter deze prijs per aandeel is variabel aangezien zij bij beurskoers gebeurt.

Na beursgang kan een openbare GVV nog openbare uitgiftes van aandelen uitbrengen d.m.v. kapitaalverhogingen, mits goedkeuring van de algemene vergadering. Hierbij genieten de bestaande aandeelhouders wel van een voorkeurrecht om te kunnen inschrijven op nieuwe aandelen. Hierbij wordt aan bestaande aandeelhouders de kans gegeven om verwatering van hun belang te vermijden.

“Bij de uitgifte van aandelen tegen inbreng in natura moet dan weer aan een aantal voorwaarden zijn voldaan, meer bepaald:

- de identiteit van de inbrenger moet worden vermeld in het verslag van de bedrijfsrevisor m.b.t. de inbreng in natura, alsook in de oproeping tot de algemene vergadering die voor de kapitaalverhoging bijeengeroepen wordt;*
- het bovenvermeld verslag moet tevens de weerslag vermelden van de voorgestelde inbreng op de toestand van de vroegere aandeelhouders, in het bijzonder wat aandeel in de winst en in het kapitaal betreft;*
- indien de inbreng in natura na beursgang plaatsvindt, mag de uitgifteprijs van de aandelen niet minder bedragen dan de gemiddelde beurskoers gedurende dertig dagen voorafgaand aan de inbreng.” (Dossche, 2008)*

ii. Free float

Een essentiële vereiste die gekoppeld is aan het GVV-statuut, is de verplichting tot “free float”. Deze term slaat op het percentage van de aandelen van een bedrijf dat vrij wordt verhandeld op de beurs, en bijgevolg beschikbaar is voor het publiek.

Deze verplichting zit vervat in artikel 21 en 23, § 3 van de GVV-Wet, waarbij de openbare GVV verplicht is om uiterlijk binnen een termijn van één jaar na haar vergunning over te gaan tot een openbare uitgifte van ten minste 30 % van haar stemrechtverlenende effecten. Voornoemde effecten dienen ook te worden toegelaten tot de verhandeling ervan op de aandelenbeurs via de gereguleerde markt van Euronext Brussel.

De verantwoordelijkheid voor de naleving van de verplichting tot free float ligt bij de promotor(en) van de openbare GVV. Artikel 23, § 3 van de GVV-Wet bepaalt namelijk: *“de promotoren moeten erop toezien dat, bijvoorbeeld door middel van openbare aanbiedingen tot verkoop of tot inschrijving, ten minste 30 % van de stemrechtverlenende effecten van de openbare GVV continu en permanent in het bezit zijn van het publiek vanaf één jaar na haar vergunning.”*

Indien de verplichting tot voldoende free float niet wordt nageleefd, kan de openbare GVV haar vergunning verliezen.

iii. Dividendgerechtigde aandelen

De aandelen in een openbare GVV zijn dividendgerechtigd, wat betekent dat haar aandeelhouders recht hebben op een deelname in de gemaakte winst, in verhouding tot de grootte van hun aandelenpositie. Deze dividenden dienen door de openbare GVV op jaarlijkse basis te worden uitgekeerd, indien er uitkeerbare winst is.

iv. Pay-out ratio

Wat betreft de bestemming van de winst, voorziet artikel 45, 2° van de GVV-Wet het volgende:

“In dat verband en onverminderd de mogelijkheid voor de Koning om uitzonderingen te definiëren op de uitkeringsverplichting mag de Koning het minimumbedrag van de dividenduitkering niet vaststellen op een bedrag dat minder bedraagt dan 80% van het resultaat, zoals gedefinieerd krachtens deze wet en de ter uitvoering ervan genomen besluiten en reglementen.”

Overeenkomstig de GVV-Wet dient de openbare GVV jaarlijks een minimum bedrag uit te keren als vergoeding van het kapitaal, zijnde het dividend. Dit bedrag moet gelijk zijn aan ten minste 80 % van het gecorrigeerd nettoresultaat, verminderd met

de netto-daling van de schuldenlast in de loop van het boekjaar. Deze verplichting tot minimumuitkering is een essentiële vereiste voor het GVV-statuut.

(art.13, § 1 GVV-KB, 2014)

Voornoemde uitkering aan de aandeelhouders is echter aan twee beperkingen onderworpen. Enerzijds mag dit niet leiden tot een uitkering van een bedrag dat niet zou mogen worden uitgekeerd (overeenkomstig artikel 617 van het Wetboek van vennootschappen), en anderzijds mag de uitkering niet tot gevolg hebben dat de schuldgraad van de openbare GVV zou stijgen tot boven de grens van 65 % van de activa.

(art. 13, § 2 GVV-KB, 2014)

Over het eventuele resterende deel van de winst, na aftrek van de verplichte uitkering, kan de raad van bestuur ook een voorstel tot uitkering doen. Het akkoord dient gegeven te worden door de algemene vergadering der aandeelhouders bij gewone meerderheid van stemmen.

(Prospectus Xior, 2015, p. 122)

v. Prospectus

Doordat de openbare GVV binnen een termijn van één jaar na haar vergunning dient over te gaan tot een openbaar aanbod van aandelen, alsook de verhandeling van deze aandelen op de gereguleerde markt Euronext Brussel, valt zij onder de verplichtingen van de Prospectuswet.

Artikel 3, § 1, van voornoemde Wet bepaalt namelijk dat onder een openbare aanbieding moet worden verstaan *“een om in het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling waarin voldoende informatie over de voorwaarden van de aanbieding en de aangeboden beleggingsinstrumenten wordt verstrekt om een belegger in staat te stellen tot aankoop van of inschrijving op deze beleggingsinstrumenten te besluiten, en die wordt verricht door de persoon die in staat is om de beleggingsinstrumenten uit te geven of over te dragen, dan wel door een persoon die handelt voor rekening van laatstgenoemde persoon.”*

Volgende aanbiedingen worden beschouwd geen openbaar karakter te hebben, volgens artikel 3, § 2, van voornoemde Wet:

- *“aanbiedingen van beleggingsinstrumenten die uitsluitend gericht zijn aan gekwalificeerde beleggers;*
- *aanbiedingen van beleggingsinstrumenten die, per lidstaat van de Europese Economische Ruimte, gericht zijn aan minder dan 150 natuurlijke of rechtspersonen, die geen gekwalificeerde beleggers zijn;*

- *aanbiedingen van beleggingsinstrumenten die een totale tegenwaarde van ten minste 100.000 EUR per belegger en per afzonderlijke aanbieding vereisen;*
- *aanbiedingen van beleggingsinstrumenten met een nominale waarde per eenheid van ten minste 100.000 EUR;*
- *aanbiedingen van beleggingsinstrumenten met een totale tegenwaarde van minder dan 100.000 EUR.”*

Bijgevolg dient de openbare GVV, in het kader van haar openbaar aanbod, een door de FSMA goedgekeurde prospectus op te stellen. Dit prospectus moet alle gegevens bevatten om beleggers in staat te stellen zich met kennis van zaken een oordeel te vormen over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de openbare GVV, alsook de verbonden rechten aan de uitgegeven effecten.

(art. 24, § 1 Prospectuswet, 2006)

a. Inhoud

Het prospectus van de openbare GVV vermeldt ten minste een beschrijving van:

- de risico's verbonden aan de activiteiten van de openbare GVV;
- de redenen voor de aanbieding en de bestemming van de opbrengsten;
- de essentiële kenmerken en risico's van de belegging in de aangeboden aandelen, inclusief alle aan de aandelen verbonden rechten;
- de algemene informatie over de vennootschap, financiële gegevens betreffende het vermogen, de financiële positie en de resultaten van de vennootschap;
- winstprognoses en –ramingen;
- bijzonderheden over de toelating van de aangeboden aandelen tot de notering op de gereguleerde markt Euronext Brussel;
- de bedrijfsstrategie, het beleggingsbeleid, en de criteria inzake de risicospreiding van de vastgoedportefeuille;
- de samenstelling van de (initiële) vastgoedportefeuille en toekomstige acquisities;
- de referenties van de onafhankelijke vastgoeddeskundige(n);
- het dividendbeleid;
- de algemene leiding en werking van de openbare GVV;
- de toezichthoudende organen;
- de referentieaandeelhouders.

(Prospectus Xior, 2015, pp. 5-13)

Een kopie van de statuten van de openbare GVV moet ook bij het prospectus worden gevoegd.

(Dossche, 2008)

b. Goedkeuringsprocedure

De openbare GVV moet de FSMA in kennis stellen van het voornemen tot een openbaar aanbod van aandelen en de verhandeling ervan. Bij de kennisgeving wordt een dossier gevoegd met volgende gegevens, overeenkomstig artikel 32 van de Prospectuswet:

- het ontwerp-prospectus;
- in voorkomend geval, de voorwaarden voor de vaste overname van de effecten die openbaar worden aangeboden, alsook de samenstelling, de rechten en de verplichtingen van elk waarborg- of plaatsingssyndicaat dat is opgericht met het oog op deze aanbieding;
- de eventuele blokkeringsovereenkomsten met betrekking tot de effecten waarvan de toelating tot de verhandeling wordt aangevraagd;
- de bijzondere verslagen die verband houden met de openbare aanbieding;
- de eventuele deskundigenverslagen waarnaar het prospectus verwijst;
- elk ander document dat noodzakelijk is voor het onderzoek van het prospectus.

Binnen de tien werkdagen na indiening van voornoemd dossier deelt de FSMA haar beslissing mee aan de openbare GVV, alsook de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA) en betrokken marktondernemingen, om het prospectus goed te keuren of te weigeren. Bij weigering dient de FSMA deze beslissing op redelijke gronden te motiveren waarom het ingediende dossier onvolledig is of waarom aanvullende informatie nodig is. Op deze manier kan de openbare GVV de nodige aanpassingen maken aan het dossier en alsnog een goedkeuring krijgen van het prospectus.

(art. 32, § 2-3 Prospectuswet, 2006)

De goedkeuring van het prospectus door de FSMA houdt in geen geval een beoordeling in van de kwaliteit van de aangeboden belegging. Zij dient wel als belangrijk hulpinstrument voor potentiële beleggers.

(art. 23 Prospectuswet, 2006)

c. Publicatie

Het prospectus mag slechts worden gepubliceerd na goedkeuring door de FSMA en moet ten minste zes werkdagen vóór het einde van de openbare aanbidding beschikbaar worden gesteld aan het publiek.

Het prospectus moet beschikbaar worden gesteld aan het publiek op één van volgende manieren:

- opneming in één of meer dagbladen die in landelijke of in grote oplage worden verspreid in België;
- in de vorm van drukwerk dat kosteloos beschikbaar wordt gesteld voor het publiek in de kantoren van de markt (Euronext Brussel) waar de aandelen tot de verhandeling zullen worden toegelaten, bij de financiële instellingen die als tussenpersonen betrokken zijn bij de beursgang, of op adres van de statutaire zetel van de openbare GVV;
- in elektronische vorm op de website van de openbare GVV of op de website van de financiële tussenpersonen die de aandelen plaatsen of verkopen;
- in elektronische vorm op de website van de gereguleerde markt waar de aandelen verhandeld zullen worden (Euronext Brussel);
- in elektronische vorm op de website van de FSMA.

(art. 21, § 1-2 en 23 Prospectuswet, 2006)

Concreet kan de openbare GVV pas overgaan tot een openbaar aanbod van aandelen, alsook de verplichte verhandeling ervan op de beurs, na verkrijging van een vergunning door de FSMA, nadat een goedgekeurd prospectus is openbaar gemaakt en na mededeling waar dit prospectus voor het publiek verkrijgbaar is.

Elke belangrijke nieuwe ontwikkeling, materiële vergissing of onjuistheid die een invloed kan hebben op de beoordeling van de openbare aanbidding door het publiek en zich voordoet tussen het moment van goedkeuring van het prospectus en de afsluiting van de openbare aanbidding, moet worden vermeld in een aanvulling op het prospectus. *“Gebeurt dit niet, dan kan de FSMA, wanneer zij kennis heeft van een dergelijk feit, de openbare uitgifte opschorten tot dit feit wordt openbaar gemaakt.”* (Dossche, 2008)

(art. 34, § 1 Prospectuswet, 2006)

“Ten slotte moet in alle reclame waarin aandelen van een openbare GVV te koop worden aangeboden, worden vermeld dat er een prospectus bestaat en waar dit voor het publiek verkrijgbaar is.” (Dossche, 2008)

G. Risicobeheer

De openbare GVV moet haar activiteiten voeren op een professionele manier waarbij het principe van risicobeheer voorop staat. Dit principe wordt zelfs afgedwongen in de GVV-Wet overeenkomstig artikel 29: *“de openbare GVV diversifieert haar investeringen in vastgoed zodanig dat de beleggingsrisico’s op passende wijze zijn gespreid, per geografische streek en per categorie van gebruiker of huurder.”*

i. Verplichte risicospreiding van de vastgoedportefeuille

Het is de openbare GVV verboden meer dan 20 % van haar activa te beleggen in één enkel vastgoed geheel. Hieronder moet worden verstaan *“één of meer vaste goederen met een beleggingsrisico dat voor de openbare GVV als één risico moet worden beschouwd”* (art. 30, § 1, GVV-Wet, 2014).

Dit kan bijvoorbeeld één site met meerdere afzonderlijke gebouwen zijn. Deze 20%-regel mag niet enkel strikt geïnterpreteerd worden op niveau van het vastgoed, maar is ook op het niveau van de gebruikers van de onroerende goederen van toepassing.

Deze verplichte risicospreiding dient zowel ter bescherming van de vennootschap als van haar aandeelhouders. Een te grote blootstelling aan één bepaald gebouw of één bepaalde huurder kan immers zeer grote gevolgen hebben. Naar analogie kan er gedacht worden aan de sluiting van de vestiging van Ford Genk, eind 2014. Niet enkel verloren duizenden werknemers van de fabriek zelf hun werk, ook vele toeleveranciers werden zwaar getroffen aangezien voor sommigen Ford Genk hun enige klant was.

