

05348

1987

SERIE RESEARCH MEMORANDA

EXTERNE VERSLAGGEVING VAN
BELEGGINGSINSTELLINGEN

E. Eeftink

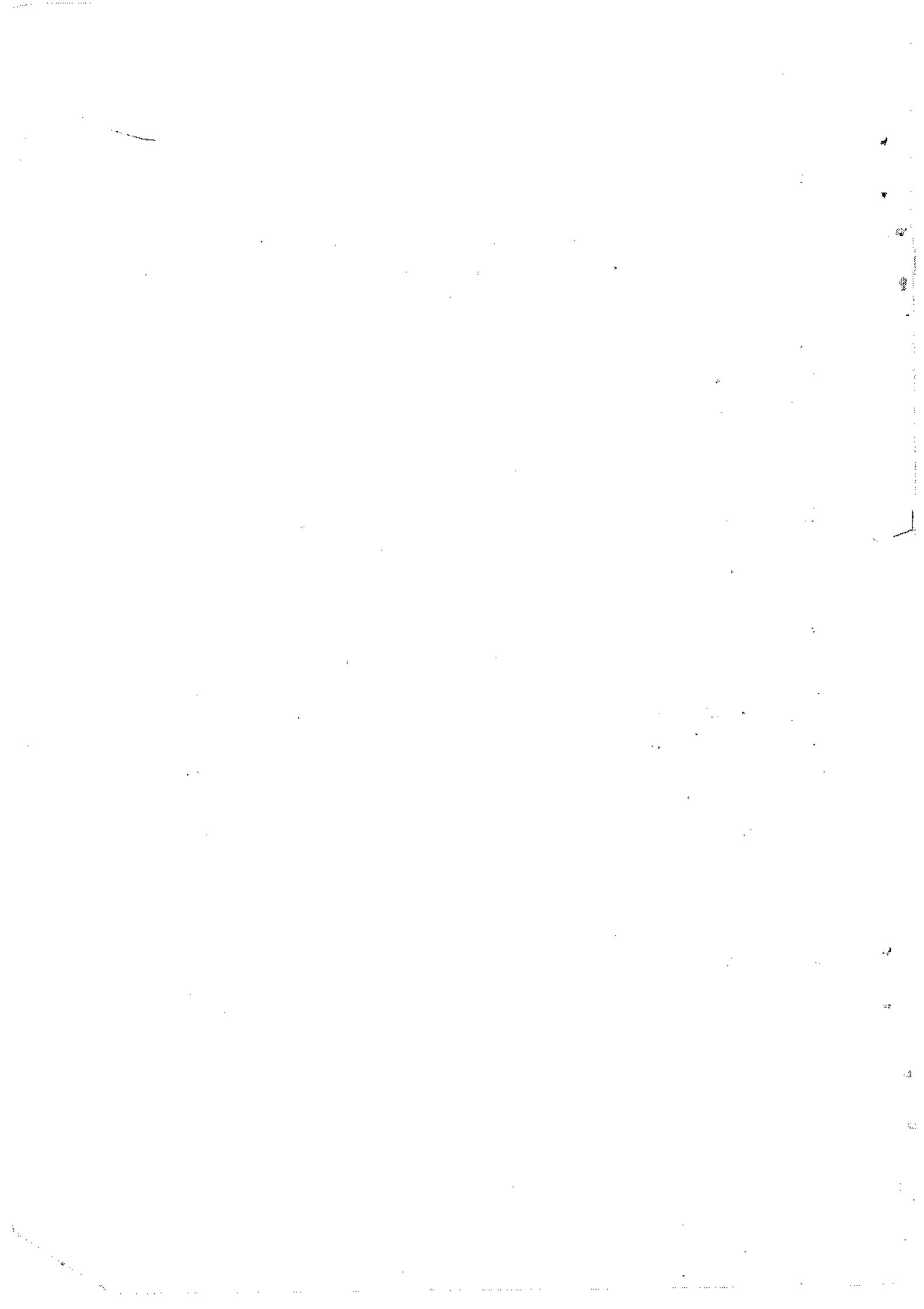
D. Korf

Researchmemorandum 1987-4

januari 87



VRIJE UNIVERSITEIT
FACULTEIT DER ECONOMISCHE WETENSCHAPPEN
A M S T E R D A M



VOORWOORD

Beleggen is in. Aangetrokken door steeds weer stijgende beursindices is bij spaarders en beleggers een groeiende behoefte aanwezig om méér te doen met hun geld. Beleggingsinstellingen spelen op deze behoefte in door in regelmatig verschijnende advertenties in de financiële pers te wijzen op de voordelen die het collectief beleggen via hun deskundige beheer kan bieden. Het aantal beleggingsinstellingen dat in de markt is voor de gulden van de spaarder/belegger is de laatste jaren dan ook sterk toegenomen. Ook de omvang van vele bestaande beleggingsinstellingen is aanzienlijk gegroeid.

Ondanks deze groeiende belangstelling heeft de externe financiële verslaggeving van beleggingsinstellingen tot op heden een uiterst bescheiden plaats ingenomen in zowel literatuur als regelgeving.

Bovenstaande situatie was voor ons aanleiding tot het doen van een onderzoek naar de externe financiële verslaggeving van beleggingsinstellingen. Het onderzoek heeft plaatsgevonden in het kader van het onderzoekprogramma 'Maatschappelijke Berichtgeving' van de vakgroep Kosten- en Winstvraagstukken.

Op deze plaats willen we Prof.dr. J. Klaassen RA en Drs. E. de With bedanken voor de nuttige suggesties welke zij bij de totstandkoming van dit rapport aanreikten. Tevens gaat onze dank uit naar KMG Klynveld Kraayenhof & Co. te Amsterdam voor de tekstverwerking.

Amsterdam, juli 1986

E. Eeftink

D. Korf

*Er is één, die uitstrooit, denwelken nog meer
toegedaan wordt;
en één, die meer inhoudt dan recht is, maar
het is tot gebrek.*

Spreuken 11 : 24

INHOUDSOPGAVE

Pag.nr.

Inleiding	1
Beleggingsinstellingen	1
Probleemstelling	1
Opzet van de scriptie	2
1. Classificatie van beleggingsinstellingen	3
1.1 Kapitalisatie	3
1.2 Aard van de beleggingen	4
1.3 Organisatievorm	4
2. De fiscale beleggingsinstelling	5
2.1 Achtergrond van de regeling	5
2.2 Inhoud van de regeling	5
2.3 Het begrip "beleggingsinstelling"	6
2.4 Fiscale winstbepaling van beleggingsinstellingen	7
ex. art. 28 Vpb.	7
2.4.1 De deelnemingsvrijstelling en de fiscale beleggingsinstelling	7
2.4.2 De herbeleggingsreserve	8
2.4.3 De afrondingsreserve	8
2.4.4 De doorstootverplichting	8
3. Doelstellingen van externe verslaggeving	10
3.1 Het "Conceptual Framework" en beleggingsinstellingen	10
3.2 De doelstelling van externe verslaggeving van beleggingsinstellingen	11
4. Waardering en vermogensbepaling bij beleggingsinstellingen	13
4.1 Inleiding	13
4.2 Waarderingsgrondslagen	13
4.2.1 Marktwaaarde	13
4.2.2 Kostprijs	14
4.2.3 Kostprijs of lagere marktwaaarde	14
4.2.4 Problemen bij het gebruik van marktwaaarde	14
4.3 Bepaling van de marktwaaarde	15
4.4 Waardering van onroerend goed	15
4.5 Waardering bij open-end en closed-end beleggingsinstellingen	17
5. Prestatiemeting bij beleggingsinstellingen	18
5.1 Inleiding	18
5.2 Rendement	18
5.2.1 Waardeveranderingen	19
5.2.1.1 Waardeveranderingen en uitkeerbaarheid van het resultaat	19
5.2.1.2 Waardeveranderingen en het realisatie-principe	20
5.2.2 Beleggingsinkomsten	22
5.2.2.1 Dividenden	22
5.2.2.2 Rente	22
5.2.2.3 Huren	23
5.2.3 Kosten	23
5.2.4 Scorringen en terugbetalingen	24

Pag.nr.

5.3 Risico	25
5.3.1 De variabiliteit van de rendementen	25
5.3.2 De samenstelling van de beleggingsportefeuille	25
5.3.3 De samenstelling van het resultaat en de beleggingsdoelstelling	26
5.3.4 De liquiditeit	26
5.3.5 Overige risico-aspecten	27
6. Inrichting van de jaarrekening	28
6.1 Inleiding	28
6.2 Balans	28
6.3 Resultatenoverzicht	30
6.4 Vermogensoverzicht	31
6.5 Aanvullende informatie	33
7. Regelgeving	34
7.1 Inleiding	34
7.2 Titel 8, Boek 2, BW	34
7.2.1 Inrichtingsvoorschriften	34
7.2.2 Waarderingsvoorschriften	35
7.2.3 Resultaatbepaling	37
7.2.4 Overige aspecten	37
7.2.5 Conclusie	38
7.3 IAS 25: Accounting for Investments	38
7.3.1 Waardering	38
7.3.2 Behandeling van waardeveranderingen	39
7.3.3 Publikatievoorschriften	40
7.3.4 Conclusie	40
7.4 Ontwerp-wet Beleggingsinstellingen	40
7.4.1 Inhoud van het wetsontwerp t.a.v. verslaggeving	41
7.4.2 Conclusie	43
8. Jaarverslagenonderzoek	44
8.1 Inleiding	44
8.2 Enkele karakteristieke eigenschappen	44
8.3 Waardering	45
8.4 Resultaatbepaling	47
8.4.1 Verwerking van beleggingsresultaten	47
8.4.2 Kosten	49
8.5 Overige aspecten	50
8.5.1 Informatie over doelstelling en beleggingsbeleid	51
8.5.2 Portefeuille-overzichten	51
8.5.3 Historische overzichten	52
8.5.4 SHBM-overzicht	53

	Pag.nr.
9. Samenvatting en conclusies	54
9.1 Doelstelling	54
9.2 Waardering	54
9.2.1 Theorie	54
9.2.2 Regelgeving	54
9.2.3 Praktijk	54
9.2.4 Evaluatie	55
9.3 Resultaatbepaling	55
9.3.1 Theorie	55
9.3.2 Regelgeving	55
9.3.3 Praktijk	56
9.3.4 Evaluatie	56
9.4 Slotbeschouwing	57
Bijlage 1: Enkele artikelen uit de ontwerp-wet Beleggingsinstellingen	58
Bijlage 2: Overzicht van de in het jaarverslagenonderzoek betrokken beleggingsinstellingen	60
Literatuurlijst	62

INLEIDING

Beleggingsinstellingen

Een belegger heeft de keuze uit verschillende beleggingsobjecten, zoals aandelen, obligaties, onroerend goed, edele metalen, etc. Wanneer de belegger zijn portefeuille samenstelt uit meer dan één beleggingsobject, is er sprake van diversificatie van zijn portefeuille. Indien de rendementen van de diverse beleggingsobjecten in een portefeuille niet volkomen positief gecorreleerd zijn, leidt diversificatie tot reductie van het portefeuillerisico.

De belegger zal zijn portefeuille op zodanige wijze samenstellen dat deze voor hem een optimale combinatie van risico en verwacht rendement biedt. Als de belegger zich bij de samenstelling van zijn portefeuille laat leiden door bovengenoemde diversificatievoordelen, kan hij een "betere" belegging creëren. "Beter" betekent hier een gunstiger verhouding tussen verwacht rendement en risico, uitgaande van een risico-averse belegger.

Niet elke belegger is in staat een optimale portefeuille te creëren, aangezien dit een grote investering vergt in uiteenlopende beleggingsobjecten. Door het kopen van een aandeel in een beleggingsinstelling kan de belegger met een relatief geringe investering een gediversificeerde portefeuille creëren tegen lage kosten, waarbij hij profiteert van de gespecialiseerde kennis die bij de beleggingsinstelling aanwezig mag worden geacht. De belegger hoeft zich daarbij niet meer te bekommeren over het beheer van de portefeuille en de beslissingen die daartoe moeten worden genomen; deze worden gedelegeerd aan de beleggingsinstelling.

Eén en ander is terug te vinden in een door het "American Institute of Certified Public Accountants" gegeven omschrijving van een beleggingsinstelling (AICPA, 1979, p.1):

"The business of an investment company consists of selling its capital shares to the public, investing the proceeds in a manner seeking to achieve its announced investment objectives, ... Generally, an investment company can be said to be a pooling of funds by shareholders to avail themselves of professional investment management".

Probleemstelling

In deze scriptie wordt ingegaan op de externe financiële verslaggeving van beleggingsinstellingen zoals deze tot uitdrukking komt in de jaarrekening. Participatiemaatschappijen vallen buiten het onderwerp van deze scriptie. Verslaggeving van deze maatschappijen brengt een bijzondere problematiek met zich mee, welke buiten het bestek van deze studie valt.

Het doel van deze scriptie is drieledig. In de eerste plaats willen we vanuit een theoretisch gezichtspunt trachten te beargumenteren hoe verslaggeving van beleggingsinstellingen op een juiste wijze inhoud zou kunnen krijgen. In de tweede plaats wordt onderzocht op welke wijze deze verslaggeving in de praktijk gestalte krijgt; hiertoe is een jaarverslagenonderzoek verricht. Tenslotte zullen de resultaten van dit empirisch

onderzoek worden geconfronteerd met de belangrijkste, in het theoretische deel naar voren gekomen elementen.

Opzet van de scriptie

Het theoretische deel bestaat uit 7 hoofdstukken. In het eerste hoofdstuk worden enkele karakteristieke elementen aangegeven op grond waarvan beleggingsinstellingen kunnen worden geclassificeerd. In hoofdstuk 2 wordt ingegaan op de bijzondere plaats die beleggingsinstellingen innemen in de fiscale wetgeving, omdat de fiscale regels voor de winstbepaling van beleggingsinstellingen zeer nauw omschreven zijn en wellicht van invloed kunnen zijn op de externe financiële verslaggeving.

In hoofdstuk 3 trachten we een doelstelling voor de verslaggeving van beleggingsinstellingen te formuleren. De elementen van deze doelstelling vormen het uitgangspunt voor het resterende deel van de scriptie. In het volgende hoofdstuk wordt nagegaan welke grondslag voor waardering en vermogensbepaling bij beleggingsinstellingen de meest juiste is. In hoofdstuk 5 wordt aangegeven op welke wijze resultaatbepaling van een beleggingsinstelling plaats moet vinden. Naast resultaat -als onderdeel van het rendement- vormt ook het risico van een belegging een element dat bij de prestatiebepaling in aanmerking moet worden genomen. Hierop wordt slechts beknopt ingegaan. In het zesde hoofdstuk wordt beschreven hoe de jaarrekening van een beleggingsinstelling ingericht zou kunnen worden. Tenslotte wordt in hoofdstuk 7 aandacht besteed aan de regelgeving die van toepassing kan zijn op de verslaggeving van beleggingsinstellingen in Nederland.