Meer relevant, is er ook de recente discussie tussen de Brusselse en Amerikaanse regering over de geplande Amerikaanse ambassade op de “AXA-site”, het belangrijkste gebouw in de vastgoedportefeuille van de openbare GVV Cofinimmo. Cofinimmo is de grootste Belgische openbare GVV met een vastgoedportefeuille ter waarde van 2,3 miljard euro. Het voornoemde gebouw is het grootste gebouw (38.000 m²) in portefeuille en telt voor 5 procent van de huurinkomsten.

De Amerikaanse regering wil graag deze site kopen, maar stelt als opschortende voorwaarde het bestaande gebouw te kunnen afbreken. In het bestaande gebouw huist nog tot eind juli 2017 de verzekeraar AXA België. De Brusselse regering dreigt nu echter het gebouw te willen beschermen, maar in dat geval gaat voor de Amerikaanse regering de deal niet door. De huidige site is echter voor Cofinimmo niet herverhuurbaar zonder zware renovatie. De niet zo centrale locatie (Watermael-Bosvoorde) speelt ook parten. Bij het uitblijven van een oplossing dreigt er dus leegstand, maar de exacte uitkomst moet nog worden afgewacht door Cofinimmo. Indien dit gebouw een weging van (meer dan) 20 % in de totale portefeuille zou hebben gehad, zouden de gevolgen nog veel aanzienlijker zijn geweest.

(Luysterman, 2017)

De verplichte risicospreiding van de vastgoedportefeuille is dus meer dan zinvol.

Indien de openbare GVV er niet in slaagt haar vastgoedportefeuille, na afloop van twee jaar na het verkrijgen van de vergunning van de FSMA, te diversifiëren overeenkomstig de verplichte risicospreiding, moet de algemene vergadering bijeenkomen om te beraadslagen en te besluiten over de eventuele ontbinding van de openbare GVV.

(Dossche, 2008)

a. Uitzondering

De FSMA kan een uitzondering toestaan op de begrenzing van 20 procent, overeenkomstig artikel 30, § 3, van de GVV-Wet:

- voor een periode van maximum twee jaar vanaf de datum van vergunning, of;
- wanneer kan worden aangetoond dat een dergelijke afwijking in het belang is van de aandeelhouders, of;
- wanneer de openbare GVV aantoont dat de afwijking verantwoord is gezien de specifieke kenmerken van de belegging en inzonderheid de aard en de omvang ervan.

Voornoemde afwijkingen worden echter niet toegestaan door de FSMA, indien de schuldgraad groter is dan 33 % van de activa op het moment van de betrokken verwerving. Eerder toegestane afwijkingen zullen worden ingetrokken door de FSMA, op het moment dat de schuldgraad groter is dan 33 % van de activa.

(art. 30, § 4, GVV-Wet, 2014)

De betrokken afwijking, en de eventueel eraan verbonden voorwaarden, moeten gedetailleerd zijn opgenomen in, naargelang het geval, het prospectus en in de jaarlijkse of halfjaarlijkse financiële verslagen die worden opgesteld tot de afwijking geen uitwerking meer heeft.

(art.30, § 3, GVV-Wet)

ii. Operationele en financiële risico's

Investeren in vastgoed, welk type ook, houdt risico's in. Ze allemaal trachten op te sommen is niet de essentie van dit werk, maar beleggers in openbare GVV's dienen zich toch bewust te zijn van enkele algemene risico's, alsook specifieke risico's verbonden aan het vastgoedsegment waarin de openbare GVV actief is.

a. Leegstand

De openbare GVV dient een bedrijfsstrategie te volgen waarbij een vastgoedportefeuille wordt opgebouwd om hieruit huurinkomsten te genereren. Zij dient ook haar vastgoed voor een lange termijn in bezit te houden. Eventuele (langdurige) leegstand van panden houden daarom een aanzienlijk risico in. Niet enkel worden er geen huurinkomsten gerealiseerd op de leegstaande panden, ook blijven de verbonden kosten aan de leegstaande panden doorlopen. Het is daarom belangrijk voor beleggers bijzondere aandacht te besteden aan de bezettingsgraad van de panden in portefeuille.

Leegstand kan ontstaan door vervroegde opzegging van de huurovereenkomst en/of het slechts gedeeltelijk kunnen (weder)verhuren van bestaande en/of nieuwe panden. Er kunnen hier verschillende redenen voor zijn, zoals:

- een neergaande economische conjunctuur;
- de aard en ligging van het vastgoed;
- de mate waarin het vastgoed moet concurreren met nabijgelegen gebouwen;
- de beoogde doelgroep en gebruikers van het vastgoed;
- de kwaliteit van het vastgoed en de kwaliteit van de huurder(s).

Het grote voordeel van vastgoedbedrijven zoals de openbare GVV is dat er meestal sprake is van zeer grote vastgoedportefeuilles, waardoor de leegstand van een pand of enkele panden slechts een marginaal effect hebben, dit in tegenstelling tot de gemiddelde particuliere vastgoedportefeuille.

b. Evolutie van de reële waarde van de vastgoedportefeuille

Vastgoed is conjunctuurgevoelig, dus bijgevolg is de vastgoedportefeuille blootgesteld aan waardeschommelingen. De openbare GVV moet haar vastgoed elk kwartaal laten schatten door de onafhankelijke vastgoeddeskundige. Een waardedaling van de portefeuille leidt ook tot een daling van het eigen vermogen van de vennootschap, en een waardestijging leidt tot een stijging van het eigen vermogen.

(Prospectus Xior, 2015, p. 57)

Deze waardeschommelingen hebben eveneens een impact hebben op de schuldgraad van de openbare GVV, namelijk een daling van de waarde leidt tot een hogere

schuldgraad en omgekeerd. Openbare GVV's dienen met deze schuldgraad bijzonder rekening te houden, aangezien deze wettelijk begrensd is op 65 % van de activa

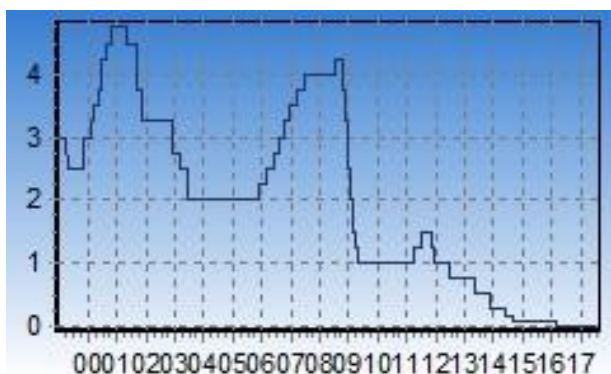
(art. 45, 1°, GVV-Wet, 2014)

Bijkomend zijn de gebouwen onderhevig aan waardevermindering ingevolge slijtage door gewone, bouwkundige en technische veroudering. Een actief beheer en onderhoud kan dit compenseren.

c. Renterisico

Zoals eerder gezegd, financiert een openbare GVV een deel van haar activiteiten d.m.v. een openbaar aanbod van effecten, maar voor het resterende deel met vreemd vermogen. Anders gezegd gaat de openbare GVV bijvoorbeeld leningen bij de banken aan, wat de vennootschap afhankelijk maakt van de ontwikkelingen in de rente. Een stijging in de rente zal deze financiering duurder maken, wat een negatieve impact heeft op het rendement en de activiteiten. Voor een daling in de rente geldt dus het omgekeerde effect.

De voorbije jaren heeft de Europese Centrale Bank (ECB), in de nasleep van de wereldwijde financiële crisis van 2008, de (basisherfinancierings)rente doen dalen, in een poging om de economie en inflatie aan te zwengelen.



Bron: www.euribor-rates.eu

Wijzigingen basisrente door ECB	
10/03/2016	0,000%
04/09/2014	0,050%
05/06/2014	0,150%
07/11/2013	0,250%
02/05/2013	0,500%
05/07/2012	0,750%
08/12/2011	1,000%
03/11/2011	1,250%
07/07/2011	1,500%

(euribor-rates.eu, s.d.)

De ECB heeft de basisrente van 1,50 % in 2011 herleidt tot de huidige nulrente. Dit klimaat van extreem lage rente komt ten goede van bedrijven zoals de openbare GVV, die op deze manier hun activiteiten zeer goedkoop kunnen financieren. In diezelfde periode zijn de aandelenkoersen van bijna alle Belgische openbare GVV's zeer sterk gestegen. Zo meer als verdubbelde de beurskoers van WDP, actief in logistiek vastgoed, van €38,00 naar meer dan €80,00 in de periode 2011-2016.

(De Tijd, 2017)

Er wordt echter gespeculeerd dat de ECB de basisrente voor een eerste maal zou willen verhogen tegen eind 2017, doch dit is totaal afhankelijk van de kruissnelheid van de economie en de inflatie, waar de ECB voor laatste streeft naar +/- 2,00 %.

Uit voorzorgsmaatregelen hebben heel wat Belgische openbare GVV's (Befimmo, Cofinimmo, Aedifica, Care Property Invest, Montea en Xior Student Housing) in 2016 en 2017 alvast nog goedkoop geld opgehaald, via kapitaalverhogingen of obligatie-uitgiftes, om de toekomstige rendementen veilig te stellen en de dividenduitkeringen op peil te houden.

(Suy, 2016)

H. Toezicht

De activiteiten van de openbare GVV vallen onder het toezicht van de FSMA.

Dit toezicht vindt reeds plaats vanaf de oprichting en vergunning van de openbare GVV, alsook bij het verplichte openbaar aanbod van aandelen (goedkeuring van het prospectus). De FSMA kan ook op elk moment een controle doorvoeren, indien de organisatie dit nodig acht, ter bescherming van de beleggers.

(art. 52, § 1, GVV-Wet, 2014)

(Dossche, 2008)

De FSMA kan hierbij alle noodzakelijke informatie en stukken opvragen om zich een beeld te vormen over de organisatie, werking, waardering en de rendabiliteit van het vermogen. Zij heeft hierbij het recht om ter plaatse inspecties te verrichten en een kopie te maken van elk gegeven in bezit van de betreffende openbare GVV, overeenkomstig artikel 52, § 3, van de GVV-Wet:

- *“ter controle of de bepalingen van de GVV-Wet en de statuten zijn nageleefd, en of de boekhouding en de jaarrekening alsook de haar door de openbare GVV bezorgde jaarverslagen, halfjaarlijkse verslagen, driemaandelijke financiële staten en andere inlichtingen juist en waarheidsgetrouw zijn;*
- *om de efficiëntie te toetsen van de opgezette beheerstructuren en de interne controle betreffende de administratieve, boekhoudkundige, financiële en technische organisatie;*
- *om zich ervan te vergewissen dat het beheer van de openbare GVV gezond en voorzichtig is en dat het de aan de effecten verbonden rechten niet in het gedrang kan brengen.”*

De openbare GVV's dienen een vergoeding te betalen aan de FSMA om de kosten van het toezicht te dekken.

(Dossche, 2008)

Voornoemde verplichtingen tonen aan dat de Belgische openbare GVV's aan strenge verplichtingen zijn onderworpen inzake transparantie. Het is mede hierdoor dat er voorlopig nog geen gevallen van fraude of slecht beleid bekend zijn.

I. Verbodsbepalingen

Dit deel zal zich beperken tot de bespreking van enkele specifieke verbodsbepalingen die van toepassing zijn op de openbare GVV, meer specifiek het verbod op kredietverstrekking en borgstelling, het verbod op vastgoedpromotie en de verbodsbepalingen inzake de totale schuldenlast. Hiermee wordt geen afbreuk bedoeld aan alle geldende verbodsbepalingen in de GVV-Wet, maar de bespreking ervan zou ons dwingen tot meer diepgang in een juridisch complexe materie. Dit werk heeft geenszins deze bedoeling, maar volledigheidshalve verwijzen we naar de relevante artikelen 39, 40, 43 en 44 van de GVV-Wet voor meer informatie.

i. Kredietverstrekking en borgstelling

Openbare GVV's mogen in geen geval kredieten toestaan of zich borg stellen voor rekening van derden. Voor wat een "borgstelling" is, kan er zich volgende situatie worden ingebeeld: een persoon of vennootschap vraagt een krediet aan bij een bank, maar de bank wil dit krediet enkel toewijzen op voorwaarde dat er zich bijkomend iemand anders borg stelt voor de terugbetaling van dit krediet, bij niet-terugbetaling door de oorspronkelijke kredietnemer (schuldenaar).

De kredietverstrekking of borgstelling ten gunste van een dochteronderneming van de openbare GVV wordt echter wel toegelaten. Hierbij worden de bedragen die aan de openbare GVV verschuldigd zijn voor vervreemding van vastgoed niet in aanmerking genomen, indien deze binnen redelijke termijn worden terugbetaald.

(art. 42 GVV-Wet, 2014)

(Dossche, 2008)

ii. Verbod op vastgoedpromotie

De activiteiten van een openbare GVV mogen zeker niet verward worden met de activiteiten verwezenlijkt door een bouwpromotor of vastgoedontwikkelaar. Sterker nog, het is verboden voor een openbare GVV om op te treden als bouwpromotor.

Onder toepassing van de GVV-Wet wordt onder een bouwpromotor verstaan *“diegene wiens hoofd- of bijberoep, met uitsluiting van occasionele verrichtingen, erin bestaat gebouwen op te richten of te laten oprichten om ze hetzij vóór de oprichting, hetzij tijdens de oprichting, hetzij binnen een termijn van vijf jaar na de oprichting, onder bezwarende titel geheel of ten dele te vervreemden.”*

(art. 41 GVV-Wet, 2014)

Hiermee wordt bevestigd dat de openbare GVV's zich in hun activiteit dienen te focussen op de samenstelling van een vastgoedportefeuille waarbij het lange termijn bezit de norm is. Uit voornoemde definitie kunnen we echter wel afleiden dat de ontwikkeling van vastgoed voor de eigen portefeuille toegelaten is. Hierbij wordt namelijk niet vervreemd ten bezwarende titel of m.a.w. verkocht. De openbare GVV kan hiervoor a) een samenwerking aangaan met een vastgoedontwikkelaar, waarbij deze een project financiert en ontwikkelt, en de openbare GVV vervolgens dit project aankoopt, of b) zelf als ontwikkelaar optreden.

We kunnen bijkomend afleiden dat vastgoed uit de portefeuille pas verkocht kan worden na een termijn van minimum vijf jaar in bezit.

(art. 41 GVV-Wet, 2014)

Naast de Belgische openbare GVV's zijn er ook enkele vastgoedontwikkelaars die een notering hebben aan de Brusselse aandelenbeurs. Voorbeelden van zulke bedrijven zijn Immobel, Atenor en Banimmo. Deze zijn niet onderworpen aan het wetgevend kader van de GVV's, dus bijkomend vallen hun activiteiten en (financiële) prestaties niet te vergelijken. Deze bedrijven halen immers hun inkomsten en winst uit de verkoop van ontwikkelde vastgoedprojecten. De inkomsten zijn bijgevolg minder voorspelbaar dan de stabiele huurinkomstestroom van de GVV's. Er dient daarom te worden opgemerkt dat een belegging in deze vastgoedontwikkelaars als risicovoller wordt beschouwd dan een belegging in een openbare GVV.

iii. Schuldgraad

Zoals eerder gemeld, mag de schuldgraad van de openbare GVV niet meer dan 65 % van de activa bedragen, tenzij dit het gevolg is van een variatie in de reële waarde van de activa.

(art. 45, 1°, GVV-Wet, 2014)

(art. 23, § 1 GVV-KB, 2014)

Voor de bepaling van deze “schuldgraad” moeten de rubrieken in de balans onder VERPLICHTINGEN worden verstaan, met uitzondering van volgende posten:

- I. Langlopende verplichtingen:
 - A. Voorzieningen;
 - C. Andere langlopende financiële verplichtingen – Toegelaten afdekkingsinstrumenten;
 - F. Uitgestelde belastingen en verplichtingen;
- II. Kortlopende verplichtingen:
 - C. Andere kortlopende financiële verplichtingen - Toegelaten afdekkinginstrumenten;
 - F. Overlopende rekeningen.

Voor een schematische voorstelling van de voornoemde gegevens, verwijst dit werk naar bijlage 3.

Wanneer de schuldgraad meer dan twee jaar hoger blijft dan 65 % van de activa, dan moet de algemene vergadering der aandeelhouders bijeenkomen binnen de drie maanden vanaf het einde van voornoemde periode. Zij dient dan te beslissen over de eventuele ontbinding van de GVV.

Deze laatste maatregel lijkt nogal drastisch, maar gelukkig is er een voorafgaand beschermingsmechanisme voorzien. Vanaf het moment dat de schuldgraad reeds meer bedraagt dan 50 % van de activa, dient een financieel plan te worden opgesteld met een beschrijving van de maatregelen die de openbare GVV zal nemen om te verhinderen dat de schuldgraad verder zou stijgen, tot boven het maximale percentage van 65 %. Bovendien dient de commissaris dit financieel plan te bekrachtigen a.d.h.v. een bijzonder verslag, en moeten voornoemde documenten ter informatie worden overgemaakt aan de FSMA.

Bijkomend leert de praktijk ons dat de grens van 65 %, of een overschrijding ervan, bijna nooit wordt behaald aangezien de banken zich reeds strenger beginnen op te stellen als de schuldgraad de grens van 55 % nadert.

Indien openbare GVV's hun schuldgraad willen afbouwen zal er worden overgegaan tot een kapitaalverhoging. Hierbij zal een nieuwe openbare uitgifte van aandelen plaatsvinden, en genieten bestaande aandeelhouders van een voorkeurrecht om in te tekenen op de betreffende kapitaalverhoging.

(art. 23-24 GVV-KB, 2014)

(Suy, 2016)

J. Waardering vastgoedportefeuille

i. Onafhankelijke vastgoeddeskundige

Teneinde een objectieve waardering van haar vastgoedportefeuille te verzekeren, moet de GVV één of meer onafhankelijke vastgoeddeskundigen aanwijzen, die instaan voor de waardering van de vastgoedportefeuille. *“Deze vastgoeddeskundige dient te beschikken over de voor vastgoedwaardering vereiste professionele betrouwbaarheid en passende ervaring, en beschikt over een geschikte organisatie voor zijn opdrachten als deskundige. De vergoeding van de deskundige mag rechtstreeks noch onrechtstreeks verband houden met de waarde van het door hem aan expertise onderworpen vastgoed.”* (art. 24, § 1 GVV-Wet, 2014)

Deze objectiviteit en deskundigheid wordt gegarandeerd doordat enkel door de FSMA goedgekeurde vastgoedtaxateurs de vastgoedportefeuilles van GVV's mogen waarderen. Daarbij mag een vastgoeddeskundige slechts gedurende een periode van maximaal drie jaar met de waardering van bepaald vastgoed worden belast. Dezelfde deskundige mag pas opnieuw aangesteld worden nadat een periode van drie jaar is verstreken na afloop van de vorige periode.

De openbare GVV's kunnen niet worden verplicht met een specifieke vastgoeddeskundige aan te stellen. Er zal zelf een keuze worden gemaakt door het uitvoerend management, met goedkeuring van de raad van bestuur, a.d.h.v. volgende selectiecriteria:

- kennis van de lokale vastgoedmarkt;
- reputatie;
- onafhankelijkheid;
- een verzekerde werkwijze met de hoogste professionele standaarden.

In het geval dat de openbare GVV ook vastgoed bezit buiten België, bijvoorbeeld in de naburige landen, is het best dat er met vastgoeddeskundigen per land wordt gewerkt. Op deze manier wordt de kennis van de lokale vastgoedmarkt gewaarborgd.

Zo heeft Xior Student Housing voor de waardering van haar Belgisch vastgoed Stadim aangesteld, en voor het vastgoed gelegen in Nederland DTZ.

(art. 24, § 2 GVV-Wet, 2014)

(Prospectus Xior, 2015, pp. 280-285)

ii. Periodieke waardering

Om te garanderen dat de waardering van de vastgoedportefeuille actueel is, is het wettelijk verplicht dat de vastgoeddeskundige op het einde van elk boekjaar het betrokken vastgoed waardeert. De vastgoeddeskundige dient hierbij minstens eenmaal per jaar de panden te bezoeken waarna een gedetailleerd schattingsverslag per pand wordt opgesteld.

Bovendien moet de voornoemde jaarlijkse waardering driemaandelijks worden geactualiseerd op grond van de marktevolutie en de eigen kenmerken van het betrokken vastgoed.

(art. 47 GVV-Wet, 2014)

iii. Waarderingsmethode

Aangezien de openbare GVV verplicht is om haar jaarrekeningen op te stellen volgens de IFRS-normen, dient de vastgoedportefeuille steeds aan “fair value” of reële waarde gewaardeerd te worden.

(art. 47 GVV-Wet, 2014)

4. Fiscaliteit

In dit hoofdstuk zullen we even dieper ingaan op de fiscaliteit in hoofde van zowel de openbare GVV als in hoofde van haar aandeelhouders. Omdat dit hoofdstuk vooral een praktische leidraad wenst te zijn voor particulieren die een investering in een openbare GVV overwegen, zullen we meer de focus leggen op de fiscale aspecten die van belang zijn voor aandeelhouders in een openbare GVV.

A. In hoofde GVV

i. Vennootschapsbelasting

In België zijn de vennootschappen, en hun winsten, onderworpen aan de vennootschapsbelasting, behoudens de uitzonderingen voorzien in de artikelen 180-182 van het Wetboek van de inkomstenbelastingen 1992 (“WIB92”).

a. Tarief en belastbare grondslag

Het basistarief van de vennootschapsbelasting in België bedraagt 33 %, te verhogen met 3 % aanvullende crisisbelasting. Het totale tarief komt hierdoor uit op 33,99 %.

Belgische openbare GVV's zijn echter niet onderworpen aan de vennootschapsbelasting, voor zover er minstens 80 % van de nettowinst in de vorm van dividenden aan de aandeelhouders wordt uitgekeerd. Hiervoor verwijzen we naar de “pay-out ratio”, een essentiële vereiste die is gekoppeld aan het GVV-statuut.

We kunnen hieruit afleiden dat het GVV-statuut in België gepaard gaat met een fiscaal gunstregime, doch dient er te worden genuanceerd dat de GVV's helemaal niet onderworpen zouden zijn aan de vennootschapsbelasting. Het verschil met het gros van de andere vennootschappen in België, bevindt zich op het niveau van de belastbare grondslag. Dit is nader bepaald in artikel 185bis WIB 1992:

“De gereglementeerde vastgoedvennootschappen zijn slechts belastbaar op het totaal van de abnormale of goedgunstige voordelen en van de niet als beroepskosten aftrekbare uitgaven en kosten, andere dan waardeverminderingen en minderwaarden op aandelen.”

Bijgevolg is de belastbare grondslag beperkt, omdat het boekhoudkundig resultaat van de openbare GVV niet belastbaar is. In de praktijk betekent dit dat de huurinkomsten en meerwaarden gerealiseerd naar aanleiding van de verkoop van vastgoed dus onbelast blijven. De uitgekeerde of gereserveerde winsten vallen dus buiten schot van de vennootschapsbelasting, voor zover de uitkeringsverplichting (pay-out ratio) wordt nageleefd.

(art. 185bis WIB 1992)

(Dossche, 2008)

(Meeussen, 2017)

(Federale Overheidsdienst Financiën, s.d.)

b. Quid Zomerakkoord 2017?

Het rechtslandschap en de fiscaliteit in België zijn een dynamisch gegeven, zo werd nog maar eens bewezen met het recente akkoord dat de regering Michel-I sloot op 26 juli 2017 (“Zomerakkoord”). De opvallendste maatregel die werd afgesloten is de verlaging in het basistarief (33 %) van de vennootschapsbelasting. Vanaf volgend jaar daalt dit tarief naar 29 procent, in 2020 tot 25 procent.

De concrete invulling van de hervorming dient nu nog te worden uitgewerkt door de Minister van Financiën Johan Van Overtveldt. Voor meer informatie over diens plannen verwijst dit werk naar bijlage 13.

(Vervenne, 2017)

ii. Exit-taks

a. Tarief

In bepaalde gevallen zijn de Belgische openbare GVV's onderworpen aan een “exit-taks”. Het basistarief van deze belasting bedraagt 16,5 %, eveneens te verhogen met 3% aanvullende crisisbelasting. Het totale tarief komt hierdoor uit op 16,995 %.

(Prospectus Xior, 2015, p. 340)

b. Toepassing

De exit-taks moet worden gezien in het licht van de voornoemde beperkte belastbare grondslag (art. 185bis WIB92): deze zou ertoe leiden dat de latente niet-gerealiseerde meerwaarden op het vastgoed en de vrijgestelde reserves onbelast blijven na de vergunning van de vennootschap als GVV.

Om dit fiscale cadeau te vermijden, wordt de vennootschap bij haar vergunning als GVV onderworpen aan de exit-taks. Hierbij worden de latente meerwaarden en vrijgestelde reserves alsnog belast aan het voormelde tarief. Met de heffing van de exit-taks rekent de GVV als het ware af met het verleden, en wordt het algemene regime van de vennootschapsbelasting verlaten.

Een opmerking hierbij is wel dat een GVV die voordien vergund was als vastgoedbevak, of omgekeerd, niet opnieuw wordt onderworpen aan de exit-taks. De achterliggende gedachte hiervoor is het “non bis in idem”-principe.

De exit-taks is verder ook van toepassing bij inbrengen, fusies, splitsingen en met fusies of splitsingen gelijkgestelde verrichtingen waaraan een GVV deelneemt. De achterliggende gedachte hiervoor laat zich opnieuw raden: om te vermijden dat vastgoed getransfereerd zou worden naar het vermogen van een GVV, zonder dat belastingen verschuldigd zouden zijn op de latende meerwaarden van het betrokken vastgoed.

(Prospectus Xior, 2015, p. 341)

(art. 210, § 1, 5^o- 211, § 1 – 217, 1^o WIB 1992)

(Dossche, 2008)

(De Munter, 2014)

(Luystermann, 2017)

c. Quid Zomerakkoord 2017?

In het verlengde van de geplande verlaging van de vennootschapsbelasting, overeengekomen bij het recente Zomerakkoord, is er ook besloten tot een verlaging van de exit-taks. Het huidige basistarief van 16,5 % zou, vanaf 2018, dalen tot 12,5 %.

(Vervenne, 2017)

B. In hoofde aandeelhouder

Onder “aandeelhouder” moet in dit hoofdstuk de natuurlijke persoon die in België gevestigd is worden verstaan, en die aandelen in een openbare GVV verwerft en aanhoudt in het kader van een normaal beheer van zijn of haar privévermogen, en niet voor beroepsdoeleinden.

i. Roerende voorheffing

a. Algemeen

Zoals eerder vermeld, zijn de aandelen in een openbare GVV dividendgerechtigd. Naar “Belgische gewoonte” zijn ook de inkomsten uit dividenden onderworpen aan belasting, en meer specifiek via de roerende voorheffing. Het normale tarief van de roerende voorheffing bedraagt 30 % (sinds 1 januari 2017). Bijvoorbeeld, wanneer een aandeelhouder een dividend ontvangt van 100 EUR, dan zal op dit bedrag 30 EUR roerende voorheffing worden afgehouden.