De empirische component van deze scriptie is in hoofdstuk 8 opgenomen. Het betreft hier een onderzoek van de jaarverslagen van 33 aan de Amsterdamse Effectenbeurs genoteerde beleggingsinstellingen, welke voornamelijk gericht was op de toegepaste wijzen van waardering en resultaatbepaling.

In het laatste hoofdstuk wordt een samenvatting van de belangrijkste conclusies gegeven. Daarbij worden de in het theoretische deel naar voren gekomen conclusies geconfronteerd met de empirische bevindingen.

1. CLASSIFICATIE VAN BELEGINGSINSTELLINGEN

Volgens Scholten zijn er drie karakteristieke elementen te onderscheiden op grond waarvan een indeling van beleggingsinstellingen is te maken (Scholten, 1984, p.153). Die elementen zijn:

- de vrijheid na de oprichting ten aanzien van het uitgeven en innemen van deelnemersbewijzen: de kapitalisatie;
- de aard van de beleggingen;
- de organisatievorm.

Behalve deze drie kunnen beleggingsinstellingen verschillen naar de volgende kenmerken:

- mate van financiering met vreemd vermogen;
- mate waarin ze bereid is risico te lopen;
- uitkeringsbeleid;
- beheersvrijheid;
- al dan niet genoteerd op de effectenbeurs;
- aanwezigheid van een verzekeringselement;
- rendements- tegenover groei-doelstelling.

Aangezien de drie eerstgenoemde kenmerken van fundamentele en blijvende aard zijn (Scholten, t.a.p.) zijn deze het meest geschikt om een classificatie van beleggingsinstellingen op te baseren. In het vervolg zal deze classificatie van belang blijken.

1.1 Kapitalisatie

Gelet op dit aspect zijn er twee typen beleggingsinstellingen te onderscheiden, t.w.:

- de instellingen met een gesloten kapitalisatie (closed-end). Het aantal deelnemersbewijzen kan niet worden uitgebreid, tenzij via een emissie;
- de instellingen met een open kapitalisatie (open-end). Het aantal deelnemersbewijzen kan dagelijks worden verminderd en uitgebreid.

Aangezien open-end beleggingsinstellingen te allen tijde participaties uit kunnen geven en in kunnen nemen, moet er eveneens te allen tijde een afgifte- c.q. innameprijs voor de participaties kunnen worden vastgesteld. Deze prijs wordt vastgesteld op basis van de intrinsieke waarde per aandeel. Alleen dit al stelt bijzondere eisen aan de waardering en vermogensbepaling van open-end beleggingsinstellingen. Bij closed-end beleggingsinstellingen speelt dit aspect een veel minder belangrijke rol, aangezien bij deze instellingen geen continue afgifte en inname van nieuwe participaties plaatsvindt.

1.2 Aard van de beleggingen

Naar aard van de beleggingen zijn de volgende beleggingsinstellingen te onderscheiden:

- aandelen;
- obligaties;
- onroerend goed;
- diversen.

Elke soort instelling kan algemeen van aard zijn of gespecialiseerd naar regio of bedrijfstak. Voor wat betreft de verslaggeving is deze classificatie zinvol, omdat elke categorie belegging haar eigen specifieke waardeeringsproblematiek met zich meebrengt. Met name bij de waardering van onroerend goed kunnen zich problemen voordoen.

1.3 Organisatievorm

Naar dit criterium is de volgende indeling te maken:

- Beleggingsmaatschappij: de deelnemers zijn aandeelhouder en de instelling heeft de NV-vorm. In Nederland overheerst deze organisatievorm (Tweede Kamer, 1982-1983, 14664, nr.3, p.27);
- Beleggingsfonds: deze instelling is geen rechtspersoon zoals een beleggingsmaatschappij, maar een vermogen dat ten behoeve van de deelnemers wordt beheerd en bewaard. De deelnemers hebben participatiebewijzen in plaats van aandelen. Deze vorm domineert in het buitenland (Tweede Kamer, t.a.p.).

De beleggingsmaatschappij met een open-end kapitalisatie (veranderlijk kapitaal) wordt juridisch omschreven in artikel 76A van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek. Het gaat daarbij om de naamloze vennootschap:

- die uitsluitend ten doel heeft haar vermogen zodanig te beleggen dat de risico's daarvan worden gespreid teneinde haar aandeelhouders in de opbrengst te doen delen;
- waarvan het bestuur de statutaire bevoegdheid heeft om aandelen in haar kapitaal uit te geven, te verwerven en te vervreemden;
- waarvan de aandelen -met uitzondering van prioriteitsaandelen- ter beurze staan genoteerd;
- waarvan de statuten bepalen dat er sprake is van een "beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal".

De juridische status is vanuit verslaggevingsoogpunt vooral van belang, omdat beleggingsfondsen niet vallen onder het regime van Titel 8, Boek 2, BW. Deze wettelijke regeling is namelijk alleen van toepassing op NV's, BV's, onderlinge waarborgmaatschappijen en coöperatieve verenigingen.

2. DE FISCALE BELEGGINSGINSTELLING

In de fiscale wetgeving is een bijzondere plaats ingeruimd voor de beleggingsinstelling. Op grond van artikel 28 van de Wet Vennootschapsbelasting 1969 (Vpb), waarin het fiscale begrip "beleggingsinstelling" is gedefinieerd, is het Besluit Beleggingsinstellingen uitgevaardigd. De hoofdlijn van dit Besluit is het achterwege laten van de heffing van de vennootschapsbelasting bij beleggingsinstellingen. Dit wordt geconcretiseerd door het nul-tarief, dat genoten wordt indien de beleggingsinkomsten in hun geheel worden uitgekeerd.

2.1 Achtergrond van de regeling

Veel beleggingsinstellingen hebben een rechtsvorm op grond waarvan zij belastingplichtig zijn voor de vennootschapsbelasting. Zonder een bijzondere voorziening in de fiscale wetgeving zouden alle beleggingsvoordelen belast zijn. Dat wil zeggen dat zowel de periodieke beleggingsinkomsten (dividenden, rente, etc.) als de vermogenswinsten aan vennootschapsbelasting onderhevig zouden zijn. De uitgekeerde winst na belasting wordt vervolgens bij de particuliere aandeelhouders aan inkomstenbelasting onderworpen. Beleggen via een beleggingsinstelling zou op bovenstaande wijze een dubbele belastingheffing met zich meebrengen.

Bij de particulier die rechtstreeks belegt, d.w.z. niet via een beleggingsinstelling, zijn slechts de genoten periodieke beleggingsinkomsten belast; de door hem behaalde waardeveranderingen zijn niet belast. Dit houdt in dat beleggers die d.m.v. een beleggingsinstelling hun risico willen spreiden fiscaal gediscrimineerd zouden worden ten opzichte van beleggers die rechtstreeks beleggen. Het zullen met name kleine beleggers zijn die gebruik maken van de diensten van een beleggingsinstelling; grote beleggers kunnen hun risico's zelf wel spreiden.

Het bovenstaande geeft duidelijk aan dat zonder een fiscale tegemoetkoming voor beleggingsinstellingen deze vorm van collectief beleggen onmogelijk zou zijn (De Vries/Sillevis, 1980, p. 577).

2.2 Inhoud van de regeling

Om tegemoet te komen aan bovengenoemde ongelijkheid was de wetgever bereid een gunstig fiscaal regime voor beleggingsinstellingen te scheppen. Het speciale regime houdt in dat alle door de beleggingsinstelling behaalde voordelen uit effecten, onroerend goed en hypothecaire vorderingen (zowel beleggingsinkomsten als vermogenswinsten) voor de heffing van vennootschapsbelasting met 0% worden belast. Deze regeling geldt alleen indien deze voordelen direkt -afgezien van bepaalde reserveringsmogelijkheden voor vermogenswinsten- in hun geheel aan de aandeelhouders worden "doorgestoten".

Bij de particuliere aandeelhouders wordt over de genoten voordelen inkomstenbelasting geheven, omdat de deelnemingsvrijstelling hier niet geldt.

Voor wat betreft de doorgestoten periodieke beleggingsinkomsten verkeert de particuliere aandeelhouder van de beleggingsinstelling nu in dezelfde fiscale positie als de rechtstreekse belegger. Met betrekking tot de doorgestoten vermogenswinsten blijft er echter ongelijkheid bestaan tussen de rechtstreekse en de indirecte belegger. De rechtstreekse belegger kan vermogenswinsten onbelast incasseren; bij tussenschakeling van de beleggingsinstelling worden de vermogenswinsten echter getransformeerd tot voor de inkomstenbelasting belast inkomen van de belegger. De wetgever rechtvaardigt deze ongelijkheid door er op te wijzen dat het zeer de vraag is of de indirecte belegger bij rechtstreekse belegging deze vermogenswinsten zelf had kunnen behalen; als diť wel het geval zou zijn, dan waren deze vermogenswinsten vermoedelijk belastbaar als winst uit onderneming of als inkomsten uit arbeid buiten dienstbetrekking. Deze ongelijkheid verliest veel van haar scherpte, omdat de vermogenswinsten door de beleggingsinstelling niet direkt behoeven te worden doorgestoten, maar kunnen worden gereserveerd. Immers, de indirecte belegger kan zijn ten gevolge van de reservering in waarde gestegen aandelen belastingvrij verkopen.

2.3 Het begrip "beleggingsinstelling"

In art. 28 lid 2 Vpb wordt het begrip "beleggingsinstelling" gedefinieerd, en wordt opgesomd aan welke voorwaarden de beleggingsinstelling moet voldoen om fiscaal als beleggingsinstelling te worden aangemerkt. Deze definitie en voorwaarden kunnen gehergroepeerd worden tot zes vereisten. (De Vries/Sillevis, a.w., p.580-587).

De zes vereisten voor een beleggingsinstelling zijn:

1. Het lichaam moet een binnen het Rijk gevestigde NV, BV of fonds voor gemene rekening zijn; andere binnenlandse belastingplichtigen en buitenlandse belastingplichtigen kunnen nooit de status van fiscale beleggingsinstelling verwerven;
2. Doel en feitelijke werkzaamheid van het lichaam moet bestaan uit het beleggen van vermogen uitsluitend (100%) of nagenoeg uitsluitend (minstens 90%) in effecten, onroerend goed en hypothecaire vorderingen. De beleggingsinstelling heeft dus een marge van maximaal 10% voor beleggingen in andere objecten;
3. Financiering d.m.v. vreemd vermogen mag een bepaald bedrag niet overschrijden. Vergaande financiering met vreemd vermogen is een aanwijzing dat geen normaal vermogensbeheer wordt nagestreefd, maar dat ondernemingsgewijze exploitatie van het vermogen wordt beoogd. De beperking houdt in dat het vreemd vermogen van de beleggingsinstelling slechts mag bestaan uit hypothecaire schulden tot maximaal 60% van de boekwaarde van het onroerend goed, en andere schulden tot maximaal 20% van de boekwaarde van de effecten;
4. De fiscale winsten -na aftrek van toegestane reserveringen en enkele andere correcties- moeten jaarlijks binnen 8 maanden na het verstrijken van het boekjaar in hun geheel aan de aandeelhouders worden uitgekeerd;

5. Het belang bij de beleggingsinstelling mag niet, via een tussengeschoven fonds voor gemene rekening of aandelenvennootschap in het buitenland, voor 25% of meer berusten bij Nederlandse natuurlijke personen of in Nederland gevestigde lichamen. Dit vereiste voorkomt dat heffing van inkomstenbelasting of vennootschapsbelasting bij in Nederland gevestigde aandeelhouders wordt uitgesteld, doordat de tussengeschoven buitenlandse vennootschap de ontvangen dividenden zou gaan oppotten.

6. Het belang bij de beleggingsinstelling mag niet voor 25% of meer berusten bij een natuurlijke persoon of vennootschap in het buitenland. Dit vereiste voorkomt dat winsten van Nederlandse beleggingsinstellingen geheel of vrijwel geheel onbelast naar het buitenland zouden wegvloeien.

De status van fiscale beleggingsinstelling wordt automatisch verkregen indien een belastingplichtige op ieder tijdstip van een jaar voldoet aan bovengenoemde eisen.

2.4 Fiscale winstbepaling van beleggingsinstellingen ex. art. 28 Vpb

De berekening van de jaarwinst van de fiscale beleggingsinstelling dient slechts om de omvang van de jaarlijkse doorstootverplichting vast te stellen. Ter verkrijging van het nul-tarief moet namelijk een zeker deel van de winst worden doorgestoten. De vaststelling van de jaarwinst gebeurt in principe op dezelfde wijze als bij elk ander lichaam dat belastingplichtig is voor de vennootschapsbelasting.

Echter in artikel 23f letter a Vpb, en in de artikelen 3, 4 en 5 van het Besluit Beleggingsinstellingen zijn een zestal afwijkingen opgenomen; deze zijn:

1. de fiscale beleggingsinstelling heeft geen aanspraak op WIR-premie;
2. bij vervreemding van onroerend goed mag geen vervangingsreserve gevormd worden;
3. ontvangen winstbonussen moeten voor de nominale waarde als dividend voor de beleggingsinstelling worden aangemerkt;
4. de fiscale beleggingsinstelling geniet geen deelnemingsvrijstelling;
5. de fiscale beleggingsinstelling kan een herbeleggingsreserve vormen;
6. de fiscale beleggingsinstelling kan een afrondingsreserve vormen.

De laatste drie worden hieronder nader uiteengezet, omdat ze wellicht invloed op de jaarrekening kunnen hebben.

2.4.1 De deelnemingsvrijstelling en de fiscale beleggingsinstelling

Volgens art. 13 lid 2 Vpb, eerste volzin, kan de fiscale beleggingsinstelling geen deelnemingsvrijstelling genieten voor de voordelen uit participaties die overigens wel aan de vereisten van art. 13 voldoen. De reden van deze uitsluiting is van tweërlei aard.

Ten eerste zou toepassing van de deelnemingsvrijstelling bij de fiscale beleggingsinstelling in strijd zijn met de rechtsgrond waarop deze is gebaseerd. Immers, de beleggingsinstelling houdt haar participaties ter *belegging* aan, en niet ter deelneming. Dit betekent dat de participaties van de beleggingsinstelling geen verlengstuk vormen van haar eigen activiteiten.

Ten tweede brengt toepassing van de deelnemingsvrijstelling met zich mee dat aan de fiscale beleggingsinstelling uitgekeerde dividenden niet tot de belastbare winst behoren. Dit zou tot gevolg hebben dat deze dividenden ook niet behoeven te worden doorgestoten. De heffing over deze baten bij de aandeelhouders van de beleggingsinstelling zou op deze wijze uitgesteld worden.

Een lichaam dat een deelneming heeft in een fiscale beleggingsinstelling kan óók geen beroep doen op de deelnemingsvrijstelling voor uit die beleggingsinstelling genoten voordelen. Hiermee wordt voorkomen dat ondernemingen voor beleggingsactiviteiten een fiscale beleggingsinstelling tussenschuiven, zodat de beleggingsvoordelen -na doorstoring door de fiscale beleggingsinstelling- bij de moeder op grond van de deelnemingsvrijstelling onbelast zouden zijn (De Vries/Sillevis, a.w., p. 593-594).