Voor particuliere beleggers, die Belgisch inwoner zijn, is de heffing van de roerende voorheffing op het dividendinkomen de eindbelasting in België. Dit betekent dat je als aandeelhouder het dividendinkomen niet hoeft aan te geven in de aangifte van de personenbelasting. Het is immers de openbare GVV die de roerende voorheffing moet aangeven, inhouden en aan de staat doorstorten bij betaling van het dividend aan haar aandeelhouders. De aandeelhouder ontvangt dus het netto dividend, dit wil zeggen het bruto dividend min de ingehouden roerende voorheffing.

Niettemin kan een aandeelhouder er toch voor opteren het dividendinkomen op te nemen in zijn of haar aangifte personenbelasting, indien een belasting aan de progressieve tarieven in de personenbelasting voordeliger uitkomt. In dat geval kan de roerende voorheffing verrekend worden met de uiteindelijk verschuldigde personenbelasting en is het eventuele overschot terugbetaalbaar op voorwaarde dat de toekenning van dividend niet leidt tot een waardevermindering van de betrokken aandelen. Het volstaat echter als de aandeelhouder in kwestie aantoonde de aandelen voor een ononderbroken periode van twaalf maanden in eigendom te hebben gehad, voorafgaand aan de toekenning van de dividenden.

(art. 17, § 1 WIB 1992)

(art. 269, § 1, 1^o WIB 1992)

(Federale Overheidsdienst Financiën, s.d.)

(Prospectus Xior, 2015, p. 137)

b. Verlaagd regime zorgvastgoed

Het algemene tarief van de roerende voorheffing (30 %) is echter niet van toepassing op alle dividenduitkeringen door openbare GVV's. Er geldt immers een verlaagd tarief van 15 % voor dividenden die worden uitgekeerd door GVV's waarvan de vastgoedportefeuille voor minstens 60 % uit zorgvastgoed bestaat. Voornoemd vastgoed dient gelegen te zijn in België of in een lidstaat van de Europese Economische Ruimte.

Dit verlaagd regime is momenteel slechts van toepassing op 2 openbare GVV's, namelijk Care Property Invest en Aedifica.

(art. 171, 3^o quater – 269, § 1, 3^o WIB 1992)

c. Quid Zomerakkoord 2017?

De huidige federale regering (Michel-I) heeft in haar Zomerakkoord, ter financiering van een verlaging van de vennootschapsbelasting, heel wat maatregelen genomen die (opnieuw) de belastingdruk op beleggers verhogen. De kogel is als het ware door de kerk voor een nieuw soort vermogensbelasting: een taks op effectenrekeningen. De belasting viseert beursgenoteerde aandelen, obligaties en beleggingsfondsen. Een belegger die aandelen aanhoudt in een openbare GVV zou dus binnen het bereik vallen van voormelde belasting.

Vanaf 2018 betaalt een belastingplichtige een taks op effectenrekeningen indien de effecten die hij of zij bezit een totale waarde hebben van meer dan 500.000 EUR. De belastingvrije som is wel 500.000 EUR per persoon. Koppels genieten dus van een belastingvrije som van 1.000.000 EUR vooraleer ze aan de taks worden onderworpen.

Het belastingtarief bedraagt 0,15 % en is van toepassing op de totale waarde van de effectenrekening, dus niet op het bedrag boven de belastingvrije som. De ratio hierachter is uiterst merkwaardig. Stel: aandeelhouder X bezit aandelen in een openbare GVV ter waarde van 500.001 EUR, en aandeelhouder Y voor een bedrag van 499.999 EUR. Aandeelhouder X zal 750 EUR belasting moeten betalen en aandeelhouder Y niets. Dit zet de deur naar het Grondwettelijk Hof wegens discriminatie open. De toekomst zal moeten uitwijzen of deze belasting een gelijkaardig leven is beschoren zoals de snel afgevoerde speculatietaks van 2016.

Echter, enige nuance is op zijn plaats omtrent deze nieuwe taks op de effectenrekeningen. Door de hoge belastingvrije som (500.000 EUR of 1.000.000 EUR naargelang het geval) blijven de “kleine beleggers” vooralsnog buiten schot. Voor deze groep wordt het zelfs interessanter om bijvoorbeeld aandelen in een openbare GVV te bezitten. In het Zomerakkoord besliste de regering ook voor een vrijstelling van de roerende voorheffing voor de eerste schijf dividenden tot 627 EUR.

De motivatie achter deze maatregel is een activering van de gigantische bedragen die Belgen geparkeerd hebben staan op spaarboekjes en om het investeren in aandelen te stimuleren. Indien er wordt uitgegaan van een roerende voorheffing van 30 %, komt dit neer op een gewonnen bedrag van 188,10 EUR. Indien we er bijkomend van uitgaan dat de aandelen van een openbare GVV een brutodividendrendement zouden opleveren van 3,5 %, dan zou pas roerende voorheffing moeten betaald worden vanaf een totale aandelenwaarde boven 17.914 EUR.

Gezien de openbare GVV's echte "dividendaandelen" zijn, zou de interesse voor aandelen in deze vastgoedbedrijven wel eens sterk kunnen toenemen als gevolg van voormelde maatregel.

(Vervenne, 2017)

ii. Meerwaarden

De aandelen van een openbare GVV zijn beursgenoteerd. Bijgevolg kunnen de aandelen sterk in waarde fluctueren, afhankelijk van de vraag en het aanbod van de betrokken aandelen. Een aandeelhouder kan dus op twee manieren geld verdienen aan zijn belegging: a) gedurende het bezit via dividendinkomen en b) via een (eventuele) meerwaarde op de oorspronkelijke aandelenkoers bij verkoop met winst. Bij dit laatste zijn minderwaarden uiteraard ook mogelijk indien de aandelenkoers lager ligt dan bij de oorspronkelijke verwerving.

In België zijn de meerwaarden die een aandeelhouder realiseert bij verkoop in principe niet belastbaar. Een voorwaarde is wel dat deze verkoop kadert in een normaal beheer van het privévermogen.

Bijgevolg kunnen de meerwaarden op aandelen wel belast worden indien er sprake is van actieve speculatie. Deze verrichtingen kaderen namelijk buiten een normaal beheer van het privévermogen, en zullen door de fiscus aanzien worden als een winstgevende bezigheid. *“Een winstgevende bezigheid veronderstelt een geheel van verrichtingen die zich vaak genoeg voordoen en met elkaar verbonden zijn om een voortdurende en gewone bedrijvigheid op te leveren en die, vallend buiten de grenzen van het normaal beheer van een privévermogen, een beroepskarakter hebben. Feitelijke elementen die hier de doorslag kunnen geven zijn bijvoorbeeld de frequentie van de verkopen, de onderlinge samenhang van de verrichtingen, het verloop en de omvang van de aan- en verkopen, de financiering van de aankopen, of het inschakelen van een bepaalde kennis.”* (Dossche, 2008)

(art. 90, 9° WIB92)

(Prospectus Xior, 2015, p. 139)

Op voormelde meerwaarden is er een belasting verschuldigd van 33 %, te verhogen met 3 % aanvullende crisisbelasting. Het totale tarief komt dus op 33,99 %.

(Prospectus Xior, 2015, p. 139)

iii. Vrijstelling van successierechten

Voormelde titel doet al vermoeden dat deze vrijstelling slechts van toepassing zal zijn op de aandelen van een beperkte groep van geregementeerde vastgoedvennootschappen. Enkel de GVV's die uitsluitend beleggen in zorgvastgoed komen in aanmerking voor erkenning door de Vlaamse Regering, en bijgevolg voor de vrijstelling van successierechten voor de betrokken aandelen. Onder het voormelde "zorgvastgoed" moeten rusthuizen, serviceflatgebouwen en woningcomplexen met dienstverlening worden verstaan, overeenkomstig de bepalingen vermeld in artikel 88 van het Woonzorgdecreet (2009). Voor de relevante GVV's worden de erkenningsvoorwaarden vastgelegd in artikel 2.7.6.0.1 VCF, als volgt:

- vestiging van de maatschappelijke zetel in de Europese Economische Ruimte;
- oprichting na 1 januari 1995;
- zich uitsluitend bezighouden met het financieren en realiseren van vastgoed overeenkomstig de bepalingen van het Woonzorgdecreet;
- de verzamelde financiële middelen enkel besteden aan vastgoedprojecten binnen de Europese Economische Ruimte.

Op basis van voormelde vereisten is er momenteel maar één Belgische openbare GVV die in aanmerking komt, namelijk Care Property Invest. De vrijstelling van successierechten voor aandelen in een openbare GVV is dus geenszins breed toepasbaar.

Vervolgens zijn er ook vrijstellingsvoorwaarden in hoofde van de aandeelhouders vastgelegd:

- *“de betrokken aandelen maken deel uit van de nalatenschap van een overledene die zijn laatste woonplaats ergens in het Vlaams Gewest had;*
- *op de aandelen moet minstens vijf jaar vóór het overlijden door de overledene of zijn echtgenoot zijn ingeschreven, en dit uiterlijk in het jaar 2005. De overledene (of zijn echtgenoot) mag de aandelen evenwel ook op een andere wijze dan via inschrijving hebben verworven, indien deze verwerving plaatsvond uiterlijk in het jaar 2005. Een inschrijving of andere wijze van verwerving ná het jaar 2005 kan geen aanleiding geven tot vrijstelling, behalve wanneer het gaat om een verwerving door erfenis door de echtgenoot of de erfgenamen in de eerste graad en er bij deze erfenis geen vrijstelling van successierechten werd genoten;*

- *de aandelen moeten gedurende diezelfde minimumperiode van vijf jaar bij de GVV ingeschreven zijn op naam van de overledene of van zijn echtgenoot;*
- *de aandelen moeten op de datum van het openvallen van de nalatenschap minstens drie jaar volgestort zijn;*
- *bij de aangifte van de nalatenschap moet een attest van de GVV worden voorgelegd waarmee de vrijstelling kan worden gevraagd.”*

(Lievens & Van Den Bruel, 2017)

Uit voormelde gegevens kan er worden afgeleid dat het op vandaag dus geen zin meer heeft om massaal aandelen te gaan verwerven in Care Property Invest, indien het uitsluitend de bedoeling zou zijn om aan fiscale optimalisatie te doen.

Voor meer informatie inzake de vrijgestelde bedragen verwijst dit werk naar bijlage 6.

iv. Beurstaks

De aan- en verkoop van beursgenoteerde aandelen door Belgische beleggers is onderworpen aan de taks op beursverrichtingen (TOB), ook wel “beurstaks” genoemd. Hierbij dient te worden opgemerkt dat de taks wordt geheven “per verrichting”, dus zowel op de aankoop als bij de verkoop van aandelen. Of u als belegger al dan niet winst of verlies hebt gemaakt op een investering, is dus niet van belang voor de heffing van de belasting. De verwerving van “nieuwe aandelen” (beursintroductie of openbare uitgifte in kader van een kapitaalverhoging) is niet onderworpen aan beurstaks.

Voor beursgenoteerde aandelen is er een belasting verschuldigd van 0,27 % op het aan- of verkoopbedrag. Het bedrag van de belasting is hierbij wel beperkt tot 1600 EUR per transactie. In het licht van het Zomerakkoord zal vanaf 2018 voormelde percentage echter stijgen tot 0,35 %.

Echter, de aandelen van GVV’s zijn onderworpen aan een gunsttarief. Voor deze aandelen bedraagt de beurstaks namelijk maar 0,09 % op het aan- of verkoopbedrag, en is de verschuldigde belasting beperkt tot 1300 EUR per transactie. Door het Zomerakkoord zal dit percentage eveneens stijgen tot 0,12 % in 2018.

(Federale Overheidsdienst Financiën, s.d.)

(Vervenne, 2017)

C. Vergelijking met directe belegging in vastgoed

Ondertussen is er een concreet beeld geschetst met welke fiscale elementen een aandeelhouder van een openbare GVV rekening dient te houden. Aangezien investeren in een openbare GVV neerkomt op een indirecte belegging in vastgoed, is het interessant om na te gaan op welke vlakken haar fiscaliteit verschilt, dan wel overeenkomt, met een directe belegging in vastgoed.

Als kader voor bespreking van de volgende punten, wordt er uitgegaan van een investering in een woning (geen nieuwbouw), anders dan de eigen woning, gelegen in het Vlaams Gewest, en die wordt verhuurd. De investeerder is een Belgisch inwoner en een natuurlijk persoon.

i. Aankoop

a. Registratierechten

In België is de overdracht van onroerende goederen onder bezwarende titel onderworpen aan de heffing van registratierechten. Deze belasting wordt geheven op de overeengekomen prijs die vermeldt staat in de notariële akte. In Vlaanderen bedraagt het tarief van de registratierechten 10 %, terwijl in Brussel en Wallonië een hoger tarief geldt van 12,5 %. De betaling van deze registratierechten valt ten laste van de koper, binnen de vier maanden na datum van de onderhandse verkoopovereenkomst (compromis). Op een hypothetische aankoopprijs van 100.000 EUR zou dus bijkomend 10.000 EUR registratierecht verschuldigd zijn. Er zijn echter wel verminderingen (gewoon en bijkomend abatement) of een verlaging van het tarief (Klein beschrijf) mogelijk, maar iemand die reeds volle eigenaar is van een ander onroerend goed in België dat tot bewoning bestemd is, kan hier echter geen aanspraak op maken. Op voormelde is er echter wel een uitzondering in hoofde van het Klein beschrijf, namelijk indien de woning verkregen werd door een erfenis in opgaande lijn.