2.4.2 De herbeleggingsreserve

De beleggingsinstelling behoeft niet haar gehele jaarwinst "door te stoten" naar haar aandeelhouders. Ze mag het positief saldo van koersresultaten op effecten (zowel gerealiseerd als ongerealiseerd) en vervreemdingsresultaten op onroerend goed (alleen gerealiseerd) toevoegen aan de zgn. herbeleggingsreserve. De mogelijkheid tot reservering resulteert dus in een opschorting van een deel van de doorstootverplichting, waardoor middelen beschikbaar blijven voor herbelegging. Een bijkomend voordeel van deze reserveringsmogelijkheid is dat de fiscale beleggingsinstelling in staat wordt gesteld een zekere dividendstabilisatie toe te passen. Dit omdat de omvang van de jaarlijkse reservering tot op zekere hoogte vrij is vast te stellen.

2.4.3 De afrondingsreserve

Om de beleggingsinstelling de gelegenheid te geven haar uitdelingen in ronde bedragen vast te stellen, mag zij een geringe afrondingsreserve vormen. De reserve mag maximaal 1% van het gestorte kapitaal op aandelen bedragen. Evenals op de herbeleggingsreserve rust op de afrondingsreserve een latente doorstootverplichting.

2.4.4 De doorstootverplichting

De na reservering overgebleven jaarwinst moet op enkele correcties na volledig aan de aandeelhouders worden uitgekeerd. Dit kan geschieden in de vorm van contant dividend, maar ook in de vorm van andere aan de beleggingsinstelling toebehorende activa (effecten e.d.). Ook uitreiking van eigen aandelen wordt als verplichte uitkering aangemerkt.

Leidt de berekening van de doorstootverplichting tot een negatief bedrag, dan bestaat de mogelijkheid van carry forward. Dat wil zeggen dat het uitdelingstekort in mindering wordt gebracht op de doorstootverplichtingen van de zes volgende jaren. Carry back is hier niet zinvol, aangezien de winsten van voorgaande jaren reeds doorgestoten zijn.

3. DOELSTELLINGEN VAN EXTERNE VERSLAGGEVING

3.1 Het "Conceptual Framework" en beleggingsinstellingen

Een belangrijke poging de doelstellingen van externe financiële verslaggeving te formuleren kan worden gevonden in het "Conceptual Framework Project" van de "Financial Accounting Standards Board" (FASB, 1978). Het algemene uitgangspunt hierbij is dat externe financiële verslaggeving geen doel op zichzelf is, maar bedoeld is om informatie te verschaffen die bruikbaar is bij het nemen van economische beslissingen. Deze beslissingen kunnen genomen worden door diverse groepen belanghebbenden, die middelen, goederen of diensten investeren in de verwachting een beloning te ontvangen die toereikend is. Om dit laatste te kunnen beoordelen zijn zij in het algemeen geïnteresseerd in de mate waarin de onderneming in staat is om in de toekomst kasstromen te genereren. De beslissingen van belanghebbenden zijn volgens de FASB sterk gerelateerd aan de omvang, timing en onzekerheden van de toekomstige kasstromen.

Externe financiële verslaggeving kan zich volgens de FASB beperken tot het verschaffen van informatie t.b.v. "investment and credit decisions". De keuze voor deze beperkte "verslaggevingsdoelgroep" is grotendeels ingegeven door de wens om een te hoge mate van abstractie en vaagheid te voorkomen.

Voor externe financiële verslaggeving in het algemeen kan men vraagtekens plaatsen bij de keuze van "investors and creditors" als verslaggevingsdoelgroep. De informatiebehoeften van andere groepen belanghebbenden kunnen verschillen met die van beleggers en kredietverschaffers. Voor de verslaggeving van beleggingsinstellingen achten wij de door de FASB aangebrachte beperking echter bruikbaar. Immers, beleggingsinstellingen kennen een geringere verscheidenheid in soorten belanghebbenden dan andere organisaties. Zo heeft een beleggingsinstelling slechts weinig personeelsleden, geen leveranciers en geen afnemers, terwijl ook milieuaangelegenheden geen rol spelen. Bij beleggingsinstellingen zijn dus veel minder groeperingen te onderkennen die belang hebben bij informatie over de organisatie.

Afgezien van onroerend-goedinstellingen vindt financiering met vreemd vermogen slechts in zeer beperkte mate plaats, zodat de belangen van deze groep beleggers minder nadrukkelijk aanwezig zijn. Vervult de belangrijkste groep belanghebbenden bij beleggingsinstellingen wordt gevormd door de aandeelhouders/beleggers. Uiteraard spelen de belangen van de beleggingsstaf, het management, de effectenbeurs en de fiscus ook een rol, maar o.i. moet de informatiebehoefte van de beleggers het uitgangspunt vormen voor de verslaggeving van beleggingsinstellingen. Naast het bovengenoemde moet de beleggingsinstelling ook uit commerciële overwegingen de informatiebehoefte van de belegger bij haar informatieverschaffing als uitgangspunt kiezen. Immers, beleggers zijn tevens (potentiële) cliënten van de beleggingsinstelling, die op grond van informatieverstrekking besluiten welk "produkt" zij zullen kopen. In het vervolg wordt er dan ook van uitgegaan dat financiële verslaggeving van beleggingsinstellingen gericht moet zijn op de beleggers.

3.2 De doelstelling van externe verslaggeving van beleggingsinstellingen

Volgens de FASB is de primaire doelstelling van externe financiële verslaggeving: het verschaffen van informatie die bruikbaar is voor beleggers (w.o. kredietverschaffers) ten behoeve van de schatting van de hoogte, timing en onzekerheid van de toekomstige kasstromen van de onderneming. Hiertoe moet de belegger in de onderneming geïnformeerd worden over waarde, rendement en risico van zijn belegging. De beleggingsinstelling kan gezien worden als een transparante intermediair die tussen belegger en beleggingsportefeuille is geplaatst. De indirecte belegger heeft behoefte aan dezelfde soort informatie als de rechtstreekse belegger, zij het op een ander niveau van aggregatie. De indirecte belegger heeft niet primair behoefte aan gedetailleerde informatie over waarde, rendement en risico van de afzonderlijke beleggingsobjecten, omdat hij niet belast is met de samenstelling en het beheer van de beleggingsportefeuille; door participatie in een beleggingsinstelling wil hij juist van deze arbeid verlost zijn. De indirecte belegger is primair geïnteresseerd in waarde, rendement en risico van zijn belegging in de beleggingsinstelling, zodat informatie op portefeuillebasis voor hem van belang is. Informatie over waarde, rendement en risico van een beleggingsportefeuille helpt een belegger bij het beoordelen van de financiële sterke en zwakke punten van een beleggingsinstelling.

De waarde van een participatie in een beleggingsinstelling is gebaseerd op het vermogen. Dit vermogen wordt bepaald door de waarde van de beleggingsportefeuille en de waarde van de verplichtingen. Informatie over de waarde van de participatie levert tevens een basis op om informatie over de prestaties over een periode te beoordelen (rendement). De wijze waarop deze informatie inhoud krijgt is een vraagstuk van vermogensbepaling, waarbij waardering centraal staat. Hierop wordt in hoofdstuk 4 nader ingegaan.

Rendement en risico geven samen een indicatie van de prestatie van een beleggingsinstelling over de afgelopen periode. Informatie over deze prestatie kan voor verscheidene aspecten zinvol zijn. Ten eerste kan een belegger op grond van prestatie-informatie beoordelen hoe zijn belegging zich heeft ontwikkeld. Ten tweede kan informatie over de prestatie van een beleggingsinstelling gebruikt worden ter vergelijking met prestaties van beleggingen in alternatieve richtingen, zodat de kwaliteit van het beheer kan worden beoordeeld. Op grond hiervan kan besloten worden de belegging al dan niet te continueren.

Prestaties over de afgelopen perioden hoeven echter geen goede indikator te zijn voor prestaties in de toekomst. Met name bij beleggingsinstellingen kan getwijfeld worden aan de predictieve waarde die het ex post rendement heeft voor het eventueel te behalen rendement in de toekomst. Het rendement van een beleggingsinstelling is immers niet zozeer afhankelijk van "interne" factoren, maar wordt voornamelijk bepaald door marktomstandigheden. De risicokarakteristiek van de beleggingsportefeuille van een beleggingsinstelling is echter wel een prestatie-element dat predictieve waarde kan hebben (Eijgenhuijsen, 1977, p.45).

Informatie over het portefeuillerisico en over de verwachtingen ten aanzien van de markt kunnen de belegger houvast bieden bij het schatten van de prestaties van een beleggingsinstelling in de toekomst. Op het vraagstuk van prestatiemeting (waaronder resultaatbepaling) wordt in hoofdstuk 5 ingegaan.

4. WAARDERING EN VERMOGENSBEPALING BIJ BELEGGINSTELLINGEN

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zal het vraagstuk van waardering en vermogensbepaling bij beleggingsinstellingen aan de orde komen. Allereerst zal er beschreven worden welke waarderingsgrondslag voor beleggingen in het algemeen de meest juiste is. Daarna wordt per beleggingsobject nagegaan op welke wijze de te prefereren waarderingsgrondslag het best gestalte kan krijgen. Hierbij wordt voor onroerend goed een aparte plaats ingeruimd. Tenslotte zal aandacht geschonken worden aan het belang van het onderscheid tussen open-end en closed-end beleggingsinstellingen voor de waardering en vermogensbepaling.

4.2 Waarderingsgrondslagen

De waarde van een participatie in een beleggingsinstelling wordt grotendeels bepaald door de waarde van het belegde vermogen. Informatie over het belegde vermogen kan de belegger een indicatie geven over de mate waarin de beleggingen in de toekomst kasstromen kunnen genereren. Bij deze informatie staat de waardering centraal. Achtereenvolgens zullen drie mogelijke waarderingsgrondslagen worden besproken, n.l. marktwaarde, op kostprijs gebaseerde waarde, en kostprijs of lagere marktwaarde.

4.2.1 Marktwaarde

De marktwaarde is een weergave van de verwachtingen die de "markt" heeft ten aanzien van hoogte, timing en onzekerheid van de toekomstige kasstromen. Aangezien beleggingen van een beleggingsinstelling in het algemeen direct realiseerbaar zijn, geeft de marktwaarde een juiste indicatie van de in werkelijkheid ter beschikking staande middelen.

Aangezien een beleggingsinstelling een actief beleggingsbeleid voert, is ten behoeve van het beheer van het belegde vermogen een voortdurend besluitvormingsproces vereist waarbij een afweging plaatsvindt tussen het realiseren van waardeveranderingen in het heden en het realiseren van beleggingsinkomsten en waardeveranderingen in de toekomst. Deze beslissingen vinden plaats op basis van marktwaarden, omdat deze aangeven tegen welke bedragen de beleggingen zouden kunnen worden afgestoten en welk bedrag er voor herbelegging beschikbaar komt. Ten behoeve van de beoordeling van de beleggingsprestatie moet de informatievoorziening dan ook gebaseerd zijn op marktwaarden, omdat deze in het besluitvormingsproces een centrale rol hebben gespeeld. Indien de informatievoorziening niet gebaseerd zou zijn op deze grondslag, zou het besluitvormingsproces beïnvloed kunnen worden door het verwachte jaarrekening-effekt, waardoor suboptimale beleggingsbeslissingen op kunnen treden.

Waardering op basis van marktwaarde heeft volgens Sterling (1970) tot gevolg dat de omvang van het vermogen in dat geval vergelijkbaar is met het bedrag dat geïnvesteerd zou kunnen worden bij alternatieve aanwending. Het rendement dat bij waardering tegen verkoopwaarde wordt getoond is dan vergelijkbaar met rendementen bij alternatieve aanwendingen van het vermogen (Klaassen, 1985, p. 33).

4.2.2 Kostprijs

Bij op kosten gebaseerde waardering van beleggingen wordt het bedrag in aanmerking genomen dat bij de verwerving van de belegging opgeofferd is. Deze waardering wordt over het algemeen als minst subjectief ervaren en is vaak verifieerbaar, omdat zij is gebaseerd op de uitkomsten van transacties met de externe omgeving.

Een van de belangrijkste bezwaren tegen het gebruik van historische kostprijs als waarderingsgrondslag voor beleggingen is dat deze geen informatie geeft over het bij directe verkoop van beleggingen te realiseren bedrag. Waardering tegen historische kostprijs geeft een onjuiste weergave van de werkelijk aan de beleggingsinstelling ter beschikking staande middelen en leidt dus tot een onjuiste vermogenspresentatie. Beleggingsbeslissingen van de beleggingsinstelling worden verricht op basis van marktwaarden, zodat verslaggeving op basis van historische kosten kan leiden tot een onjuiste prestatiebeoordeling door de belegger. Een ander bezwaar tegen deze waarderingsgrondslag voor beleggingen is dat waardeveranderingen niet tot uitdrukking kunnen worden gebracht wanneer ze optreden, maar slechts wanneer ze worden gerealiseerd (Hendriksen, 1982, p. 264). Dit nadeel zal in het volgende hoofdstuk zwaar blijken te wegen.

4.2.3 Kostprijs of lagere marktwaarde

Bij deze waarderingsgrondslag, die gebaseerd is op conservatisme (Hendriksen, 1982, p. 267), worden beleggingen gewaardeerd tegen historische kostprijs of marktwaarde en wel tegen de laagste van beide. Indien de marktwaarde hoger is dan de kostprijs gelden dezelfde bezwaren als bij historische kostprijs naar voren zijn gebracht.

Daarnaast geldt als bezwaar dat deze methode intern inconsistent is. Eenzelfde beleggingsobject kan het ene jaar gewaardeerd worden tegen marktwaarde en het andere jaar tegen kostprijs, terwijl in één periode voor verschillende beleggingen verschillende grondslagen toegepast kunnen worden.

4.2.4 Problemen bij het gebruik van marktwaarde

Op grond van bovenstaande argumenten zijn wij van mening dat de waardering van de beleggingen van een beleggingsinstelling in het algemeen gebaseerd moet zijn op de marktwaarde. Bij deze waarderingsmethode zijn echter een aantal kritische kanttekeningen op hun plaats.

Ten eerste hoeft een marktwaardering niet altijd een juiste weergave te zijn van het potentieel bij verkoop te realiseren bedrag. Dit geval doet zich met name voor indien een beleggingsinstelling een grote hoeveelheid van één beleggingsobject in haar bezit heeft, zodat "marketability costs" een rol kunnen spelen. (Eijgenhuijsen, 1977, p. 185). Deze treden op indien de gewenste transactie-omvang in een beleggingsobject groter is dan de normale dagelijkse transactie-omvang, waardoor de marktprijs wordt beïnvloed. Aannemende dat dergelijke transacties, die niet in het belang van de beleggingsinstelling zijn, slechts in uitzonderingsgevallen op zullen treden, is het niet nodig bij de waardering met deze kosten rekening te houden.

Ten tweede kan bepaling van de marktwaarde problemen opleveren, omdat niet voor elke belegging een markt bestaat waar een "objectieve" prijs tot stand komt. Met name bij incurante effecten en onroerend goed is niet altijd een objectieve marktprijs voorhanden.