(art.44 W. Reg. – art. 1.1.0.0.2, eerste lid, 24° en art. 2.9.4.1.1 VCF)

(art. 46bis W.Reg. – art. 2.9.3.0.2 VCF)

(art. 53 – 61/2 W.Reg.- art. 2.9.4.2.1 VCF)

(art. 2.9.4.2.1, § 2, 4° VCF)

(De Koster, 2016)

De kosten verbonden aan registratierechten hebben dus een belangrijke impact op de totale investering. Dit staat in schril contrast met eenzelfde investering in de verwerving van aandelen in een openbare GVV. Hierbij dient voor de aankoop slechts rekening te worden gehouden met de beurstaks en transactiekosten. Laatste zijn de kosten die je als belegger betaalt aan de financiële tussenpersoon voor de verwerving van de betrokken aandelen. Een voorbeeld van zo'n financiële tussenpersoon is het online handelsplatform voor beleggers Binckbank.

Bij onderstaande vergelijking werd voor de transactiekosten rekening gehouden met de transactietarieven die terug te vinden zijn in bijlage 23.

Investering van 100.000 EUR		
	Woning in Vlaanderen	Aandelen openbare GVV
Kosten	10 % registratierechten op aankoop	0,09 % beurstaks + transactiekosten
Bedrag	10.000 EUR	139,50 EUR

b. Hypotheekvestiging

Ingeval de woning niet uitsluitend met eigen middelen gefinancierd kan worden, zal er vaak een hypothecair krediet bij de bank worden aangegaan. Dit krediet zal aanleiding geven tot vestiging van een hypotheek door de schuldeiser (bank).

“Een hypotheek is een zakelijk recht op onroerende goederen, gevestigd ter voldoening van een verbintenis. Het recht geeft aan de hypothecaire schuldeiser een recht van voorkeur op het gehypothekeerde goed, maar ressorteert dat effect slechts bij openbaarmaking van de hypotheek ten opzichte van derden, d.m.v. inschrijving in de registers van de hypotheekbewaarder.” (De Koster, 2016)

Bij deze vestiging wordt een recht van 1 % geheven op het bedrag dat door de hypotheek wordt gewaarborgd.

(De Koster, 2016)

Bij een belegging in beursgenoteerde aandelen in het algemeen, wordt het aangaan van leningen sterk afgeraden. Een kans op sterke waardeschommelingen door het beursgenoteerd karakter is immers reëel. Naar analogie kan worden teruggedacht aan de financiële crisis van 2008 of het fraudeschandaal bij de beleggingen in Lernout & Hauspie.

ii. Huurinkomsten

De inkomsten die een woningeigenaar verkrijgt door deze woning te verhuren, worden aanzien als “onroerende inkomsten” en zijn bijgevolg belastbaar in de personenbelasting. De belastingen variëren naargelang de woning als woonst of beroepsruimte wordt verhuurd.

a. Niet-beroepsmatige verhuring aan natuurlijk persoon

In deze situatie wordt de woningeigenaar niet belast op de werkelijk ontvangen huurprijzen, maar wel op de “huurwaarde”. De belastbare grondslag hiervoor wordt bekomen d.m.v. het niet-geïndexeerde kadastraal inkomen (KI) van de woning. Vervolgens wordt op dit bedrag van het KI door de fiscus een indexeringscoëfficiënt toegepast, en een verhoging met 40 %. Voor het aanslagjaar 2017 bedraagt de indexatie-coëfficiënt 1,7153. Het resultaat wordt belast tegen de hoogste belastingvoet in de personenbelasting, maximaal 50 %, plus gemeentebelastingen.

Voorbeeld:

Indien het KI van een woning 1.400 EUR bedraagt, dan wordt de belastbare som dus $1.400 \times 1,7153 \times 1,40 = 3.361,99$ EUR.

(Vlaamse Belastingdienst, s.d.)

(Racquet, 2016)

(art. 7, § 1, 1° a WIB92)

b. Beroepsmatige verhuring aan natuurlijk persoon of rechtspersoon

Indien de woning door de huurder voor beroepsdoeleinden wordt gebruikt, dan wordt er wel rekening gehouden met de ontvangen huurinkomsten. Belangrijk om op te merken is dat de verhuring aan een rechtspersoon steeds wordt aanzien als een beroepsmatige verhuring, ongeacht of er werkelijk een beroepsactiviteit wordt uitgeoefend.

De bruto-huurinkomsten vormen dus de basis voor de bepaling van het belastbaar inkomen. Kosten voor onderhoud of herstellingen mogen echter niet worden afgetrokken, want de fiscus past zelf een forfaitaire kostenpercentage van 40 % toe. Dit kostenpercentage wordt wel beperkt tot twee derde van het niet-geïndexeerde KI, vermenigvuldigd met de zogenaamde “revalorisatiecoëfficiënt”. Deze revalorisatiecoëfficiënt duidt de evolutie van de handelshuurprijzen sinds 1975 aan, en voor het aanslagjaar 2017 bedraagt deze 4,31. Bovendien is het minimaal

belastbaar inkomen vastgelegd op het geïndexeerde KI, verhoogd met 40 %, indien een te lage huur wordt aangerekend.

Voorbeeld:

Het KI van een kantoorpand bedraagt 1.600 EUR, en de huur 2.000 EUR per maand, of 24.000 EUR per jaar. Het kostenforfait bedraagt dan geen 9.600 EUR (40 % van 24.000 EUR), maar wordt beperkt als volgt: $1.600 \text{ (KI)} \times 4.31 \times 2/3 = 4.597,33 \text{ EUR}$. Het belastbaar inkomen bedraagt dus $24.000 - 4.597,33 = 19.402,67 \text{ EUR}$. Op dit bedrag wordt de eigenaar belast tegen de hoogste progressieve belastingvoet, maximaal 50 %, plus gemeentebelastingen.

(Vlaamse Belastingdienst, s.d.)

(art. 7, § 1, 2° c WIB92)

(Beroepsinstituut van Erkende Boekhouders en Fiscalisten, s.d.)

(Racquet, 2016)

c. Vergelijking met dividendinkomen openbare GVV

Inkomsten		
	Woning	Aandelen openbare GVV
Type	Huurinkomsten	Dividenden
Belastbaar inkomen	1) Verhuring aan NP privéwoning: => geïnd. KI x 1,40 2) Beroepsmatige verhuring aan NP of rechtspersoon => bruto jaarhuur x 40 % Beperkt tot: => niet-geïnd. KI x revalorisatiecoëff. x 2/3 *minimum: geïnd. KI x 1,40	Uitgekeerd bedrag van dividenden
Belasting	Hoogste progressieve belastingvoet (max. 50 %) + gemeentebelastingen	30 % of 15 % roerende voorheffing

iii. Meerwaarden

a. Tarief

In België worden de gerealiseerde meerwaarden op bebouwde onroerende goederen (b.v. woningen) vrijgesteld van belasting indien het betrokken vastgoed minstens vijf jaar in eigendom is geweest. Een verkoop na voormelde periode wordt aanzien als een normaal beheer van het privévermogen, en geeft dus aanleiding tot een vrijgesteld inkomen.

Bij een verkoop vooraleer de vijfjarige periode verstreken is, worden de gerealiseerde meerwaarden belast aan de volgende tarieven:

- 33 %: divers inkomen wegens speculatief inzicht;
- 16,5 %: geen speculatief inzicht.

(art. 90, 1° en 10° WIB92)

(De Koster, 2016)

Uit voormelde gegevens valt het op dat het criterium van “een normaal beheer van het privévermogen” als basis geldt voor zowel de directe investering in vastgoed als indirect via aandelen in een openbare GVV. Sterker, voor het laatste geldt er slechts één tarief indien er sprake is van speculatie, namelijk 33 %.

b. Belastbare grondslag

Bij beursgenoteerde aandelen worden de gerealiseerde meerwaarden belast aan 33 %, indien er sprake is van speculatie. De belastbare grondslag hiervoor bekomt men door het verkoopbedrag te verminderen met het oorspronkelijke aankoopbedrag.

Eenzelfde logica wordt echter niet toegepast voor de meerwaarden uit gebouwen, hier wordt een voordeliger systeem toegepast. De belastbare nettomeerwaarde is namelijk niet gewoon de verkoopprijs verminderd met de aankoopprijs.

Van de verkoopprijs mogen de kosten worden afgetrokken die werden gemaakt om de woning te verkopen. De vergoeding aan de vastgoedmakelaar mag dus bijvoorbeeld in mindering worden gebracht.

Wat betreft de aankoopprijs, mag deze forfaitair worden verhoogd met 25 %. Deze verhoogde waarde mag vervolgens nog worden verhoogd met 5 % per volledig jaar tussen de datum van de notariële aan- en verkoopakte. Verbouwingen uitgevoerd door een aannemer, mogen ook bij de aankoopprijs worden geteld. De

belastbare meerwaarde is dus het verschil tussen die twee bedragen. Rekening houdend met deze gegevens bedraagt de eventuele belastbare meerwaarde dus slechts een fractie van de effectief gerealiseerde meerwaarde.

Voorbeeld:

Stel dat iemand investeerde in een tweede verblijf van 160.000 EUR aan de Belgische kust in 2014, en dit vervolgens weer verkoopt in 2017 voor 220.000 EUR. We gaan er bijkomend van uit dat bij deze verkoop geen speculatieve beweegreden speelt. De vergoeding van de vastgoedmakelaar bedraagt 3 % op de verkoopprijs.

Omdat er slechts drie jaar ligt tussen de aan- en verkoop, zal dit aanleiding geven tot een belastbare meerwaarde. Bruto bedraagt de belastbare meerwaarde 60.000 EUR, maar dit is niet de effectief belastbare grondslag.

Nettoverkoopwaarde

220.000 EUR verkoopprijs – 6.600 EUR makelaarskosten = 213.400 EUR

Nettoaankoopwaarde

$(160.000 \times 1,25) \times 1,15$ (3 jaar x 5 %) = 230.000 EUR

Nettomeerwaarde

213.400 – 230.000 = -16.600 EUR

Conclusie

Er blijkt op basis van bovenstaande berekeningen zelfs geen meerwaarde meer te zijn, aangezien men een negatief bedrag uitkomt. Bijgevolg is er geen meerwaardebelasting (16,5 %) verschuldigd, terwijl er wel effectief een meerwaarde werd gerealiseerd.

(art. 101, § 2 WIB92)

(De Koster, 2016)

(Bollen, 2017)

5. Prestaties van Belgische openbare GVV's

Nu er zich een concreet beeld kan worden gevormd bij deze vastgoedbedrijven, is het goed om even stil te staan bij hun financiële prestaties, welke parameters van belang zijn, en wat de voor- en nadelen van een belegging in een openbare GVV zijn.

A. Situatieschets

i. Financiële resultaten

DE 17 VASTGOEDVENNOOTSCHAPPEN OP DE BRUSSELSE BEURS DOORGELICHT						
	Sector	Beurs- koers	Schuld- ratio	Premie op intrinsieke waarde	Netto- dividend- rendem.	Prestatie 2016 (koersevolutie + nettodividend)
Montea	Magazijnen	47,74	53%	86%	3,1%	1,7%
Qrf	Winkelpanden	26,41	51%	11%	3,7%	1,7%
Befimmo	Kantoren	54,07	49%	-1%	4,7%	2,6%
Vastned Retail Belgium	Winkelpanden	55,73	32%	12%	3,2%	2,8%
Warehouses Estates Belgium	Allerlei	63,51	29%	48%	4,0%	3,6%
Retail Estates	Baanwinkels	80,05	50%	38%	3,0%	4,3%
Intervest Offices & Warehouses	Kantoren/magazijnen	24,55	49%	25%	5,1%	4,5%
Wereldhave Belgium	Kantoren/shoppingcentra	112,5	35%	35%	3,1%	5,5%
Home Invest Belgium	Appartementen	100	39%	52%	3,4%	8,2%
Immo Moury	Allerlei	57	8%	18%	2,9%	8,6%
Ascencio	Winkelpanden	64,26	46%	28%	3,5%	11,3%
WDP	Magazijnen	87,99	55%	85%	3,3%	11,9%
Cofinimmo	Kantoren/rusthuizen	110,75	43%	14%	3,6%	15,2%
Leasinvest RE	Allerlei	105	54%	28%	3,2%	16,5%
Aedifica	Rusthuizen/appartementen	77,16	42%	64%	2,0%	27,4%
Care Property Invest	Serviceflats	19,9	38%	37%	2,7%	30,9%
Xior	Studentenkoten	35,55	44%	50%	2,3%	33,2%
Gemiddeld			42%	37,1%	3,3%	11,0%

Bronnen: De Tijd, De Belegger, KBC Securities

(Suy, 2016)

Uit bovenstaande gegevens kunnen we afleiden dat de resultaten van de Belgische openbare GVV's in 2016 meer dan positief waren. Een gespreide belegging over alle fondsen bracht immers een gemiddeld rendement van 11 % op, inclusief waardeinstijgingen van de aandelen en ontvangen nettodividenden. Bovendien blijkt uit gegevens van De Tijd dat de Belgische openbare GVV's in de voorbije vijf jaar een gemiddeld jaarrendement (koersstijging + dividend) hebben gerealiseerd van maar liefst 9,7 %. Indien men naar individuele GVV's zou kijken, dan komt men bij sommigen uit op meer dan een verdubbeling van alleen al de aandelenkoers,

bijvoorbeeld WDP. Ter vergelijking: in dezelfde periode stegen de huizenprijzen in België jaarlijks gemiddeld met 2,55 % en die van appartementen met 2,63 %.

(De Rijcke, 2016)

(Statistics Belgium, s.d.)

a. Hoe komt dit?

De sterke financiële prestaties van de voorbije jaren zijn voor een groot deel te danken aan de daling in de rente. De Europese Centrale Bank verlaagde immers in dezelfde periode (2011-2016) de (basisherfinancierings)rente van 1,5 % naar het huidige niveau van 0,00 %. Daarnaast koopt zij tot op vandaag nog steeds massaal staatsobligaties op, resulterend in een daling van de langetermijnrente. Dat een lage rente goed is voor de vastgoedmarkt, is algemeen geweten. Dit is des te meer waar voor de activiteiten van openbare GVV's:

1. de aangegane leningen voor de uitbreiding van de vastgoedportefeuilles kon gebeuren met goedkoop geld en reeds lopende schulden werden geherfinancierd aan lagere tarieven;
2. het totale gebrek aan degelijke rendementen op vastrentende effecten (spaarboekjes, (staats)obligaties) heeft veel beleggers in de richting van "sterke dividendbetalers" gedreven, waardoor men al gauw bij de openbare GVV terecht komt.

Als gevolg van voormelde redenen zijn de aandelenkoersen van de Belgische openbare GVV's zeer sterk gestegen.

(Vansteeland, 2017)

(Suy, Beschermen bakstenen u tegen een crash?, 2016)

(Verschueren, 2017)

b. Toekomstige verwachtingen?

VASTGOEDAANDELEN (GUV'S) TRAPPELEN TER PLAATSE

Guv's op de Brusselse beurs

Onderneming	Hoofdvactiviteit	Marktwaarde in miljoen euro	Netto- dividend- rendement	Koers- evolutie sinds begin 2017
Befimmo	Kantoren	1.354	4,57%	-0,79% ▼
Intervest O & W	Logistiek/kantoren	400	4,34%	-5,67% ▼
Warehouses EB	Winkels	193	3,97%	-5,13% ▼
Vastned Retail Bel.	Winkels	229	3,61%	-16,25% ▼
Ascencio	Winkels	388	3,74%	-4,71% ▼
Qrf	Winkels	129	3,72%	-6,34% ▼
Wereldhave Bel.	Winkels	693	3,58%	-7,34% ▼
Cofinimmo	Zorg/kantoren	2.345	3,50%	1,10% ▲
Leasinvest RE	Divers	498	3,38%	-4,50% ▼
Immo Moury	Divers	24	3,22%	-6,71% ▼
WDP	Logistiek	2.051	3,17%	10,72% ▲
Home Invest Bel.	Residentieel	304	3,09%	1,54% ▲
Montea	Logistiek	484	3,04%	4,81% ▲
Retail Estates	Winkels	720	2,89%	6,25% ▲
Care Property Invest	Zorgvastgoed	300	2,63%	-1,30% ▼
Aedifica	Zorgvastgoed	1.385	2,47%	11,44% ▲

(Suy, Beschermen bakstenen u tegen een crash?, 2016)

Critici zullen argumenteren dat het “gratis geld”-beleid van de Europese Centrale Bank haar piek heeft bereikt, en dat bijgevolg de aandelen van openbare GUV's maar beter links gelaten worden. Bovenstaande tabel geeft de koersevoluties sinds begin 2017 weer van de Belgische openbare GUV's, en onderbouwt deels voormelde stelling. Koersen van bepaalde openbare GUV's zijn onder druk komen te staan, door de vrees dat de ECB de rente weer zou opkrikken (wat tot nu toe nog steeds niet gebeurd is) naar voorbeeld van haar Amerikaanse soortgenoot, de Federal Reserve.

Voorstanders argumenteren echter dat een stijging van de rente niet noodzakelijk het begin van het einde betekent voor de aandelen van openbare GUV's. Deze dekken zich

namelijk in met renteafdekkingsinstrumenten, waardoor de rente op aangegane schulden kan worden “vastgeklit” voor een bepaalde termijn. Ook hebben zo goed als alle openbare GVV’s de laatste 2 jaar schulden aangegaan aan de huidige lage rente, waardoor hun financieringslasten nog steeds zeer laag liggen en goede dividendvooruitzichten gehanteerd blijven. Daarbij, indien een stijging van de rente gepaard gaat met een hogere economische groei, zal dit ook gepaard gaan met een stijging van de inflatie. Dit laatste is positief, aangezien de huren gekoppeld zijn aan de inflatie en de inkomsten dus stijgen.

Het is echter belangrijker dat openbare GVV’s zich richten op een expansie van de vastgoedportefeuille. De aandelenkoersen van deze “groeierende” GVV’s hebben nog steeds het potentieel om te stijgen. Als voorbeelden worden aangehaald: Xior Student Housing, Aedifica, WDP, Montea, Retail Estates en Care Property Invest.

Persoonlijk ben ik ook van mening dat de ECB nog niet onmiddellijk tot een eerste rentestijging zal overgaan. Met Mario Draghi aan het hoofd van de ECB was de laatste vijf jaar eerder het omgekeerde verhaal waar. De prioriteit blijft nog steeds het ondersteunen van de economische groei, en een inflatie van 2,00 %. De laatste jaren is de inflatie in de Eurozone echter steeds onder deze lat gebleven. Het heeft er daarom alle schijn van dat de rente eerder nog lang laag zal blijven, dan stijgen.

(Suy, Dure vastgoedjongens zoeken centen, 2016)

(Meeussen, Rente deert REIT niet als hij maar voldoende groeit, 2016)

(Bijlage 17, 19, 20, 21, 22)

ii. Belangrijke parameters

Bij verslaggeving in de financiële pers (b.v.: De Tijd) omtrent de situatie en prestaties van openbare GVV’s, keren vaak bepaalde termen terug. Als (potentiële) aandeelhouder is er bijzondere aandacht voor volgende gegevens:

a. Schuldgraad

Zie bespreking onder “3.I.iii”.

b. Bezettingsgraad

Dit cijfer moet geïnterpreteerd worden als de verhouding tussen de effectieve huurinkomsten en de potentiële huurinkomsten bij volledige bezetting van alle panden in portefeuille. Indien dit percentage gelijk is aan 100 %, betekent dit dat er geen leegstand is.

c. Premie op intrinsieke waarde

Dit percentage geeft het verschil weer tussen de “beurswaarde” van de openbare GVV, en de reële waarde van de onderliggende vastgoedportefeuille. Wanneer dit percentage positief, betekent dit concreet dat beleggers de waarde van het bedrijf hoger achten dan de waarde van de vastgoedportefeuille.

Voormelde klinkt misschien onlogisch, doch is dit verre van een ongewoon gegeven bij openbare GVV's, zeker gezien de huidige lage rente. Een laag percentage bij deze parameter, is dus niet noodzakelijk een goede basis voor een investering. Bijvoorbeeld, Befimmo noteert aan een negatief percentage, dus onder de intrinsieke waarde van haar vastgoedportefeuille. Belangrijke kanttekening hierbij is wel dat zij uitsluitend belegd is in kantoorgebouwen in Brussel, een segment van de vastgoedmarkt dat de laatste jaren zeer sterk onder druk is komen staan. De extreem hoge percentages bij bijvoorbeeld WDP, Montea, Aedifica en Xior kunnen dan weer gerelativeerd worden, omdat hier sprake is van groeiverhalen.

Het is dus vooral belangrijk, bij beoordeling van deze parameter, in welk vastgoedsegment de openbare GVV actief is en of er sprake is van een groeiverhaal.

(Suy, Beschermen bakstenen u tegen een crash?, 2016)

d. Dividendrendement

“Het dividendrendement is een financiële ratio die aangeeft hoeveel een bedrijf elk jaar aan dividenden betaalt in verhouding tot de beurskoers van het aandeel. Men kan het dividendrendement dus bekomen door de jaarlijkse dividenden per aandeel te delen door de koers per aandeel.” (bolero.be, s.d.)

Het nettodividendrendement is het rendement dat een aandeelhouder overhoudt, na aftrek van de roerende voorheffing.

B. Beleggen in een GVV

i. Voordelen

a. Lage instapdrempel en kosten

Voor particulieren die met beperkte middelen toch in vastgoed wensen belegd te zijn, zijn de aandelen van openbare GVV's een meer dan valabel alternatief, getuige de rendementen die kunnen behaald worden. Men is mede-eigenaar van het bedrijf vanaf de prijs van één aandeel, en de kosten verbonden aan verwerving liggen laag: 0,09 % beurstaks plus transactiekosten (voorbeeld: zie bijlage 23).

b. Toegang tot gespreide vastgoedportefeuilles

Op één Belgische openbare GVV na, Immo Moury, bedraagt de reële waarde van de vastgoedportefeuilles meer dan 100 miljoen EUR elk. In 2016 bezaten alle Belgische openbare GVV's samen voor meer dan 14,3 miljard EUR aan vastgoed. Voor kleine beleggers is het behalen van eenzelfde risicospreiding en schaalgrootte nagenoeg onmogelijk.

(De Rijcke, 2016)

c. Professioneel management

Door de strenge verplichtingen die zijn opgelegd door de GVV-Wet, wordt een professioneel bestuur van deze vastgoedbedrijven verzekerd. Het is mede daarom dat er sinds de start van de vastgoedbevaks (1995) en GVV's nog geen "ongelukken" gebeurd zijn.

(Meeussen, Zolang we maar niet zot beginnen te doen, 2017)

d. Eersteklas dividendbetalers

Wie investeert met het oog op een regelmatige inkomstenbron, moet onderzoeken hoe duurzaam het dividend is dat een bedrijf uitbetaalt. Aangezien GVV's verplicht zijn om minstens 80 procent van hun winst uit te keren aan hun aandeelhouders, staan ze bekend als "dividendkampioenen". Over het jaar 2016 bedroeg het gemiddeld nettodividendrendement van alle Belgische GVV's samen zo'n 3,46 %. Ter vergelijking: de rente op de meeste spaarboekjes zijn, als gevolg van de huidige lage rentestanden, gereduceerd tot het wettelijk minimum van 0,11 %.

(De Rijcke, 2016)

e. Liquiditeit van de investering

Een zeer belangrijk voordeel van beursgenoteerde aandelen, is hun liquide en flexibele verhandelbaarheid. Aanschaf en verkoop is figuurlijk slechts een kwestie van een “druk op de knop”. Verkoop van fysiek vastgoed kan soms maanden lang aanslepen.

f. Transparant karakter

Als beursgenoteerd bedrijf zijn openbare GVV's communicatief inzake hun beleid en prestaties (bijvoorbeeld: jaarverslagen). Daarnaast zijn ze ook constant onderhevig aan onafhankelijke analyses van de financieel-economische pers (De Tijd), welke waardevolle informatie is voor haar (potentiële) aandeelhouders.

ii. Nadelen

a. Beursgenoteerd

Door hun beursgenoteerd karakter, kunnen aandelen van openbare GVV's sterk in waarde fluctueren. Er moet wel genuanceerd worden dat de koersfluctuaties van openbare GVV's (in normale omstandigheden) niet zeer volatiel zijn. De financiële crisis van 2008 ligt echter nog zeer vers in het geheugen van de mensen, hierdoor willen sommige investeerders absoluut geen blootstelling aan de aandelenbeurzen meer en wordt de waardevastheid van fysiek vastgoed verkozen.

b. Duur geprijsd

Anno 2017 zijn aandelen van Belgische openbare GVV's duur geprijsd. Als reden hiervoor verwijzen we naar het aangehaalde beleid van de ECB. De vrees bestaat dus dat de koersen nog maar weinig stijgingspotentieel bieden, maar hiervoor dient elke GVV apart te worden benaderd. De tijden van “blind” investeren zijn echter wel voorbij.

III. NIET-BEURSGENOTEERDE VASTGOEDVENNOOTSCHAP

In dit hoofdstuk moet onder een “niet-beursgenoteerde vastgoedvennootschap” een operationele vastgoedvennootschap verstaan worden, die een gelijkaardige activiteit als de openbare GVV uitoefent, zonder over een beursgenoteerd karakter te beschikken. Deze vennootschap mag in geen geval verward worden met het “gespecialiseerd vastgoedbeleggingsfonds”, welke een gelijkaardig juridisch kader heeft als de openbare GVV, maar slechts voorbehouden is aan institutionele investeerders. De juridische grondslag van deze vennootschap is terug te vinden in het Koninklijk Besluit van 9 november 2016 met betrekking tot de gespecialiseerde vastgoedbeleggingsfondsen (“GVBF-KB”).

(Decroix & Van Besien, 2016)

Als voorbeeld van een niet-beursgenoteerde operationele vastgoedvennootschap, zal het Quares Student Housing Fund gehanteerd worden. Dit fonds werd namelijk in 2015 opgericht, met als doel financiële middelen te verzamelen bij particuliere (kleine) beleggers en deze te beleggen in studentenvastgoed. De looptijd van het fonds eindigt op 31 december 2020.

(Prospectus Quares Student Housing Fund, 2015)

1. Wetgevend kader

Waar gereguleerde vastgoedvennootschappen in een zeer strak juridisch keurslijf zijn gegoten met de GVV-Wet, is dit niet zo vanzelfsprekend voor de niet-beursgenoteerde operationele vastgoedvennootschappen. Op basis van de term kan men zich wel de activiteit van deze vennootschappen inbeelden, maar een specifiek juridisch kader op maat is niet voorzien.

Gezien de gevoerde activiteiten, lijkt het erop dat deze gekwalificeerd zouden kunnen worden als “Alternatieve Instellingen voor Collectieve Belegging” (“AICBs”). Deze zijn geregeld in de Wet van 19 april 2014 betreffende de Alternatieve Instellingen voor Collectieve Belegging en hun Beheerders (“AICB-Wet”). Door haar breed toepassingsgebied is voormelde wet echter zeer onoverzichtelijk en complex, waardoor zij het domein van specialisten in de materie vormt. Dit werk onderneemt een poging om enige duidelijkheid te scheppen.