4.3 Bepaling van de marktwaarde

Voor beleggingen waarvoor de objectieve marktnotering bestaat is de vaststelling van een objectieve marktwaarde geen probleem. Immers, beleggingen in genoteerde aandelen, obligaties, claims, warrants en opties kunnen eenvoudig tegen beurskoers of andere marktprijs worden gewaardeerd.

Indien er geen objectieve marktprijs voorhanden is kan toepassing van marktwaardering tot problemen leiden. Dit kan onder andere het geval zijn bij niet genoteerde aandelen, niet genoteerde vastrentende waarden en onroerend goed. Op de beide eerstgenoemde beleggingsobjecten zal in deze paragraaf worden ingegaan; terwijl aan de problematiek van de waardering van onroerend goed in de volgende paragraaf aandacht wordt besteed.

Indien beleggingen in incurante effecten materieel zijn moet getracht worden een realistische prijs vast te stellen ter benadering van de marktprijs, omdat de informatieve waarde daarvan groter is dan die van de kostprijs. Bij incurante aandelen kan eventueel aansluiting gevonden worden bij de intrinsieke waarde danwel de rendementswaarde. Bij deze laatste benadering worden de verwachte dividenden -rekening houdend met een eventuele groeifactor- contant gemaakt. Bij vastrentende waarden ligt deze benadering wellicht iets eenvoudiger, omdat de toekomstige kasstromen eenduidig, en tot op zekere hoogte bekend zijn.

Gezien het actieve beleggingsbeleid dat beleggingsinstellingen in het algemeen voeren kan gesteld worden dat er niet veel belegd zal worden in incurante effecten. Indien benadering van een realistische prijs tot problemen leidt is waardering tegen kostprijs o.i. geen bezwaar indien de beleggingen van immateriële omvang zijn.

4.4 Waardering van onroerend goed

Aandelen van een onderneming en obligaties van één uitgeschreven lening zijn altijd identiek. Bovendien zijn aandelen van vergelijkbare ondernemingen en obligaties van onder gelijke condities uitgegeven leningen min of meer uitwisselbaar. De markt voor onroerend goed is beslist anders dan die van aandelen en obligaties. Een winkelcentrum, kantorencomplex of bedrijfshal is in zekere mate uniek ten aanzien van ligging en vormgeving (Van Rijn, 1983, p. 978). Daarom is waardering van onroerend goed een complexe materie. Voor onroerend goed bestaat geen goed ontwikkelde, liquide secundaire markt met onmiddellijke verkoopbaarheid, zodat een objectieve marktwaarde niet voorhanden is. Vanwege unieke vormgeving en ligging van onroerend goed is vergelijking met recent behaalde verkoopopbrengsten van ander onroerend goed eveneens problematisch.

Het zou daarom eenvoudiger zijn onroerend goed op kostprijs te waarderen. Gezien de hoge kosten die aan onroerend-goedtransacties verbonden zijn is het niet aantrekkelijk om frequent in deze beleggingsobjecten te handelen. Bij beleggen in onroerend goed gaat het dan ook veelal niet primair om het realiseren van waardeveranderingen op korte termijn, maar om het behalen van een zo gunstig mogelijk exploitatieresultaat. Een voortdurende afweging ten aanzien van het realiseren van waardeveranderingen is dan ook minder noodzakelijk, zodat marktwaardering ten behoeve van beleggingsbeslissingen bij onroerend goed niet zo'n dominante rol speelt dan bij effectenportefeuilles het geval is.

Toch lijkt ons bij onroerend goed een benadering van de marktwaarde te prefereren boven kostprijs als waarderingsgrondslag. De benaderde marktwaarde vormt immers een betere basis ter bepaling van het vermogen van de beleggingsinstelling dan de kostprijs. Het op deze grondslag berekende rendement kan vergeleken worden met rendementen in alternatieve aanwendungen van het vermogen. Ook bij onroerend goed pleit het feit dat waardeveranderingen niet tot uitdrukking kunnen worden gebracht wanneer zij optreden tegen het gebruik van kostprijs als waarderingsgrondslag.

Benadering van de marktwaarde van onroerend goed vindt plaats door middel van taxatie. Hierbij tracht men de zogenaamde "open marktwaarde" te schatten, dat is de beste prijs die redelijkerwijs verkregen zou kunnen worden op het moment van waardering. Daarbij wordt verondersteld dat (Chalkley, 1984):

- er sprake is van een bereidwillige verkopende partij;
- er een redelijke periode aanwezig is waarin de verkooponderhandelingen plaats kunnen vinden;
- de waarde gedurende die periode gelijk blijft;
- het onroerend goed voor de gehele markt ter beschikking staat;
- er geen rekening wordt gehouden met een hogere prijs die een koper met een "bijzonder belang" bereid zou zijn te betalen.

Bij deze taxatie kunnen de verwachte exploitatie-overschotten een belangrijk aanknopingspunt vormen. Daarbij is het nodig aanvullende veronderstellingen te maken ten aanzien van de ontwikkeling van de huuropbrengsten (evr. indexatie), de verwachte leegstand, staat van onderhoud, etc. Voorts moeten in elk geval de huidige omstandigheden in de onroerend-goedmarkt een rol spelen.

Het belang van een professioneel uitgebrachte taxatie door een onafhankelijke deskundige moge duidelijk zijn. Op grond van zijn ervaring en specifieke kennis kan verondersteld worden dat de taxatiewaarde van een onafhankelijke taxateur de beste benadering van de marktwaarde van onroerend goed vormt.

Belangrijk is het om te onderkennen dat elke taxatie subjectief en tijdgebonden is. Daarom is het noodzakelijk dat er uiteengezet wordt hoe de taxatie tot stand is gekomen, welke (bijzondere) overwegingen daarbij eventueel een rol hebben gespeeld, en vooral hoe oud de taxatie is.

4.5 Waardering bij open-end en closed-end beleggingsinstellingen

Een additioneel aspect dat bij de waardering van de beleggingen een rol kan spelen is het onderscheid tussen zgn. open-end en closed-end beleggingsinstellingen. Voor een open-end beleggingsinstelling is het kenmerkend dat te allen tijde (dagelijks) deelnemersbewijzen kunnen worden uitgegeven of ingetrokken, zodra het publiek hiertoe de wens te kennen geeft. Uitgifte en inname van deelnemersbewijzen vindt plaats tegen intrinsieke waarde, verhoogd resp. verlaagd met een bepaald bedrag aan kosten. Om een juiste uitgifte- c.q. innameprijs te bepalen is het noodzakelijk dat aan de intrinsieke waarde marktwaardering ten grondslag ligt. Alleen in dat geval betaalt/ontvangt de nieuwe/uittreedende deelnemer een "faire" prijs voor zijn deelneming, zonder dat daarbij de beleggingsinstelling (de bestaande deelnemers) worden bevoor- of benadeeld. In geval van beursnotering is hiervan de consequentie dat de beurskoers een reflectie vormt van de intrinsieke waarde per aandeel.

Bij een closed-end beleggingsinstelling kan alleen een wijziging in het aantal deelnemersbewijzen worden aangebracht op initiatief van de beleggingsinstelling zelf. Uitbreiding van het aantal deelnemersbewijzen kan alleen plaatsvinden via emissie. Beleggers die aandelen willen kopen of verkopen in een closed-end beleggingsinstelling moeten dat doen op de secundaire markt tegen prijzen die primair gebaseerd zijn op vraag en aanbod. Dat houdt in dat bij veel aanbod en weinig vraag naar deze aandelen de notering een "discount" zal laten zien en dat in tegengestelde gevallen die aandelen zelfs met een premie kunnen worden genoteerd. In de praktijk blijkt dat aandelen van closed-end beleggingsinstellingen worden ondergevalueerd ten opzichte van de intrinsieke waarde, waarbij deze "discount" soms aanzienlijk kan zijn (In Nederland: Scholten, 1984, p. 163; in de VS: Malkiel, 1977, p. 847).

Ten aanzien van de waardering is het essentiële onderscheid tussen open-end en closed-end beleggingsinstellingen dus hierin gelegen, dat voor de prijsbepaling van de deelnemersbewijzen van open-end beleggingsinstellingen marktwaardering een voorwaarde is. Deze relatie is bij closed-end beleggingsinstellingen niet stringent aanwezig. Informatie ter beoordeling van de juistheid van de prijsvorming van deelnemersbewijzen in een open-end beleggingsinstelling moet dus ook zijn gebaseerd op marktwaarde.

Dit houdt echter geenszins in dat marktwaardering bij closed-end beleggingsinstellingen niet wenselijk zou zijn. Redenen hiervoor zijn in het voorgaande reeds aangegeven. Belangrijk is dan ook de constatering dat waardering op basis van marktwaarde bij een open-end beleggingsinstelling niet alleen wenselijk, maar zelfs noodzakelijk is.

5. PRESTATIEMETING BIJ BELEGGINGSINSTELLINGEN

5.1 Inleiding

De prestatie van een beleggingsinstelling is geen absoluut begrip, maar is de resultante van de activiteiten die gericht zijn op het bereiken van een vooraf vastgestelde beleggingsdoelstelling. Prestatiemeting moet dus in relatie worden gezien tot de beleggingsdoelstelling. Naast een norm voor het beoordelen van de beleggingsprestatie is de beleggingsdoelstelling tevens een leidraad voor het te voeren beleggingsbeleid, en een kenmerk of keuzecriterium op grond waarvan een belegger een instelling kan selecteren (Eijgenhuijsen, 1977, p. 9). Het is daarom van belang dat deze beleggingsdoelstelling bij de informatieverschaffing expliciet wordt vermeld, bij voorkeur in kwantitatieve termen.

De activiteiten van een beleggingsinstelling zijn erop gericht beleggingsinkomsten te verwerven en waardeinstijgingen te behalen ten behoeve van haar deelnemers. Aangezien beleggers over het algemeen risico-avers zijn (Sharpe, 1970, p. 27) speelt niet alleen de hoogte van het behaalde rendement een rol, maar is ook het risico waaraan men blootstaat van belang. Een belegger is alleen bereid meer risico te lopen indien hij hiervoor een hoger rendement verwacht. De prestatie-informatie moet dan ook gericht zijn op de dimensies rendement en risico. In het onderstaande komen beide elementen aan de orde.

5.2 Rendement

De prestatiemaatstaf rendement is een uitdrukking van het resultaat ten opzichte van het vermogen. De vermogensbepaling op basis van een marktwaardering is in het vorige hoofdstuk reeds aan de orde gekomen, zodat het rendementsvraagstuk in dit hoofdstuk gericht is op de bepaling van de omvang van het resultaat. Uiteraard zijn vermogensbepaling en resultaatbepaling vraagstukken die sterk met elkaar samenhangen. Bij vermogensbepaling op basis van marktwaardering gaat het om de vraag welk deel van de vermogensmutatie als resultaat kan worden aangemerkt.

De in een periode opgetreden vermogensmutatie kan uit de volgende componenten bestaan:

- waardeveranderingen (gerealiseerd en ongerealiseerd);
- beleggingsinkomsten;
- kosten van beheer e.d.;
- stortingen van toetredende en terugbetalingen aan uittreedende deelnemers;
- dividenduitkeringen.

Er van uitgaande dat resultaatbepaling een weergave moet zijn van de uitkomsten van de activiteiten van de beleggingsinstelling, richt het vraagstuk welke vermogensmutaties als resultaat moeten worden aangemerkt zich op de eerste drie componenten. Deze zullen achtereenvolgens aan de orde komen, waarna tevens een bijzonder aspect van stortingen en terugbetalingen zal worden behandeld.

5.2.1 Waardeveranderingen

Het behalen van waardeinstijgingen van het belegd vermogen kan een essentieel onderdeel vormen van de doelstelling van de beleggingsinstelling. Waardeveranderingen vormen dan ook een onderdeel van de prestatie van de beleggingsinstelling. Om een goede indicatie te geven over deze prestatie is het noodzakelijk dat waardeveranderingen tot uitdrukking komen in de periode waarin ze optreden, omdat deze het gevolg zijn van de beleggingsactiviteiten gedurende die periode.

Reeds in het vorige hoofdstuk is aangeduid dat de beleggingsactiviteiten een voortdurend besluitvormingsproces vereisen, waarbij een afweging plaatsvindt tussen het realiseren van waardeveranderingen in het heden en het realiseren van beleggingsinkomsten en waardeveranderingen in de toekomst. Informatie over de prestatie moet dus de consequenties aangeven van dit besluitvormingsproces. Dit houdt in dat bij de prestatiebepaling rekening moet worden gehouden met zowel de opgetreden waardeveranderingen als de beleggingsinkomsten, zodat het besluitvormingsproces achteraf kan worden beoordeeld.

Indien de prestaties op deze wijze worden bepaald -de som van opgetreden waardeveranderingen en beleggingsinkomsten- kan het hierop gebaseerde rendement volgens Sterling (1970) vergeleken worden met het rendement dat bij alternatieve aanwending van het vermogen behaald had kunnen worden (Klaassen, t.a.p.).

Opgetreden waardeveranderingen van beleggingen kunnen in de externe financiële verslaggeving tot uitdrukking komen door verwerking via het vermogen dan wel het resultaat. Aangezien het geven van informatie over de prestatie een belangrijke doelstelling van financiële verslaggeving van beleggingsinstellingen is, lijkt het ons wenselijk dat deze prestatie duidelijk tot uitdrukking komt in de jaarrekening. Deze duidelijkheid wordt bevorderd indien de componenten van de prestatie zoveel mogelijk op dezelfde wijze tot uitdrukking komen. Opgetreden waardeveranderingen en beleggingsinkomsten kunnen het beste samen worden getoond. Dit prestatieoverzicht kan o.i. op herkenbare wijze gestalte krijgen in de winst- en verliesrekening van een beleggingsinstelling. Opname van een dergelijk prestatie-overzicht in het vermogen behoort echter evenzeer tot de mogelijkheden. Deze laatste handelwijze lijkt ons minder duidelijk, omdat in het vermogen ook mutaties plaatsvinden die geen element van de prestatie vormen. Onze voorkeur gaat daarom uit naar het op identieke wijze verwerken van beleggingsinkomsten en waardeveranderingen via het resultaat.

5.2.1.1 Waardeveranderingen en uitkeerbaarheid van het resultaat

Tegen het opnemen van waardeveranderingen in het resultaat kan worden aangevoerd dat hierbij geen rekening wordt gehouden met bedragen die nodig zijn voor herbelegging. Er wordt daarbij van uitgegaan dat opgetreden waardeveranderingen de bron vormen waaruit kan worden herbelegd, en daardoor geen onderdeel van het resultaat vormen. De waardeveranderingen zouden in deze visie buiten het resultaat om rechtstreeks in het vermogen moeten worden verwerkt door toevoeging aan een zgn. herbeleggingsreserve. Waardeveranderingen zijn om deze reden dan ook niet uitkeerbaar.