A. AICB-Wet

i. Achtergrond

“Tot voor kort werd de sector van de zogenaamde instellingen voor collectieve beleggingen (“ICB”) op Europees niveau weinig gereguleerd. Enkel voor de ICB’s in effecten die ressorteerden onder de UCITS-richtlijn was (en is) een kader voorzien.

De AICB’s, bestaande uit een zeer breed gamma aan entiteiten en structuren die een beleggingsfinaliteit hebben, zoals hefboomfondsen en private equity fondsen, bleven daardoor onder de Europese regelgevende radar. In de nasleep van de financiële crisis van 2008 werd omwille van hun economisch belang beslist om de AICB’s op Europees niveau te reguleren. Hiertoe werkte de Europese wetgever de AIFM-richtlijn (2011) uit.” (Landuyt, 2016)

De Belgische wetgever had tijd tot 22 juli 2013 om voormelde richtlijn om te zetten in nationale wetgeving, wat pas is gebeurd in 2014 met de AICB-Wet.

(Bogaets & Donnez, 2014)

ii. Toepassingsgebied

a. Definitie

“Een AICB is elke collectieve beleggingsinstelling die kapitaal ophaalt bij een aantal beleggers met het doel dit in het belang van deze beleggers te beleggen volgens een vastgelegd beleggingsbeleid.” (Bogaets & Donnez, 2014)

b. Vereisten opgelegd aan de beheerder

Elke AICB is verplicht een beheerder aan te stellen. Als gevolg van de AIFM-richtlijn wordt in de eerste plaats de beheerder van een AICB aan regelgeving onderworpen, i.p.v. eerder de AICB zelf te reguleren. De verplichtingen die gelden voor de beheerder werken vervolgens wel door op de AICB zelf.

De vereisten die zijn opgelegd aan beheerders van AICB’s omvatten een verplichte vergunning bij de FSMA, voorwaarden inzake kapitaal, informatieverstrekking aan de beleggers en relevante autoriteiten, gedragsregels, transparantie,... Voormelde vereisten zijn echter zeer complex en gedetailleerd, bijgevolg gaat dit werk hier ook niet dieper op in.

Uit voormelde definitie volgt dat de AICB-Wet een zeer ruim toepassingsgebied kent, waardoor vastgoedfondsen ook binnen haar toepassingsgebied kunnen vallen. Zo vallen bijvoorbeeld de openbare vastgoedbelevaks binnen toepassing van de AICB-Wet. Zoals eerder gemeld, was het net omwille van deze bijkomende vereisten en verplichtingen dat het GVV-statuut in leven werd geroepen.

(Bogaets & Donnez, 2014)

iii. Kenmerken van de AICB

Om de kenmerken van een AICB te ontleden hernemen we alvast nog eens voormelde definitie:

“Een AICB is elke collectieve beleggingsinstelling die kapitaal ophaalt bij een aantal beleggers met het doel dit in het belang van deze beleggers te beleggen volgens een vastgelegd beleggingsbeleid.” (Bogaerts & Donnez, 2014)

Uit deze definitie stelt men vast dat er cumulatief toepassing moet zijn van vijf kenmerken, vooraleer er sprake kan zijn van een AICB:

- i. instelling voor collectieve belegging;
- ii. ophalen van kapitaal;
- iii. reeks beleggers;
- iv. bepaald beleggingsbeleid;
- v. belang van de belegger.

(Landuyt, 2016)

Voor een beter begrip zullen we even dieper ingaan op elk van deze kenmerken.

a. Instelling voor collectieve belegging

Een onderneming kan aanzien worden als een ICB wanneer zij de volgende kenmerken vertoont: a) er is geen sprake van een algemeen commercieel bedrijfsdoel, b) de onderneming verzamelt financiële middelen bij beleggers om deze aan te wenden voor beleggingsdoeleinden en opbrengsten te genereren, c) haar beleggers zijn houders van rechten van deelneming of aandelen, maar beschikken niet over dagelijkse beslissingsbevoegdheid of zeggenschap.

(Landuyt, 2016)

b. Ophalen van kapitaal

Een AICB haalt kapitaal op bij beleggers om dit te beleggen overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid. De frequentie hierbij is van geen belang. Indien er maar eenmaal kapitaal wordt opgehaald (bijvoorbeeld bij de opstart), is voldaan aan het voormelde kenmerk.

(Landuyt, 2016)

c. Reeks beleggers

Er dient kapitaal te worden opgehaald bij meer dan één belegger, anders kan er geen sprake zijn van een AICB. De enige uitzondering die hier moet gemaakt worden, zijn bij structuren die zogezegd maar één belegger toelaten, maar waarbij deze belegger op zijn beurt kapitaal verzamelt bij andere beleggers. Een concreet voorbeeld hiervan is het zogenaamde “feeder fund”. Op die manier zal er toch nog steeds sprake zijn van een AICB.

(Landuyt, 2016)

d. Bepaald beleggingsbeleid

Een AICB moet het opgehaalde kapitaal beleggen volgens een bepaald beleggingsbeleid. Bij een letterlijke lezing van definitie zou het ontbreken van een beleggingsbeleid dus voldoende zijn om niet te worden beschouwd als AICB.

Landuyt (2016) zegt echter dat het al dan niet aanwezig zijn van een bepaald beleggingsbeleid praktisch moet worden beoordeeld. Het schriftelijk ontbreken van een beleggingsbeleid is dus geen bewijs van de afwezigheid ervan. Landuyt (2016) stelt zelfs dat indien formele regels net stellen dat er geen beleggingsbeleid aanwezig is, dit met de nodige scepsis moet worden benaderd omdat ze net bedoeld kunnen zijn om de AIFM-richtlijn te omzeilen.

e. Belang van de belegger

Het opgehaalde kapitaal dient te worden belegd in het belang van haar beleggers. Hiermee wordt bedoeld dat de AICB moet proberen een vermogensvermeerdering te realiseren voor haar beleggers. Er dient dus sprake te zijn van een geldelijke *return on investment*.

(Landuyt, 2016)

iv. Al dan niet toepassing?

Op basis van voormelde kenmerken zouden we kunnen stellen dat elke niet-beursgenoteerde operationele vastgoedvennootschap aanzien wordt als een AICB, en dus bijgevolg onderworpen zal zijn aan de verplichtingen opgelegd door de AICB-Wet.

De praktijk wijst echter uit dat dit niet automatisch het geval is, en we verwijzen hiervoor naar volgende passages uit het prospectus van het Quares Student Housing Fund:

“De Emittent (Quares Student Housing Fund) beschouwt dat zij een operationele vastgoedvennootschap is, en de Zaakvoerder wens dit ook zo te houden. Dit blijkt onder meer uit de activiteiten bestaande uit de uitbating en de terbeschikkingstelling van haar vastgoedportefeuille aan voornamelijk studenten, en de daartoe noodzakelijke uitbouw en beheer van haar vastgoedportefeuille. [...]. Indien evenwel zou blijken dat de Emittent niet als een operationele vennootschap kan worden beschouwd, bestaat het risico dat de Emittent zou worden gekwalificeerd als een AICB.”

Indien zou blijken dat de Emittent en haar Zaakvoerder onder de AICB-Wet vallen, zullen zij een vergunning dienen aan te vragen bij de FSMA teneinde hun activiteiten verder te kunnen uitoefenen en zullen zij worden onderworpen aan een uitgebreide regeling voor wat betreft onder meer minimaal aanvangskapitaal en eigen vermogen, kwaliteiten van effectieve leiding, organisatiestructuur, cliëntenbescherming, verloningsbeleid, belangenconflicten, risicobeheer en delegatie van beheerstaken. Daarenboven zal de Emittent dienen te voldoen aan de in de AIFM-Wet opgelegde voorwaarden voor wat betreft liquiditeitsbeheer, waarderingsregels van activa, aanduiding van een bewaarder van de AICB, en uitgebreide transparantievereisten t.a.v. haar deelnemers en de FSMA.

Diengevolge kan het naleven van de AICB-Wet een aanzienlijke kost met zich meebrengen, en een wezenlijk ongunstige invloed hebben op de activiteiten, de financiële toestand en/of de resultaten van de Emittent. Dit kan op haar beurt leiden tot hetzij een daling van het rendement, hetzij de stopzetting van de activiteiten van de Emittent.”

(Prospectus Quares Student Housing Fund, 2015, pp. 356-357)

Op basis van bovenstaande gegevens geeft Quares Student Housing Fund aan zichzelf te zien als een gewone operationele vennootschap, onderworpen aan de regels van het gemene recht, en niet als een AICB. Tegelijk wordt wel het perceptierisico aangegeven ingevolge haar activiteit, en dus aanzien te kunnen worden als een AICB.

Er blijkt dus dat niet-beursgenoteerde operationele vastgoedvennootschappen, voor hun juridische organisatie, tot het speelveld behoren van specialisten. Bijgevolg dringt zich voor de Belgische wetgever het creëren van een duidelijk wetgevend kader op, zoals bij de openbare GVV's.

2. Prospectusplicht?

Uit de bespreking van de openbare GVV weten we dat deze verplicht zijn een door de FSMA goedgekeurde prospectus op te maken, in het kader van de openbare aanbidding van aandelen. Voormelde verrichting is bij openbare GVV's immers altijd een "openbaar aanbod" in de zin van de Prospectuswet.

Om na te gaan of dit ook steeds het geval is voor niet-beursgenoteerde vastgoedvennootschappen, moet worden gekeken naar welke aanbiedingen geen "openbaar aanbod" zijn in de zin van de Prospectuswet:

- *“de aanbiedingen van effecten die uitsluitend gericht zijn aan gekwalificeerde beleggers;*
- *de aanbiedingen van effecten die gericht zijn aan minder dan 150 natuurlijke of rechtspersonen die geen gekwalificeerde beleggers zijn;*
- *de aanbiedingen van effecten die een totale tegenwaarde van ten minste 100.000 euro per belegger en per afzonderlijke aanbidding vereisen;*
- *de aanbiedingen van effecten met een nominale waarde per eenheid van ten minste 100.000 euro;*
- *de aanbiedingen van effecten met een totale tegenwaarde van minder dan 100.000 euro.”* (art. 3, § 2 Prospectuswet, 2006)

Uit bovenstaande gegevens kan worden afgeleid dat de Prospectuswet voor het al dan niet sprake zijn van een openbaar aanbod, een kwantitatief criterium hanteert op vlak van het aantal beleggers en/of de grootte van de inleg per belegger.

Een niet-beursgenoteerde operationele vastgoedvennootschap die dus niet onderhevig wil zijn aan prospectusplicht en meer dan 150 beleggers benaderen, kan dit doen door een minimuminleg van 100.000 EUR per belegger te vragen. De ratio achter deze grens, is dat beleggers vanaf dat bedrag worden geacht zelf voldoende het risico van een belegging te kunnen inschatten. Het staat deze vennootschappen echter nog steeds vrij om in zo'n geval al dan niet nog een prospectus op te stellen. Deze dient echter niet noodzakelijk goedgekeurd te worden door de FSMA, omdat er geen sprake is van een openbare aanbidding.

Quares Student Housing Fund was wel verplicht een door de FSMA goedgekeurde prospectus op te stellen voor haar openbare aanbidding, gezien de grootte van de gevraagde inleg per belegger: 11.500 EUR.

(Prospectus Quares Student Housing Fund, 2015, p. 341)

3. Beleggingsbeleid

A. Vergelijking met openbare GVV

i. Risicospreiding

Voor niet-beursgenoteerde vastgoedvennootschappen is er geen wettelijke verplichting inzake een minimumspreiding van de vastgoedportefeuille, in tegenstelling tot de openbare GVV (20%-regel). Er kan dus, afhankelijk van het risicobeleid door de leiders van de vennootschap, een te grote blootstelling zijn aan bepaalde panden in de portefeuille, huurders of onvoldoende geografische spreiding.

In de praktijk zal er wel een concreet risicobeleid bepaald zijn, des te meer indien de vennootschap als een AICB aanzien wordt. Het risico zit hem echter in de grootte van de vastgoedportefeuille: bij een onvoldoende grote portefeuille kan nooit een optimale risicospreiding gerealiseerd worden. Aangezien deze vennootschappen meestal over een minder grote financiële slagkracht beschikken dan de openbare GVV's, is het moeilijker om grote vastgoedportefeuilles op te bouwen.

ii. Schuldgraad

In het prospectus van Quares Student Housing Fund dient het volgende te worden opgemerkt over de (nagestreefde) schuldgraad:

“De Emittent verwacht dat circa 50 % van de vastgoedportefeuille gefinancierd zal worden door middel van bankleningen. Gedurende de aankoopfase kan dit percentage tijdelijk hoger liggen. De Zaakvoerder streeft er evenwel naar om het percentage van de totale financiële schulden op het balanstotaal te beperken tot maximaal 70 %.”

(Prospectus Quares Student Housing Fund, 2015, p. 473)

Uit bovenstaande passage kan worden afgeleid dat er geen eenzelfde beperking is van 65 % op de schuldgraad, zoals bij de openbare GVV's.

iii. Geen verplichte pay-out ratio

We vernemen volgende passage inzake het dividendbeleid:

“De Emittent voorziet dat geen uitkering van dividenden zal plaatsvinden gedurende de duur van de Emittent.” (Prospectus Quares Student Housing Fund, 2015, p. 334)

In tegenstelling tot de openbare GVV is er geen (minimum)uitkering van de winst vereist. Beleggers in Quares Student Housing Fund verklaren zich immers akkoord dat er gedurende de looptijd van de vennootschap geen dividenden worden uitgekeerd. Er zal pas uitkering plaatsvinden bij uitdoving van de vennootschap (31 december 2020).

(Prospectus Quares Student Housing Fund, 2015, p. 332)

iv. Geen verbod op vastgoedpromotie

Voor openbare GVV's geldt er een specifiek verbod op vastgoedpromotie, tenzij er sprake is van ontwikkeling voor de eigen vastgoedportefeuille.

Niet-beursgenoteerde vastgoedvennootschappen zijn niet aan zo'n verbod onderworpen, tenzij er expliciet in de statuten wordt opgenomen dat de vennootschap geen vastgoedpromotie, bedoeld voor de verkoop aan derden, als activiteit mag hebben.

v. Onafhankelijke vastgoeddeskundige

Teneinde een objectieve waardering van de vastgoedportefeuille te garanderen, zullen niet-beursgenoteerde vastgoedvennootschappen ook een onafhankelijke vastgoeddeskundige aanstellen voor een jaarlijkse waardering, ook al is er hiervoor geen wettelijke verplichting.

Bijgevolg is er ook geen verplichting tot driemaandelijksse waardering van de vastgoedportefeuille, zoals we kunnen afleiden uit volgende passage van het prospectus:

“De Emittent doet een beroep op onafhankelijke vastgoeddeskundige die verantwoordelijk zijn voor de periodieke waarderingen van de vastgoedportefeuille en occasionele waarderingen van potentiële acquisities.

De vastgoeddeskundige treedt voor de Emittent op als schatter (i) voor de jaarlijkse herwaardering van de vastgoedportefeuille van de Emittent alsook (ii) voor eventuele latere schattingen van vastgoed die de Emittent zou wensen te verwerven of te verkopen.”

(Prospectus Quares Student Housing Fund, 2015, p. 433)

4. Fiscaal regime

A. In hoofde vennootschap

Aangezien QSHF een normale operationele vennootschap is valt haar belastbaar resultaat (winst) onder het gewone tarief van de vennootschapsbelasting van 33,99 % (basistarief 33 % + 3 % aanvullende crisisbelasting). Zoals eerder gemeld zal, als gevolg van het Zomerakkoord, er een verlaging van het basistarief gebeuren naar 29 procent in 2018, en 25 procent in 2020. Ter vergelijking: dezelfde winst is bij openbare GVV's niet onderworpen aan de vennootschapsbelasting, als gevolg van de verplichte pay-out ratio.

Wat betreft de gerealiseerde meerwaarden op de verkoop van vastgoed, vernemen we het volgende:

“Op gerealiseerde meerwaarden als gevolg van een verkoop van vastgoed is het gewone tarief van 33,99 % van de vennootschapsbelasting van toepassing.”

(Prospectus Quares Student Housing Fund, 2015, p. 475)

Ter vergelijking: GVV's zijn hiervoor onderworpen aan het gunsttarief van de exit-taks (16,995 %), maar wel op de niet-gerealiseerde meerwaarden.

(Luystermann, 2017)

B. In hoofde aandeelhouder

i. Roerende voorheffing

De aandelen in een niet-beursgenoteerde vastgoedvennootschap zijn eveneens dividendgerechtigd, en dus ook onderworpen aan de roerende voorheffing van 30 %.

Er is geen soortgelijk verlaagd regime voorzien, zoals bij de openbare GVV's die uitsluitend belegd zijn in zorgvastgoed.

Voor een meer diepgaande bespreking verwijzen we naar “4.B.i”.

ii. Meerwaarden

Dezelfde bepalingen als bij de openbare GVV zijn van toepassing. We verwijzen naar de bespreking onder “4.B.ii”.

5. Belegging: voor- en nadelen

i. Voordelen

a. Niet-beursgenoteerd

Aandelen van een niet-beursgenoteerde vastgoedvennootschap zijn niet blootgesteld aan het beursrisico. Een meerwaarde op de aandelen is dus eerder afhankelijk van een stijging van de waarde van de vastgoedportefeuille.

b. Lage instapdrempel

Hoewel de instapdrempel duidelijk hoger is dan bij een openbare GVV, is deze nog steeds zeer laag in vergelijking met een directe investering in vastgoed. In het geval van de openbare aanbieding van QSHF: 11.500 EUR/aandeel.

ii. Nadelen (in vergelijking met GVV)

a. Niet onderhevig aan onafhankelijke analyses

Net omwille dat deze vennootschappen niet beursgenoteerd zijn, worden ze ook niet gevolgd door onafhankelijke analisten. Bijgevolg zijn er veel minder vergelijkingsmogelijkheden en zijn beleggers eerder op hun eigen oordeel, of dat van hun adviseur, aangewezen.

b. Minder liquide verhandelbaarheid

Bij beursgenoteerde aandelen komt het er eigenlijk op neer dat een aandeelhouder kan verkopen wanneer hij of zij dit wenst. Indien er voldoende vraag is naar de betrokken aandelen tijdens de beurshandel, dan kan het verkooporder letterlijk in enkele seconden gerealiseerd zijn.

Een aandeelhouder van QSHF is hierin beperkter, er is namelijk een goedkeuring nodig van de algemene vergadering der aandeelhouders. Voor de modaliteiten ter zake wordt verwezen naar 7.6 van Bijlage 7.

IV. CONCLUSIE

Het schrijven van deze bachelorproef ging bij momenten moeizaam, maar het was voor mij vooral een zeer leerrijke ervaring. Ik ben uiteindelijk gelukkig mij te kunnen hebben verdiepen in het onderwerp van mijn keuze, en ik hoop dan ook dat dit werk een toegevoegde waarde mag betekenen voor de Hogeschool Odisee, en in het bijzonder voor de opleiding Vastgoed.

Zoals eerder gezegd, ging het schrijven van deze bachelorproef niet zonder hindernissen. Eén van de grootste uitdagingen was om mezelf wegwijs te moeten maken in de hoeveelheid aan informatie, en in het bijzonder in de zware juridische materie betreffende de gereglementeerde vastgoedvennootschappen en de niet-beursgenoteerde operationele vastgoedvennootschappen. Mijn conclusie hieromtrent is dat de Belgische wetgever erin geslaagd is om een zeer solide wetgevend kader te voorzien voor de gereglementeerde vastgoedvennootschappen. Daarentegen is er nog werk voor de boeg voor het creëren van een gelijkaardig kader voor de niet-beursgenoteerde vastgoedvennootschappen. Dit vormde een hindernis om, naar mijn gevoel, tot een *to-the-point* vergelijking te komen.

Voorts was het ook bij de aanvang van dit werk, een persoonlijke ambitie van mezelf om de dynamiek achter de financiële prestaties van de openbare GVV's beter te begrijpen, en dit in kaart te kunnen brengen voor de toekomstige lezers van dit werk. Hieruit is gebleken dat je zelfs met een beperkt kapitaal toch nog steeds in vastgoed belegd kan zijn, én meer dan keurige rendementen kunt behalen. Een belegging in een openbare GVV geniet na deze bachelorproef dus mijn persoonlijke voorkeur, omwille van vele redenen: de verplichte pay-out ratio, de omvang van de vastgoedportefeuilles, de liquide verhandelbaarheid,... Enige inwerking in het beursgegeven is noodzakelijk, maar loont de moeite.

Ten slotte hoop ik dat deze bachelorproef het bestaan van de openbare GVV's en de niet-beursgenoteerde vastgoedvennootschappen meer onder de aandacht mag brengen, en elke belanghebbende hiermee van dienst te zijn geweest.

V. BIBLIOGRAFIE

- Beroepsinstituut van Erkende Boekhouders en Fiscalisten.* (s.d.). Opgeroepen op augustus 5, 2017, van www.bibf.be: <http://www.bibf.be/Index.asp?Idx=1755>
- Bogaets, S., & Donnez, T. (2014, september). *Wet betreffende de Alternatieve Instellingen voor Collectieve Belegging en hun Beheerders in werking getreden.* Opgeroepen op augustus 10, 2017, van www.eubelius.com: <http://www.eubelius.com/nl/spotlight/wet-betreffende-de-alternatieve-instellingen-voor-collectieve-belegging-en-hun-beheerders>
- Bollen, N. (2017, april). Blijf uit het vizier van fiscus als u vastgoed verkoopt met winst. *De Tijd*.
- Claes, W., Hermans, A., & Van Bever, L. (2014, juni). Opgeroepen op februari 23, 2017, van www.eubelius.com: <http://www.eubelius.com/nl/spotlight/belgische-reit-sector-krijgt-statuu-t-van-gereguleerde-vastgoedvennootschap>
- De Koster, T. (2016). *Cursus fiscaal recht 2*. Aalst, België: Odisee.
- De Munter, M. (2014, Mei 28). Nieuwe gereguleerde vastgoedvennootschappen met fiscaal gunststatuut. *Fiscoloog*(1387).
- De Rijcke, C. (2016, mei). Vastgoed: via een aandeel of via een fonds? *De Tijd*.
- Decroix, K., & Van Besien, A. (2016, november). *Gespecialiseerd vastgoedbeleggingsfonds - een nieuw vehikel voor vastgoedinvesteringen.* Opgeroepen op augustus 9, 2017, van www.eubelius.com: <http://www.eubelius.com/nl/spotlight/gespecialiseerd-vastgoedbeleggingsfonds-%E2%80%93-een-nieuw-vehikel-voor-vastgoedinvesteringen>
- Dierckx, P., & Peeters, L. (2015). Opgeroepen op maart 5, 2017, van www.peeters-law.be: <http://www.peeters-law.be/documents/analyse-items/83-gereguleerde-vastgoedvennootschap.xml?lang=nl>
- Dossche, K. (2008). Beleggen in vastgoed: de vastgoedbevak en de vastgoedcertificaten. Universiteit Gent.
- euribor-rates.eu.* (s.d.). Opgeroepen op juni 11, 2017, van www.euribor-rates.eu: <http://nl.euribor-rates.eu/ecb-refi-rente.asp>
- Federale Overheidsdienst Financiën.* (s.d.). Opgeroepen op juli 18, 2017, van www.financien.belgium.be: <https://financien.belgium.be/nl/ondernemingen/vennootschapsbelasting/berkening/tarieven>

- Federale Overheidsdienst Financiën.* (s.d.). Opgeroepen op juli 26, 2017, van www.financien.belgium.be:
https://financien.belgium.be/nl/ondernemingen/vennootschapsbelasting/voorheffingen/roerende_voorheffing
- Federale Overheidsdienst Financiën.* (s.d.). Opgeroepen op augustus 2, 2017, van www.financien.belgium.be:
https://financien.belgium.be/nl/experten_partners/investeerders/taks-opbeursverrichtingen
- FSMA.* (2017). Opgeroepen op mei 12, 2017, van www.fsma.be:
<https://www.fsma.be/nl/list/openbare-gereguleerde-vastgoedvennootschappen-naar-belgisch-recht-0>
- Jura.* (2002). *Wet betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten.* Opgeroepen op maart 30, 2017, van www.juranotariaat.be:
<http://www.juranotariaat.be/secure/documentview.aspx?id=ln55075>
- KB met betrekking tot de gereguleerde vastgoedvennootschappen.* (2014). Opgeroepen op april 15, 2017, van www.juranotariaat.be:
<http://www.juranotariaat.be/secure/documentview.aspx?trackuser=1&id=ln153676&state=changed>
- KB met betrekking tot de vastgoedbevaks.* (2010). Opgeroepen op februari 25, 2017, van www.jura.be: <http://www.juranotariaat.be/secure/documentview.aspx?trackuser=1&id=ln123513&anchor=ln123513-77&state=changed>
- Landuyt, S. (2016, mei). Toepassingsgebied van het wetgevend kader voor de fondsensector in België na de AIFMD. *Financial Law Institute - working paper series.*
- Lievens, K., & Van Den Bruel, T. (2017, januari). Fiscaal regime bijzondere beleggingsvennootschappen. *Wolters Kluwer.*
- Luysterman, P. (2017, Juli). Kater dreigt voor Cofinimmo. *De Tijd.*
- Luystermann, P. (2017, juli). Lagere exit-taks vanaf volgend jaar. *De Tijd.*
- Meeussen, G. (2016, maart). Rente deert REIT niet als hij maar voldoende groeit. *De Tijd.*
- Meeussen, G. (2017, juni). Zolang we maar niet zot beginnen te doen. *De Tijd.*
- Prospectus Quares Student Housing Fund.* (2015). Antwerpen, België: Quares Student Housing.
- Prospectus Xior.* (2015). Antwerpen, België: Xior.
- Prospectus Xior.* (2015). Antwerpen, België.

- Prospectus Xior*. (2015). Antwerpen, België: Xior.
- Racquet, E. (2016, mei). Of u verhuurt of niet, extra vastgoed wordt belast. *De Tijd*.
- Statistics Belgium*. (s.d.). Opgeroepen op augustus 5, 2017, van www.statbel.fgov.be:
http://statbel.fgov.be/nl/statistieken/cijfers/economie/bouw_industrie/vastgoed/
- Suy, P. (2016, januari). Beschermen bakstenen u tegen een crash? *De Tijd*.
- Suy, P. (2016). Dure vastgoedjongens zoeken centen. *De Tijd*.
- Vansteeland, K. (2017, juli). Mario Draghi, vijf jaar beleggersvriend en spaardersvijand. *De Tijd*.
- Verschueren, S. (2017, juni). 4 misverstanden over vastgoedaandelenfondsen. *De Tijd*.
- Vervenne, W. (2017, juli). Wat is het effect van het Zomerakkoord op uw geld? *De Tijd*.
- Vlaamse Belastingdienst*. (s.d.). Opgeroepen op augustus 5, 2017, van www.belastingen.vlaanderen.be: <https://belastingen.vlaanderen.be/hoe-wordt-de-onroerende-voorheffing-berekend>
- Wet betreffende de gereglementeerde vastgoedvennootschappen*. (2014). Opgeroepen op februari 23, 2017, van www.juranotariaat.be:
<http://www.juranotariaat.be/secure/documentview.aspx?id=ln153676>
- Wet op de openbare aanbidding van beleggingsinstrument en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt. (2006).