(Deze gedachtengang is o.a. bij Limperg aan te treffen; zie Limperg/Groeneveld, 1979, p. 148). Indien er echter van uit wordt gegaan dat het resultaat een indicatie moet geven van de prestatie van de beleggingsinstelling; cast deze in Nederland veel voorkomende nadruk op de uitkeerbaarheid de informatieve waarde van het resultaat aan. Reservering van bedragen ten behoeve van herbelegging is o.i. geen vraagstuk van winstbepaling, maar van winstbestemming.

De nadruk op uitkeerbaarheid is terug te vinden bij de in hoofdstuk 2 behandelde fiscale winstbepaling van beleggingsinstellingen. Deze is gericht op de bepaling van de omvang van de jaarlijkse doorstootverplichting, waaraan de fiscale beleggingsinstelling moet voldoen om voor het nul-tarief in aanmerking te komen. Hierbij behoeven waardeveranderingen niet tot de fiscale winst te worden gerekend, maar mogen ze buiten het fiscale resultaat om worden toegevoegd aan de herbeleggingsreserve. Fiscaal vindt reservering van bedragen ten behoeve van herbelegging dus wel plaats via de winstbepaling. Het doel van de bedrijfseconomische winstbepaling is echter een geheel andere dan die van de fiscale winstbepaling. De eerste moet o.i. niet gericht zijn op de bepaling van de hoogte van de uit te keren winst, maar dient als indicatie van de prestatie van de beleggingsinstelling. Het is daarom onjuist om regels voor de fiscale winstbepaling van beleggingsinstellingen toe te passen op verslaggeving ten behoeve van beleggers.

5.2.1.2 Waardeveranderingen en het realisatieprincipe

Waardeveranderingen zijn te onderscheiden in gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen. Realisatie van een waardeverandering treedt op bij verkoop van een belegging. Op grond van het realisatiebeginsel zou betoogd kunnen worden dat ongerealiseerde waardeveranderingen niet tot het resultaat behoren. Men moet echter bedenken dat realisatie van waardeveranderingen veelal geen kritische activiteit is, en dat ongerealiseerde waardeveranderingen binnen afzienbare tijd realiseerbaar zijn.

Opgetreden waardeveranderingen, ook al zijn deze ongerealiseerd, vormen een onderdeel van de prestatie van de beleggingsinstellingen. Indien ongerealiseerde waardeveranderingen niet tot het resultaat zouden worden gerekend, zou dit resultaat kunnen worden beïnvloed door niet uit economische overwegingen ingegeven beslissingen. Een realiseerbare waardeverandering zou vlak voor balansdatum omgezet kunnen worden in een tot het resultaat behorende gerealiseerde waardeverandering.

Ook een splitsing binnen het resultaat tussen gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen heeft veelal geen informatieve waarde, omdat er geen wezenlijk verschil tussen beide bestaat. Er zou verondersteld kunnen worden dat terzake van ongerealiseerde waardeveranderingen nog doorgaande koersrisico's blijven bestaan, terwijl dat bij de gerealiseerde winsten niet het geval zou zijn. Deze veronderstelling is onjuist, omdat gerealiseerde winsten opnieuw herbelegd worden, zodat weer het normale koersrisico gelopen wordt. De suggestie dat ongerealiseerde waardeveranderingen van een andere kwaliteit zouden zijn dan gerealiseerde waardeveranderingen berust dus op een misvatting.

Bij beleggingen in onroerend goed speelt het realisatieprincipe echter wel een rol. Ongerealiseerde waardeveranderingen van onroerend goed zijn gebaseerd op taxatie, en dus subjectief, terwijl gerealiseerde waardeveranderingen feitelijk hebben plaatsgevonden. Daarnaast zijn ongerealiseerde waardeveranderingen van onroerend goed niet direkt realiseerbaar, zodat het onderscheid tussen gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen hier zeker van betekenis is. Gerealiseerde waardeveranderingen zijn van een hogere kwaliteit dan ongerealiseerde waardeveranderingen.

Dit verschil in kwaliteit kan een niet-identieke verwerking van beide soorten waardeveranderingen rechtvaardigen. Bij verwerking van ongerealiseerde waardeveranderingen via het vermogen wordt het resultaat immers niet beïnvloed door de subjectieve onroerend-goedtaxaties. Nadeel van deze verwerkingswijze is echter dat het resultaat niet alle elementen van de beleggingsprestatie weergeeft; ook ongerealiseerde waardeveranderingen zijn een onderdeel van de prestatie, zij het dat deze met meer onzekerheid zijn omgeven dan de overige prestatie-onderdelen. Een beste handelwijze is in deze situatie dan ook moeilijk aan te geven. Wij achten verwerking van ongerealiseerde waardeveranderingen via het vermogen acceptabel, indien duidelijk wordt aangegeven dat naast beleggingsinkomsten en gerealiseerde waardeveranderingen ook de mutatie in de ongerealiseerde waardeveranderingen een prestatie-element vormt. Anderzijds is het voorstelbaar dat ongerealiseerde waardeveranderingen via het resultaat tot uitdrukking worden gebracht, waarbij deze echter wel van een lagere kwaliteit zijn dan de gerealiseerde waardeveranderingen.

Belangrijk is de conclusie dat het realisatieprincipe voor beleggingen in effecten niet van belang is. Het onderscheid tussen gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen heeft bij instellingen die zich richten op dit type beleggingen dan ook geen informatieve waarde. Bij beleggingen in onroerend goed geldt deze conclusie niet, en is het realisatieprincipe wel van belang. Gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen behoren hier afzonderlijk tot uitdrukking te worden gebracht.

5.2.2 Beleggingsinkomsten

5.2.2.1 Dividenden

Over het algemeen worden dividenden als resultaat genomen in het tijdvak waarin de marktprijs van het aandeel een aanpassing te zien geeft voor het gedeclareerde dividend. Het positieve resultaat uit hoofde van het dividend moet in dezelfde periode in aanmerking worden genomen als de waardedaling van het aandeel die als gevolg hiervan optreedt. Er vindt in feite een omzetting plaats van ongerealiseerde waardeinstijging in gerealiseerd beleggingsinkomen. Doorgaans vindt de koerscorrectie plaats op het moment van declaratie van het dividend.

In het geval van stockdividend kan men zich afvragen of dit tot de beleggingsinkomsten behoort. Het aandeel van de beleggingsinstelling in het eigen vermogen van de onderneming die stockdividend uitkeert blijft gelijk. De positieve waarde van het stockdividend wordt tenietgedaan door een waardedaling van de reeds bestaande aandelen in de betreffende onderneming. Toch zijn wij van mening dat de waarde van het stockdividend tot de inkomsten behoort, omdat stockdividend in feite hetzelfde is als contant dividend, zij het dat deze reeds herbelegd is. Indien stockdividend niet tot het resultaat zou worden gerekend zou de waardedaling die als gevolg hiervan optreedt ook niet in aanmerking mogen worden genomen. Deze laatste handelwijze zou met zich meebrengen dat, voor de vaststelling van de tot het resultaat behorende waardeveranderingen, de marktwaarde gecorrigeerd moet worden voor veranderingen als gevolg van stockdividend.

5.2.2.2 Rente

Rente-inkomsten kunnen op twee verschillende wijzen worden verwerkt in de resultaten van een beleggingsinstelling. In de eerste plaats kunnen rente-inkomsten als resultaat worden genomen in de periode waarop ze betrekking hebben. In de tweede plaats kunnen deze inkomsten als resultaat worden genomen in de periode waarin de met de rente-uitkering samenhangende waardedaling van de vastrentende waarde optreedt. Dit laatste zal veelal de periode zijn waarin de rente-termijn vervalt.

Een discrepantie tussen de resultaten volgens beide verwerkingsmethoden kan ontstaan indien de rentetermijn betrekking heeft op een andere periode dan het boekjaar, en er in deze vastrentende waarden gedurende het boekjaar gehandeld wordt. In zo'n geval moet bij de eerste methode rekening worden gehouden met meegetrokken c.q. meeverkochte rente. Doet men dit niet, dan valt in voorkomende gevallen het positieve resultaat als gevolg van de rente-inkomsten in een andere periode dan het negatieve resultaat van de hiermee samenhangende waardedaling. Deze handelwijze kan o.i. leiden tot een verkeerd signaal ten aanzien van de beleggingsprestatie, omdat het niet in dezelfde periode verantwoorden van deze beide nadrukkelijk samenhangende componenten een verschuiving tussen jaarresultaten met zich meebrengt.

Ook de tweede methode leidt tot een goed signaal ten aanzien van de beleggingsprestatie, zij het dat ze in haar toepassing eenvoudiger is.

5.2.2.3 Huren

Evenals bij rente-ontvangsten staan bij huren hoogte en timing van de ontvangsten contractueel vast. Bij rente-inkomsten werd beargumenteerd dat -om tot een juiste indicatie van de beleggingsprestatie te komen- het positieve resultaat als gevolg van de rente-ontvangst in dezelfde periode in aanmerking moet worden genomen als het negatieve resultaat als gevolg van de hiermee samenhangende waardedaling. Bij het verhuren van onroerend goed is de relatie tussen het vervallen van de huurtermijn en de navenante waardedaling van het onroerend goed echter veel minder sterk. Huurontvangsten zijn te relateren aan het ter beschikking stellen van ruimten voor een bepaalde periode, zodat toerekening aan die periode voor de hand ligt.

5.2.3 Kosten

De belangrijkste kostencategorieën van een beleggingsinstelling zijn de transactiekosten, de kosten van beheer en de oprichtingskosten. Daarnaast kunnen bij onroerend-goedinstellingen afschrijvingskosten in aanmerking worden genomen.

Zowel bij aanschaf als bij verkoop van een beleggingsobject treden transactiekosten op, welke in het resultaat verwerkt dienen te worden. Theoretisch vindt de verwerking van transactiekosten juist plaats indien ze worden toegerekend aan de periode(n) waarin de waardeveranderingen van de belegging optreden. Probleem bij toerekening aan de "holding-period" is echter dat zowel de transactiekosten bij verkoop als de lengte van de "holding-period" eerst ex post bekend zijn.

Een praktisch toepasbare methode om transactiekosten aan jaarresultaten toe te rekenen kan gevonden worden door deze op te nemen in de periode waarin ze optreden. Dit kan toegepast worden door de transactiekosten te activeren, zodat de mutatie in de ongerealiseerde waardeveranderingen in die periode gecorrigeerd wordt met de gemaakte transactiekosten. Daarnaast kunnen transactiekosten afzonderlijk als kosten worden opgenomen in het resultaat, zodat de mutatie in de ongerealiseerde waardeveranderingen geschoond blijft van transactiekosten.

Transactiekosten bij onroerend-goedinstellingen kunnen een aanmerkelijk deel van de aanschafwaarde van onroerend goed bedragen. Opname van deze kosten in het jaar waarin de aanschaf van onroerend goed plaatsvindt kan tot een verkeerd inzicht in de beleggingsprestatie leiden. Het onroerend goed wordt veelal voor een reeks van jaren aangeschaft, waarbij het niet primair gaat om het behalen van waardeinstijgingen op korte termijn, maar om het op langere termijn genereren van exploitatie-overschotten. Het is o.i. daarom beter om transactiekosten in dit geval te activeren en af te schrijven over een reeks van jaren.

Onder kosten van beheer verstaan wij naast kosten verbonden aan het eigenlijke beheer van de portefeuille, alle overige kosten die gemaakt worden ten behoeve van het beleggingsapparaat. Hierbij valt te denken aan administratiekosten, salarissen, kosten van externe adviezen, etc.

Het is van belang deze kosten expliciet tot uitdrukking te brengen in de winst- en verliesrekening van de periode waarop ze betrekking hebben, omdat dan de absolute omvang ervan in relatie tot het behaalde resultaat wordt gebracht. Daarnaast kunnen deze kosten worden uitgedrukt in een percentage van het gemiddeld belegd vermogen. Deze "expense ratio" zal bij beleggingsinstellingen met een groot belegd vermogen doorgaans lager zijn, omdat de kosten van beheer grotendeels vast van karakter zijn (Scholten, 1984, p. 164).

Oprichtingskosten treden slechts eenmalig op en hebben in principe betrekking op de gehele levensduur van de beleggingsinstelling, waardoor activeering het meest voor de hand ligt. Uit hoofde van voorzichtigheid kunnen deze oprichtingskosten in een beperkt aantal jaren (bijv. 5 jaar) ten laste van het resultaat worden gebracht.

Bij onroerend-goedinstellingen kunnen verder nog afschrijvingskosten voorkomen. Opgetreden waardeveranderingen en exploitatie-overschotten behoren tot de prestatie van de beleggingsinstelling in onroerend goed. Bij waardering tegen marktwaarde zou afschrijving op onroerend goed niet plaats behoeven te vinden, aangezien dit tot uitdrukking komt in de opgetreden waardeveranderingen. Een deel van de opgetreden waardeverandering is echter het gevolg van slijtage en veroudering en is nauw verbonden aan de exploitatie van het onroerend goed. Het is daarom te verdedigen om afschrijvingen op onroerend goed als exploitatiekosten op te nemen. De onge-realiseerde waardeverandering moet daarvoor dan worden gecorrigeerd, zodat deze de waardeverandering van het onroerend goed weergeeft als gevolg van marktoomstandigheden e.d. Deze splitsing in afschrijving en overige waardeveranderingen blijft echter arbitrair.

5.2.4 Stortingen en terugbetalingen

Stortingen van toetredende en terugbetaling aan uittreedende deelnemers vormen geen onderdeel van het resultaat van een beleggingsinstelling. Uniek bij een open-end beleggingsinstelling is de zogenaamde egalisatietheorie (AICPA, 1979, p. 17 e.v.). Deze houdt in dat het voor uitkering bestemde bedrag per aandeel niet wordt beïnvloed door toe- en/of uit-treding van deelnemers. Op elke datum waarop aandelen worden uitgegeven of ingenomen wordt bij een open-end beleggingsinstelling de intrinsieke waarde per aandeel bepaald. Hierbij wordt tevens het per aandeel bestemde bedrag voor uitkering bepaald. Bij toetreding van nieuwe deelnemers wordt een deel van het door hen betaalde agio omgezet in een voor uitkering bestemd bedrag. Zou dit niet gebeuren, dan wordt het recht op uitkering van bestaande aandeelhouders aangetast. Het aan het betaalde agio onttrokken bedrag wordt toegevoegd aan een zgn. egalisatierekening. Bij terugbetaling aan uittreedende deelnemers wordt het voor uitkering bestemde bedrag per aandeel constant gehouden door een onttrekking aan deze egalisatierekening. Het moge duidelijk zijn dat het al of niet toepassen van de egalisatietheorie niet van invloed is op de winstbepaling, maar alleen van invloed kan zijn op het voor uitkering bestemde bedrag.

5.3 Risico

Informatie over de prestaties van een beleggingsinstelling moet beleggers in staat stellen de ontwikkeling van hun belegging te beoordelen, mede ter vergelijking met alternatieve toepassingen van het belegde vermogen. Deze beoordeling/vergelijking kan niet op juiste wijze plaatsvinden indien -naast het rendement- geen rekening wordt gehouden met het risico dat t.a.v. de belegging wordt gelopen.

Over het vraagstuk welke risicomaatstaf hanteerbaar en relevant is, zou een aparte studie te maken zijn. Sharpe (1985) merkt hierover op:

"It is important to analyse risk properly. The impact of a portfolio on the investors' overall risk is important. If the ultimate beneficiary of a fund has many other assets, and if the other assets are invested in 'the market', the market risk of the fund provides a good estimate of its impact on overall risk. If however the fund provides its beneficiaries sole support, its total risk is relevant".

Dit zeker belangrijke vraagstuk bevindt zich op het terrein van de beleggingsleer en valt buiten het bestek van deze scriptie. Hiervoor verwijzen wij dan ook naar de desbetreffende literatuur (zie o.a. Jensen, 1969; Sharpe, 1970; Eijgenhuijsen, 1977). Wij willen in het navolgende dan ook volstaan met het noemen van enkele aspecten die o.i. in de verslaggeving van beleggingsinstellingen van belang kunnen zijn bij het beoordelen van risico. Achtereenvolgens komen aan de orde: de variabiliteit van de rendementen, de samenstelling van de beleggingsportefeuille, de samenstelling van het resultaat en de beleggingsdoelstelling, de liquiditeit en overige risico-aspecten.

5.3.1 De variabiliteit van de rendementen

Risico is te definiëren als de spreiding rond het verwachte rendement van een belegging, en is dus een ex ante begrip. Als indicatie voor het risico kan de variabiliteit van de ex post rendementen over een reeks perioden dienen (Eijgenhuijsen en De Man, 1976, p. 222). Het is daarom van belang dat de rendementen over afgelopen perioden een onderdeel uitmaken van de informatieverschaffing van beleggingsinstellingen.

5.3.2 De samenstelling van de beleggingsportefeuille

Het risico verbonden aan een belegging in een beleggingsinstelling hangt nauw samen met het ondernemingsrisico van deze instelling; daarnaast spelen algemene marktfactoren een rol. Het ondernemingsrisico valt uiteen in bedrijfsrisico en financieel risico. Bij bedrijfsrisico gaat het om het totale risico dat verbonden is aan de activiteiten van de beleggingsinstelling, terwijl financieel risico optreedt indien de beleggingsinstelling ten dele wordt gefinancierd met vreemd vermogen. Bij beleggingsinstellingen doet dit laatste zich met name voor bij onroerend-goedinstellingen, die in het algemeen in meerdere mate met vreemd vermogen zijn gefinancierd dan overige beleggingsinstellingen.

Het risico van de activiteiten van een beleggingsinstelling (het bedrijfsrisico) kan worden gereduceerd door spreiding van deze activiteiten, zodanig dat het totale resultaat minder gevoelig wordt voor fluctuaties in de resultaten van de individuele componenten. Zinnvolle risico-informatie is daarom een indeling van de beleggingsportefeuille in homogene groepen, waarbij de homogeniteit betrekking heeft op de invloeden die de rendementsfluctuaties veroorzaken (Farrell, 1974). Welke indeling dit precies met zich meebrengt is onduidelijk en kan per beleggingsinstelling verschillen. Te denken valt aan een indeling naar:

- beleggingsobjecten;
- bedrijfstakken;
- geografische gebieden.

5.3.3 De samenstelling van het resultaat en de beleggingsdoelstelling

Ook de samenstelling van het resultaat kan o.i. zinnvolle risico-informatie verschaffen. Met name het onderscheid tussen opgetreden waardeveranderingen en beleggingsinkomsten kan een indicatie geven omtrent het risico. Beleggingsinkomsten zijn over het algemeen aan een geringere mate van onzekerheid onderhevig dan waardeveranderingen. De verhouding tussen waardeveranderingen en beleggingsinkomsten kan op deze wijze een indicatie geven over de stabiliteit van de winstgevendheid in de toekomst. Over het algemeen kan gesteld worden dat beleggingsinstellingen die zich richten op rendementsbeleggingen minder risicovol zijn dan beleggingsinstellingen die zich richten op groei-beleggingen.

Een risico-indeling die bij deze gedachtegang aansluit is een indeling naar zogenaamde "Wiesenberger"-risicogroepen (Reints, 1967, p. 490). Beleggingsinstellingen worden geklassificeerd naar hun doelstelling, waarbij de volgende groepen worden onderscheiden:

- Growth;
- Growth-income;
- Income-growth;
- Balanced;
- Income.

Van boven naar beneden zou de risicograad van dergelijke beleggingsinstellingen afnemen. In de Verenigde Staten is echter empirisch vastgesteld dat een gedetailleerdere indeling dan tussen "growth" en "no-growth" niet gerechtvaardigd is; het risico-onderscheidend vermogen tussen alle "Wiesenberger"-risicogroepen bleek onvoldoende aanwezig (Reints en Vandenberg, 1973, p. 283). Hieruit kan worden geconcludeerd dat een beleggingsdoelstelling in "Wiesenberger"-termen slechts een globale indicatie geeft van het risico.

5.3.4 De liquiditeit

Bij een open-end beleggingsinstelling hangt de mate van liquiditeit nauw samen met een bijzonder risico-aspect. Een open-end beleggingsinstelling moet te allen tijde in staat zijn om aangeboden deelnemersbewijzen in te nemen tegen intrinsieke waarde. Indien de instelling niet voldoende liquide is zal dit in voorkomende gevallen -indien het aanbod van deelnemersbewijzen de vraag sterk overtreft- kunnen leiden tot geforceerde verkoop van beleggingen.

Met name in dergelijke gevallen worden "marketability costs" actueel, waardoor de intrinsieke waarde per deelnemersbewijs daalt.

Vanwege de geringe verhandelbaarheid van onroerend goed kan dit probleem zich met name voordoen bij open-end onroerend-goedinstellingen. Wytzes is zelfs van mening dat de open-end kapitalisatie voor onroerend-goedinstellingen om deze reden niet is vol te houden (Wytzes, 1978, p. 199). De praktijk bewijst echter het tegendeel. Feit blijft dat de omvang van de liquiditeit van open-end beleggingsinstellingen relevante risico-informatie vormt, vooral bij de instellingen welke beleggen in illiquide beleggingsobjecten zoals onroerend goed.

5.3.5 Overige risico-aspecten

Onder overige risico-aspecten verstaan wij alle mogelijke informatie die relevant kan zijn ter beoordeling van het risico. Hieronder kan onder andere worden gerekend informatie over de mate waarin risico's verbonden aan beleggingen zijn afgedekt, zoals informatie over afgesloten termijnaf-faires, futurescontracten, opties en dergelijke.

Ook uit de in de verslaggeving vaak uitgesproken verwachtingen ten aanzien van toekomstige economische, valutarische en marktontwikkelingen, en de wijze waarop de beleggingsinstelling hierop verwacht in te spelen, kan een indicatie van het risico worden verkregen. Met name verwachtingen ten aanzien van factoren die het resultaat concreet beïnvloeden zijn hierbij van belang.

6 INRICHTING VAN DE JAARREKENING

6.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt een inrichtingsraamwerk beschreven welke o.i. een mogelijkheid weergeeft om voor beleggers relevante informatie te verschaffen (zie ook AICPA, 1979). Hierbij wordt uitgegaan van een beleggingsinstelling in effecten; afwijkingen die gelden in geval van beleggingen in onroerend goed worden zoveel mogelijk vermeld. Aspecten die bij deze beschrijving van belang zijn werden in de vorige hoofdstukken aan de orde gesteld. Resumerend waren de hoofdlijnen:

- marktwaarde als waarderingsgrondslag voor beleggingen, waarbij het vermogen (netto-actief) op deze basis centraal staat;
- prestatie-informatie omvat de elementen rendement en risico;
- beleggingsinkomsten, gerealiseerde waardeveranderingen, ongerealiseerde waardeveranderingen en kosten zijn alle een element van de prestatie, en moeten bij voorkeur tesamen worden vermeld. Dit kan o.i. het best in een resultatenoverzicht;
- realisatie en uitkeerbaarheid zijn geen criteria bij de winstbepaling. Bij onroerend-goedinstellingen kan realisatie wel van belang zijn bij de winstbepaling;
- ook relevante risico-informatie is van belang.

De belangrijkste onderdelen van de jaarrekening van een beleggingsinstelling zijn o.i.:

1. Balans
2. Resultatenoverzicht (of activiteitenoverzicht)
3. Vermogensoverzicht
4. Aanvullende informatie

Elk van deze onderdelen wordt hieronder uitgewerkt.

6.2 Balans

Een model van een balans voor een beleggingsinstelling is opgenomen in tabel 1. Deze balans heeft de staffelvorm. Deze presentatiewijze heeft onze voorkeur, omdat het netto-actief hierbij centraal staat. De balans kan de volgende posten omvatten, welke in de toelichting kunnen worden uiteengezet:

Beleggingen

De beleggingen worden als eerste opgenomen, omdat deze het belangrijkste actief vormen, en worden onderverdeeld naar beleggingsobject. De beleggingen behoren tegen marktwaarde te worden opgenomen (zie hoofdstuk 4). Als belangrijkste toelichting op deze actiefpost hoort een lijst van beleggingen opgenomen te worden (portefeuille-overzicht), waarin de beleggingen worden geclassificeerd naar criteria die voor de specifieke beleggingsinstelling van belang zijn, zoals:

- beleggingssoort;
- bedrijfstak;
- geografische gebieden;
- combinatie van bovenstaande.

Per beleggingssoort wordt vermeld: aantal stukken, nominale waarde (m.n. obligaties), marktwaarde en aanschafprijs.

Debiteuren

Van de debiteuren kunnen de volgende categorieën in de toelichting worden vermeld:

- te ontvangen dividenden, interest en huren uit beleggingen;
- te ontvangen bedragen voor verkochte beleggingen;
- te ontvangen bedragen voor uitgegeven aandelen;
- overige debiteuren.

Tabel 1: Balans

Activa	Marktwaarde
Beleggingen in:	
Aandelen	-----
Obligaties	-----
Onroerend goed	-----
etc.	-----
Debiteuren	-----
Liquide middelen	-----
Overige activa	-----
Totaal activa	-----
Passiva	
Crediteuren	-----
Te betalen dividend	-----
Overige schulden	-----
Totaal passiva	-----
Netto-actief	-----

Equivalent aan fl. X,— per aandeel, gebaseerd op y uitstaande aandelen.

Liquide middelen

Hieronder zijn de aanwezige kasmiddelen opgenomen, de overige direkt opvraagbare tegoeden en op korte termijn belegde kasoverschotten.

Overige activa

Deze bestaan uit o.a. inventaris en transitoria.

Crediteuren

De volgende soorten crediteuren kunnen worden onderscheiden:

- te betalen voor aangekochte beleggingen;
- te betalen voor ingekochte eigen aandelen;
- overige crediteuren.

Te betalen dividend

Het te betalen dividend wordt apart gepresenteerd. Tevens kan in de toelichting het dividend per uitstaand aandeel en de datum van betaalbaarstelling worden vermeld.

Overige schulden

Elke belangrijke schuldpost moet apart worden vermeld. Met name bij onroerend-goedinstellingen zijn de schulden veelal niet van kortlopende aard en is een nadere toelichting op de diverse soorten vreemd vermogen veelal wenselijk.

Netto-actief

In de toelichting moet worden getoond uit welke onderdelen het netto-actief is opgebouwd. Apart getoond moet worden:

- het gestorte en opgevraagde kapitaal, verdeeld in:
 - * nominaal aandelenkapitaal, en
 - * agio;
- de ingehouden winst, d.w.z. het niet-uitgekeerde deel van de resultaten (beleggingsinkomsten en waardeveranderingen), verdeeld in een:
 - * herbeleggingsreserve, en
 - * overige reserves.

In de toelichting moet verder worden vermeld:

- het maatschappelijke kapitaal;
- het aantal per balansdatum uitstaande aandelen;
- de intrinsieke waarde per aandeel.

N.B.: Bij deze balans is met voorzieningen e.d. geen rekening gehouden. In voorkomende gevallen moeten deze echter als gebruikelijk worden opgenomen.

6.3 Resultatenoverzicht

Dit overzicht geeft de resultaten van alle beleggingsactiviteiten weer door apart de beleggingsinkomsten en de opgetreden waardeveranderingen te vermelden. De kosten komen apart tot uitdrukking; daarbij is het mogelijk om de transaktiekosten apart op te nemen onder opgetreden waardeveranderingen of als afzonderlijke kostencomponent onder de kosten. Het resultatenoverzicht kan de vorm hebben zoals in tabel 2 is weergegeven.

Tabel 2: Resultatenoverzicht

Beleggingsinkomsten	Bedrag
- dividend	-----
- intrest	-----
- huren	-----
- etc.	-----
totaal beleggingsinkomsten	-----
Opgetreden waardeveranderingen	
totaal opgetreden waardeveranderingen	-----
Kosten	
- beheerskosten	-----
- transaktiekosten	-----
- etc.	-----
totaal kosten	-----
Resultaat	-----

Beleggingsinkomsten

Hiervan worden dividenden, intrest, huren, e.d. apart vermeld.

Opgetreden waardeveranderingen

Zoals geconcludeerd in 5.2.1.2 is het onderscheid tussen gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen alleen relevant bij onroerend-goedinstellingen. Bij dergelijke instellingen is het van belang om de opgetreden waardeveranderingen te splitsen in gerealiseerde waardeveranderingen en mutatie ongerealiseerde waardeveranderingen.

Kosten

De transaktiekosten zijn in tabel 2 niet onder de opgetreden waardeveranderingen opgenomen, maar apart vermeld onder de kosten.

6.4 Vermogensoverzicht

Dit overzicht geeft samengevat de vermogensveranderingen weer ten gevolge van beleggingsactiviteiten, mutaties in het aandelenkapitaal en mutaties door uitkeringen aan aandeelhouders. In tabel 3 is een mogelijke vorm van dit vermogensoverzicht weergegeven.

Mutaties door beleggingsactiviteiten

Het saldo uit het resultatenoverzicht is hier terug te vinden.

Mutaties aandelenkapitaal

De kosten verbonden aan uitgifte en inname van aandelen worden apart vermeld. Ook wordt in dit onderdeel van het overzicht een eventueel saldo van de egalisatierekening -zoals vermeld in 5.2.4- opgenomen.

Mutaties door uitkeringen aan aandeelhouders

Indien niet het gehele resultaat wordt ingehouden blijkt uit dit onderdeel van het vermogensoverzicht welk deel van het resultaat voor uitkering bestemd is. In de toelichting kan het dividend per aandeel worden vermeld, en of al dan niet van een egalisatierekening gebruik wordt gemaakt.

Tabel 3: Vermogensoverzicht

Netto-actief begin periode -----

A. Mutaties door beleggingsactiviteiten

Toename (afname) netto-actief
door beleggingsactiviteiten -----

B. Mutaties aandelenkapitaal

Netto-opbrengst
uitgegeven aandelen -----
Netto-actiefwaarde
uitgekeerd stockdiv. -----

-/- Kosten ingekochte
eigen aandelen -/- -----

-/+ Saldo egalisatie-
rekening -/+ -----

Toename (afname) netto-
actief door mutaties
aandelenkapitaal -----

C. Mutaties door uitkeringen aan aandeelhouders

Kasdividend -----
Stockdividend -----

Afname netto-actief
door uitkeringen aan
aandeelhouders ----- *

Netto-actief einde periode -----

* Inclusief de toename/afname als gevolg van egalisatiebedragen.

6.5 Aanvullende informatie

De aanvullende informatie zou de volgende elementen kunnen bevatten:

- uiteenzetting van de doelstelling van de beleggingsinstelling;
- open-end of closed-end kapitalisatie;
- aard van de beleggingen;
- fiscale status en juridische organisatievorm;
- uiteenzetting van het gevoerde beleid, de verwachting t.a.v. toekomstige ontwikkelingen en het te voeren beleid;
- overige relevante risico-informatie w.o.:
 - de rendementsontwikkeling over afgelopen perioden;
 - belangrijke wijzigingen in de beleggingsportefeuille;
 - informatie per aandeel over afgelopen perioden, bijv. kosten (m.n. beheerskosten), resultaat, dividend, intrinsieke waarde en beurskoers per aandeel. De beide laatste elementen zijn bij open-end beleggingsinstellingen per definitie gelijk.

7. REGELGEVING

7.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt aandacht besteed aan de regelgeving die van toepassing kan zijn op externe verslaggeving van beleggingsinstellingen in Nederland.

Een specifieke wetgeving -zoals bijvoorbeeld de Wet Toezicht Kredietwezen voor banken- is voor beleggingsinstellingen in Nederland (nog) niet aanwezig. Ook in nationaal en internationaal verschenen verslaggevingsrichtlijnen wordt nog niet rechtstreeks ingegaan op de specifieke verslaggevingsaspecten van beleggingsinstellingen.

Beleggingsinstellingen die voor wat betreft hun juridische vorm vallen onder Titel 8, Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek zullen aan de hierin opgestelde eisen moeten voldoen. Niet onder deze titel vallende beleggingsinstellingen bevinden zich op dit punt (nog) in een vacuüm. Een verandering in deze situatie zal wellicht optreden indien de ontwerp-wet Beleggingsinstellingen in werking zal treden.

In dit hoofdstuk zullen achtereenvolgens aan de orde komen:

- Titel 8, Boek 2, BW;
- International Accounting Standard no. 25 - Accounting for Investments;
- Ontwerp-wet Beleggingsinstellingen.

7.2 Titel 8, Boek 2, BW

Beleggingsinstellingen die de juridische vorm van NV, BV, coöperatieve vereniging of onderlinge waarborgmaatschappij bezitten vallen onder het regime van Titel 8, Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek. In artikel 401 wordt een beleggingsmaatschappij omschreven als een rechtspersoon die uitsluitend ten doel heeft het vermogen zodanig te beleggen dat de risico's daarvan worden gespreid, teneinde de leden of aandeelhouders in de opbrengst te doen delen.

Naast enkele algemene eisen bevat Titel 8 ook een aantal specifieke voorschriften ten aanzien van de inrichting, waardering en resultaatbepaling, en publikatie van de jaarrekening. De belangrijkste eis van algemene aard houdt in dat de jaarrekening een zodanig inzicht moet geven dat een verantwoord oordeel kan worden gevormd omtrent het vermogen en het resultaat, alsmede voor zover de aard van een jaarrekening dat toelaat, omtrent de solvabiliteit en de liquiditeit van de rechtspersoon.

Een brede behandeling van de eisen van Titel 8 valt buiten het bestek van dit werk. Hieronder wordt daarom alleen ingegaan op de wettelijke bepalingen die specifiek van belang zijn voor beleggingsmaatschappijen.

7.2.1 Inrichtingsvoorschriften

Balans en winst- en verliesrekening moeten worden opgemaakt conform het "Besluit modellen jaarrekening". Deze geeft voor NV's en BV's schema's die bij de indeling van de jaarrekening moeten worden gevolgd.

In de Memorie van Toelichting van de wet wordt echter vermeld dat gebruik zal worden gemaakt van de bevoegdheid om voor beleggings- en participatiemaatschappijen aparte schema's voor balans- en winst- en verliesrekening vast te stellen. Tot nu toe is dit echter nog niet gebeurd.

Artikel 6 lid 2 van het Besluit staat beleggingsmaatschappijen expliciet toe de volgorde van de posten te wijzigen in overeenstemming met het gebruik in hun bedrijfstak. Reden hiervoor is dat beleggingsmaatschappijen voornamelijk beleggingen als activa hebben, zodat deze voorop behoren te staan.

De wet verplicht om onderscheid te maken tussen vaste en vlottende activa. Het criterium voor dit onderscheid is gelegen in de vraag of de activa bestemd zijn om al dan niet duurzaam de uitoefening van de werkzaamheid van de rechtspersoon te dienen. Rubricering van de beleggingen van een beleggingsmaatschappij op grond van dit criterium is moeilijk, omdat op voorhand niet bekend is of een belegging al dan niet duurzaam van karakter zal zijn. Uit de aard van een beleggingsmaatschappij vloeit immers voort dat zij een actief beleggingsbeleid voert. Het onderscheid tussen vaste en vlottende activa is voor de beleggingen van een beleggingsmaatschappij dan ook minder zinvol. Deze conclusie geldt echter niet voor beleggingen in onroerend goed. Bij deze beleggingen is het immers veelal wel de bedoeling dat zij van een duurzaam karakter zullen zijn, alleen al omdat frequente handel in onroerend goed hoge transactiekosten met zich meebrengt. Op grond hiervan valt er dan ook veel voor te zeggen om beleggingen in onroerend goed tot de vaste activa te rekenen.

Bovengenoemde rubricering in vaste en vlottende activa heeft consequenties voor de jaarrekening. Indien beleggingen namelijk tot de financiële vaste activa gerekend worden, moet volgens art. 368 een sluitend overzicht worden opgenomen waaruit het verloop van deze post blijkt. (Dit voorschrift geldt niet voor zgn. "kleine" rechtspersonen.)

Indien dat voor het verschaffen van het door de wet verlangde inzicht noodzakelijk is, moet worden afgeweken van de voorschriften van de wet (art. 362 lid 4). Zulke afwijkingen moeten met de reden worden toegelicht. Dit houdt o.a. in dat beleggingsmaatschappijen bepaalde posten een andere benaming mogen of moeten geven (afhankelijk van het inzicht) en dat het onderscheid tussen vaste en vlottende activa kan komen te vervallen. Hiermee is volgens ons echter nog niet gezegd dat ook de verplichting tot het verstrekken van een mutatie-overzicht komt te vervallen.

7.2.2 Waarderingsvoorschriften

Als grondslag voor waardering en resultaatbepaling komen aanschaffings- of vervaardigingsprijs en actuele waarde in aanmerking. De keuze tussen beide waarderingsmethoden is niet in alle gevallen vrij, maar wordt bepaald door het vereiste inzicht dat de jaarrekening moet geven.

In art. 401 lid 1 van de wet staat uitdrukkelijk vermeld dat een beleggingsmaatschappij haar beleggingen tegen marktwaarde mag waarderen. Deze expliciete toestemming is noodzakelijk omdat volgens art. 387 lid 2 de tot de vlottende activa behorende beleggingen alleen tegen marktwaarde gevalueerd mogen worden, indien deze op de balansdatum *lager* is dan de verkrijgings- of vervaardigingsprijs. Deze uitdrukkelijke toestemming is voor tot de financiële vaste activa behorende beleggingen niet noodzakelijk, omdat voor deze categorie op grond van art. 384 lid 1 actuele waardering boven verkrijgings- of vervaardigingsprijs wel in aanmerking komt.

Actuele waardering van materiële vaste activa, financiële vaste activa en voorraden is nader geregeld in het "Besluit waardering activa". Dit Besluit onderscheidt drie actuele-waardebegrippen, te weten:

- vervangingswaarde;
- bedrijfswaarde;
- opbrengstwaarde.

De vervangingswaarde wordt bepaald door het bedrag dat zou moeten worden besteed om een activum te verkrijgen dat voor de bedrijfsuitoefening een economisch gelijke betekenis heeft. Deze moet worden gehanteerd indien het activum na gebruik of verkoop weer vervangen zal worden; het gaat dus om voortgezette bedrijfsuitoefening.

De bedrijfswaarde wordt afgeleid uit de netto-omzet die kan worden verkregen met de uitoefening van het bedrijf waartoe het activum dient of is bestemd. De bedrijfswaarde, ofwel indirecte opbrengstwaarde, wordt toegepast indien de activa op langere termijn niet zullen worden vervangen.

Onder (direkte) opbrengstwaarde -netto-verkoopwaarde of marktwaarde- wordt verstaan het bedrag waartegen een activum bestens kan worden verkocht onder aftrek van de nog te maken kosten. Deze waarde is relevant als het activum op korte termijn vervreemd wordt, en tevens als er sprake is van een zelfstandige vruchtdrager, zoals een belegging.

Zowel art. 401 lid 1 als het Besluit waardering activa bieden dus de mogelijkheid beleggingen tegen marktwaarde te waarderen. Voor beleggingsmaatschappijen voorkomt art. 401 lid 1 echter dat de tot de vlottende activa gerekende beleggingen niet op (hogere) marktwaarde gevalueerd zouden mogen worden. Ook voor de waardering van beleggingen is hiermee het onderscheid tussen vaste en vlottende activa inhoudelijk irrelevant geworden. Dit betekent echter niet dat hiermee geheel aan het Besluit voorbij kan worden gegaan, omdat deze nadere aanwijzingen geeft voor de toepassing van in art. 401 lid 1 bedoelde marktwaardering van beleggingen, niet zijnde vlottende activa.

In art. 9 van het Besluit staat voorgescreven dat, in de toelichting moet worden uiteengezet hoe de opbrengstwaarde (marktwaarde) is bepaald. Voor ter beurze genoteerde effecten zal dit de koers zijn, voor andere zelfstandige vruchtdragende geschatte marktprijs. Indien de marktprijs wordt geschat, moet worden toegelicht:

- welke wijze van schatting is toegepast;
- indien reeds voor de balansdatum is geschat: hoe oud de schatting is;
- indien de schatting is afgeleid van het verwachte rendement, welke verwachtingen de rechtspersoon daaromtrent heeft en welke rentevoet is toegepast.

7.2.3 Resultaatbepaling

In het algemeen bepaalt de wet dat verliezen in aanmerking dienen te worden genomen zodra deze kunnen worden geconstateerd (voorzichtigheidsprincipe). Tevens is voorgescreven dat winsten mogen worden opgenomen voorzover deze op de balansdatum zijn verwezenlijkt (realisatieprincipe).

In art. 401 lid 2 geeft de wet een beleggingsmaatschappij uitdrukkelijk toestemming om nadelige koersverschillen ten opzichte van de voorafgaande balansdatum niet ten laste van de winst- en verliesrekening te brengen, mits ze op de reserves worden afgeboekt; voordelige koersverschillen mogen op de reserves worden bijgeboekt. De bedragen moeten in de balans of in de toelichting worden vermeld. Uit deze laatste zin (bedragen, meervoud) leiden Burgert en Timmermans (1985, p. 546) af dat saldering van winsten en verliezen niet is toegestaan, zodat voordelige en nadelige koersverschillen afzonderlijk zouden moeten worden vermeld, indien zij via de reserves worden verwerkt.

De toestemming om koersresultaten via de reserves te verwerken is nodig om strijdigheid met andere wetsartikelen te voorkomen. Verwerking van koersverliezen via de reserves zou zonder deze aanvullende bepaling in strijd kunnen komen met art. 387 leden 2 en 5, nl. indien geen of onvoldoende herwaarderingsreserve aanwezig is. Verwerking van koerswinsten via de reserves zou zonder de bepalingen van art. 401 lid 2 in strijd kunnen komen met art. 387 lid 2, waarvan het gevolg zou zijn dat koerswinsten van vlottende activa -uitgezonderd voorraden- niet tot uitdrukking mogen komen.

De wetgever maakt in art. 401 lid 2 geen onderscheid tussen gerealiseerde en ongerealiseerde koersresultaten. Met betrekking tot nadelige koersverschillen is het realisatieprincipe hiermee terzijde gezet. Voor zowel gerealiseerde als ongerealiseerde koersverliezen bestaat de keuze deze te verwerken via de reserves dan wel via de winst- en verliesrekening. Bij voordelige koersverschillen is het realisatieprincipe echter nog wel van belang. Gerealiseerde koerswinsten mogen via de reserves dan wel via de winst- en verliesrekening worden verwerkt, maar ongerealiseerde koerswinsten mogen alleen via de reserves worden verwerkt. Verwerking via de winst- en verliesrekening zou immers in strijd komen met het in art. 384 lid 2 geformuleerde realisatieprincipe, hetwelk in art. 401 lid 2 voor wat betreft ongerealiseerde koerswinsten onaangetast blijft.

7.2.4 Overige aspecten

Artikel 401 lid 4 bepaalt dat een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal (zie 1.3) vrijgesteld is van vermelding van iedere verwerving en vervreemding van eigen aandelen ex art. 378 lid 3.

Verder zijn in principe alle bepalingen van Titel 8, Boek 2, BW van toepassing op beleggingsmaatschappijen. Gezien de omschrijving van een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal (zie 1.3) houdt dit ook in dat dit type beleggingsmaatschappij geen gebruik kan maken van het regime voor groepsmaatschappijen (art. 403 lid 5) en van de vrijstelling van deelconsolidatie (art. 404 lid 2), omdat aandelen aan toonder uitstaan.

7.2.5 Conclusie

Met betrekking tot de inrichtingsvoorschriften valt op te merken dat hiermee geen bijzondere conflicten zullen ontstaan met hetgeen wij in voorgaande hoofdstukken hebben geconcludeerd. Van de volgorde van posten mag op grond van het "Besluit modellen jaarrekening" worden afgeweken. Afwijking van benamingen is slechts mogelijk met een beroep op het in art. 362 verlangde inzicht. Wellicht brengen de nog te verschijnen aparte schema's voor beleggingsmaatschappijen hierin verandering.

Voor wat betreft de waardering staat de wet expliciet toe dat een beleggingsmaatschappij haar beleggingen tegen marktwaarde mag waarderen. De wijze waarop de marktwaarde is bepaald moet in de toelichting uiteengezet worden. Indien de marktwaarde door schatting tot stand is gekomen is de beleggingsmaatschappij verplicht aan te geven welke relevante factoren bij de schatting een rol hebben gespeeld en hoe oud de schatting is.

Waardeveranderingen mogen zowel via het resultaat als via het vermogen verwerkt worden. Deze laatste optie heeft de wetgever door middel van art. 401 gecreëerd. Hierbij moet echter wel aangetekend worden dat ongerealiseerde waardeveranderingen op grond van het realisatieprincipe niet in de winst- en verliesrekening mogen worden opgenomen, zodat hierin de keuzevrijheid van de beleggingsmaatschappij beperkt wordt.

7.3 IAS 25: Accounting for Investments

Het IASC (International Accounting Standards Committee) heeft recentelijk een standaard gepubliceerd inzake de verwerking van beleggingen in de jaarrekening van ondernemingen. Deze standaard is eveneens van toepassing op de jaarrekening van beleggingsinstellingen, zij het dat ze niet specifiek voor beleggingsinstellingen is geschreven. Achtereenvolgens zullen de belangrijkste elementen voor beleggingsinstellingen uit de standaard worden behandeld.

7.3.1 Waardering

De standaard maakt onderscheid tussen beleggingen op korte termijn en op lange termijn. Beleggingen op korte termijn worden gewoonlijk korter dan een jaar aangehouden en zijn qua aard direct in geld om te zetten. Beleggingen op lange termijn zijn alle overige beleggingen die niet als belegging op korte termijn kunnen worden aangemerkt.

In het voorgaande hebben we reeds opgemerkt dat het onderscheid tussen beleggingen op korte en lange termijn voor beleggingsinstellingen minder relevant is, omdat vooraf niet bekend is voor welke termijn beleggingen zullen worden aangehouden. Beleggingen in onroerend goed kunnen wel aangemerkt worden als beleggingen op lange termijn, omdat frequente handel in onroerend goed vanwege de transactiekosten economisch niet aantrekkelijk is. Ook deze IAS-standaard ruimt voor beleggingen in onroerend goed een aparte plaats in en staat toe ze enerzijds te behandelen als bedrijfsmiddel, en ze conform de daarvoor geldende standaarden te verwerken, en anderzijds als belegging op lange termijn.

Beleggingen op lange termijn mogen gewaardeerd worden tegen kostprijs of tegen geschatte waarde (fair value). Deze laatste waarderingsgrondslag brengt met zich mee dat er een herwaarderingsreserve gevormd dient te worden. Beleggingen op korte termijn mogen gewaardeerd worden tegen marktwaarde of tegen de laagste van kostprijs en marktwaarde.

7.3.2 Behandeling van waardeveranderingen

Ongerealiseerde waardeveranderingen van beleggingen op lange termijn worden geboekt op de herwaarderingsreserve in het vermogen. Eventuele waardeveranderingen die op dezelfde belegging betrekking hebben worden ten laste van de herwaarderingsreserve gebracht, en indien deze niet aanwezig is ten laste van het resultaat. Een ongerealiseerde waardeverandering die rechtstreeks gerelateerd is aan een voorafgaande waardeverandering van dezelfde belegging moet ten gunste van het resultaat worden gebracht indien en voorzover de voorafgaande waardeverandering ten laste van het resultaat is gebracht.

Ongerealiseerde waardeveranderingen van beleggingen op korte termijn mogen via het resultaat worden verwerkt of conform de wijze waarop ongerealiseerde waardeveranderingen van beleggingen op lange termijn worden verwerkt.

Gerealiseerde waardeveranderingen behoren in het algemeen via het resultaat te worden verwerkt. Indien van een belegging bij realisatie een herwaarderingsrekening openstaat, dient dit surplus of ten gunste van het resultaat of ten gunste van de ingehouden winst te worden gebracht.

Belangrijk is de uitzonderingspositie die gecreëerd wordt voor beleggingsinstellingen in paragraaf 54 van de standaard. Beleggingsinstellingen welke het niet is toegestaan gerealiseerde waardeveranderingen uit te keren mogen alle waardeveranderingen, zowel gerealiseerd als ongerealiseerd, buiten de winst- en verliesrekening om rechtstreeks via het vermogen verwerken. Voorwaarde is wel dat de beleggingen gewaardeerd worden tegen marktwaarde. Dergelijke beleggingsinstellingen moeten een samenvattend overzicht van alle waardeveranderingen van de beleggingen in de jaarrekening opnemen. De formulering van de standaard maakt in ieder geval duidelijk dat een dergelijk overzicht verplicht is voor die beleggingsinstellingen welke waardeveranderingen onder bovengenoemde voorwaarden in het vermogen verwerken. Of de verplichting tot het opnemen van een overzicht van waardeveranderingen ook geldt voor andere beleggingsinstellingen valt niet eenduidig op te maken.

7.3.3 Publikatievoorschriften

Voor beleggingsinstellingen wordt uitdrukkelijk voorgeschreven dat een analyse van de beleggingsportefeuille moet worden gepubliceerd. Wat een dergelijke analyse inhoudt wordt niet nader omschreven, zodat het onduidelijk is wat met dit voorschrift wordt bedoeld.

Overige publikatievoorschriften zijn onder andere dat:

- indien de beleggingsinstelling haar beleggingen niet tegen marktwaarde waardeert, de marktwaarde alsnog moet worden vermeld;
- informatie verschaft moet worden over eventuele belangrijke beperkingen in de mate waarin beleggingen gerealiseerd kunnen worden, en over een eventuele terugloop van beleggingsinkomsten;
- in geval van schatting van de marktwaarde de gevolgde gedragslijn moet worden vermeld. Tevens moet worden vermeld de frequentie van schatting, het tijdstip waarop de laatste schatting heeft plaatsgevonden, en of er al dan niet een externe taxateur bij de schatting betrokken is geweest.

7.3.4 Conclusie

IAS 25 biedt beleggingsinstellingen de mogelijkheid om voor de waardering van beleggingen te kiezen uit marktwaarde, kostprijs, kostprijs of lagere marktwaarde, en geschatte waarde indien er geen marktnotering voorhanden is. Opmerkelijk is dat de standaard onderscheid maakt tussen beleggingen op korte en lange termijn en daaraan verschillende consequenties verbindt. Waarschijnlijk heeft ze voor dit onderscheid gekozen omdat de standaard vanuit de optiek van de "gewone" onderneming is geschreven; voor beleggingsinstellingen is dit onderscheid namelijk minder relevant.

Onder voorwaarde dat gerealiseerde waardeveranderingen niet uitgekeerd mogen worden - en dat achten wij voor veel beleggingsinstellingen van toepassing - mogen beleggingsinstellingen alle waardeveranderingen via het vermogen verwerken. Belangrijk is evenwel de constatering dat niet alle waardeveranderingen via het resultaat mogen worden verwerkt. Immers ongerealiseerde waardeveranderingen van beleggingen op lange termijn moeten, op de genoemde uitzonderingen na, in het vermogen worden verwerkt. Ongerealiseerde waardeveranderingen en gerealiseerde waardeveranderingen van beleggingen op lange termijn en alle waardeveranderingen van beleggingen op korte termijn mogen wel via het resultaat tot uitdrukking worden gebracht, zodat ook bij IAS 25 het realisatieprincipe een rol speelt bij de verwerking van waardeveranderingen in de jaarrekening van beleggingsinstellingen.

7.4 Ontwerp-wet Beleggingsinstellingen

De externe verslaggeving van beleggingsinstellingen komt ook expliciet aan de orde in het wetsontwerp Beleggingsinstellingen, waarvan het eindverslag in maart 1983 is vastgesteld (Tweede Kamer, zitting 1982-1983, 14664, nrs. 8-10). Het wetsontwerp is o.a. bedoeld om beleggers te beschermen tegen niet bonafide beleggingsinstellingen, die veelal fiscaal en juridisch ongreepbaar zijn. Ook internationale regelingen hebben een rol gespeeld. Zowel de O.E.S.O. als de Raad van Europa hebben in 1972 standaardregels opgesteld waaraan de wetgevingen ter zake van beleggingsinstellingen zouden behoren te voldoen.

In 1976 heeft ook de Europese Commissie een ontwerp-richtlijn dienaangaande ingediend bij de Raad der Europese Gemeenschappen.

Om bij deze Europese wetgevende arbeid niet geheel aangewezen te zijn op overneming van buitenlandse regelingen - die niet zijn afgestemd op de Nederlandse situatie - wordt het van veel belang geacht te beschikken over een nationale standpuntbepaling op wetgevend niveau, aldus de Memorie van Toelichting op genoemd wetsontwerp (14664, nr.3 p.26).

Op de inhoud van het wetsontwerp zal hier slechts beperkt worden ingegaan. Ten eerste omdat het wetsontwerp slechts voor een beperkt deel betrekking heeft op externe financiële verslaggeving, en ten tweede omdat de regering een lage prioriteit aan dit wetsontwerp schijnt toe te kennen, gezien de tijd die de behandeling tot nu toe geveerd heeft. Het wetsontwerp werd pas ingediend nadat zes jaar eerder het interim-rapport van de werkgroep die deze materie voorbereidde was uitgebracht. Daarna moest nog eens meer dan vier jaar worden gewacht op de Memorie van Antwoord, terwijl er nu nog steeds geen tekenen te bespeuren zijn waaruit valt af te leiden dat de beoogde wet binnen afzienbare tijd in werking zal treden.

7.4.1 Inhoud van het wetsontwerp t.a.v. verslaggeving

Het wetsontwerp is, gezien de ruime omschrijving van het begrip "beleggingsinstelling" in art. 1, van toepassing op vrijwel alle beleggingsinstellingen. Het wetsontwerp bestaat uit 51 artikelen, opgenomen in 7 hoofdstukken, waarvan alleen hoofdstuk 5 "Eisen waaraan het beleggingsregiem dient te voldoen" voor de externe verslaggeving van belang is. Met name de artikelen 37, 38 en 39, welke zijn opgenomen in bijlage 1, zijn relevant.

Artikel 37 houdt de algemene eis in dat de waarde van het beleggingsvermogen moet worden bepaald op basis van waarderinggrondslagen die voldoen aan normen die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd. Volgens de Memorie van Toelichting (p. 45) is voor ter beurze genoteerde effecten de beurskoers een vaste waarderingssnorm. Bij minder courante beleggingen is een dergelijke vaste waarderingssnorm niet te geven.

Artikel 38 geeft gedetailleerde voorschriften ten aanzien van de verslaggeving van beleggingsinstellingen. Enkele o.i. belangrijke punten uit dit artikel zullen hieronder worden vermeld.

De vereiste jaarrekening, dan wel het overzicht van het beleggingsvermogen en een staat van baten en lasten, met toelichting, moeten zoveel mogelijk worden opgemaakt met inachtneming van de Titel jaarrekening van het Burgerlijk Wetboek (art. 38 lid 1a). Ook voor niet onder Titel 8, Boek 2, BW vallende beleggingsinstellingen zouden de hierin opgenomen bepalingen dus van belang zijn.

In het beleggingsvermogen moet verplicht een herwaarderingsreserve (waardeveranderingsreserve) worden opgenomen, waarbij op die reserve tot uitdrukking moet worden gebracht:

1. het saldo van de vermogenswinsten en -verliezen, onderverdeeld naar de bij algemene maatregel van bestuur bepaalde soorten van beleggingsobjecten;

2. mutaties in het vermogen ten gevolge van veranderingen in de grondslagen van de winstberekening (art. 38 lid 2e).

Zowel gerealiseerde als ongerealiseerde waardeveranderingen moeten dus buiten het resultaat om via deze herwaarderingsreserve worden verwerkt. Wij vinden het echter niet wenselijk dat de mogelijkheid om deze waardeveranderingen via het resultaat te verwerken wordt afgesloten. Wat "mutaties in het vermogen ten gevolge van veranderingen in de grondslagen van de winstberekening" te maken hebben met de herwaarderingsreserve is volgens Van Hoepen (1983, p. 231) een raadsel.

In de toelichting moet een volledige lijst van de beleggingen aan het einde van de verslagperiode worden opgenomen, zoveel mogelijk onderverdeeld naar:

1. soorten van beleggingsobjecten als omschreven bij algemene maatregel van bestuur;
2. geografische spreiding;
3. spreiding over economische sectoren;
4. de valuta's met vermelding van omrekeningskoersen (art. 38 lid 2f).

De totalen van de gerealiseerde vermogenswinsten en -verliezen moeten worden vermeld (art. 38 lid 2i). Er moet dus een onderscheid worden gemaakt tussen gerealiseerde en ongerealiseerde vermogenswinsten en -verliezen, terwijl er in wezen geen onderscheid bestaat (bij effectenfonds). (Zie ook paragraaf 5.2.1.2.)

Ook de totalen van de winsten en verliezen op valutatransacties moeten apart worden vermeld (art. 38 lid 2n). In het commentaar van het NIVRA op het wetsontwerp (1978, p. 4 en 1982, p. 1) wordt erop gewezen dat valutatransacties veelal worden aangegaan ter afdekking van valutakoersrisico's van bepaalde beleggingsobjecten. De uit dien hoofde ontstane valutarisicorelatoren dienen dan ook gezien te worden als een onderdeel van de resultaten van die betreffende beleggingsobjecten. Afzonderlijke opgave van de resultaten van valutatransacties is dan ook niet zinvol, tenzij het speculatieve transacties zouden betreffen.

Artikel 38 houdt in principe rekening met alle soorten beleggingsobjecten. Gezien het eigen karakter en de belangrijkheid van onroerend goed als beleggingsobject werd het wenselijk geacht aanvullende en meer specifieke eisen dienaangaande samen te brengen in een afzonderlijk artikel, aldus de Memorie van Toelichting. Een belegger in een effectenfonds kan veelal buiten de beleggingsinstelling om aanvullende gegevens verkrijgen over de individuele effecten waarin het vermogen is belegd. Een belegger in een onroerend-goedfonds die over bepaalde aanvullende informatie zou willen beschikken staat hierbij voor grotere problemen. Daarom wordt met artikel 39 beoogd ten aanzien van elk goed de voor de waardebeoordeling en het rendement relevante gegevens te doen verschaffen. Art. 39 bevat dan ook zeer gedetailleerde eisen waaraan de verslaggeving van onroerend-goedfondsen zou moeten voldoen. Aangezien het hier te ver zou gaan op deze specifieke eisen in te gaan, wordt volstaan met een verwijzing naar de tekst van het in bijlage 1 opgenomen artikel 39.

7.4.2 Conclusie

Concluderend valt op te merken dat invoering van de Wet Beleggingsinstellingen een vacuüm op zal heffen op het gebied van regelgeving. Met betrekking tot de externe financiële verslaggeving is het met name van belang dat in dat geval ook de niet onder Titel 8, Boek 2, BW vallende beleggingsinstellingen hun jaarrekening zoveel mogelijk op moeten maken met inachtneming van de daar opgesomde eisen. Deze zullen dan de minimumeisen vormen waaraan de verslaggeving van beleggingsinstellingen zal moeten voldoen. Daarnaast bevat het wetsontwerp zeer gedetailleerde voorschriften die verder gaan dan hetgeen op grond van Titel 8 wordt verlangd. Sommige van deze bepalingen geven o.i. een minder wenselijke richting aan waarin de verslaggeving van beleggingsinstellingen zich zou kunnen ontwikkelen. Met name voor onroerend-goedinstellingen is de vereiste mate van detailtering in de verslaggeving zeer hoog. Over het algemeen wordt een doeltreffende informatierverschaffing aan belanghebbenden echter niet in de eerste plaats bereikt door het verstrekken van een overvloed aan gegevens. Het NIVRA (1978, p. 1) wijst dan ook op het gevaar dat bij een informatieoverkill de essentiële zaken minder goed naar voren kunnen komen.

9. JAARVERSLAGENONDERZOEK

8.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden de resultaten van het jaarverslagenonderzoek weer-gegeven. Wij hebben de jaarverslagen onderzocht van 33 aan de Amsterdamse Effectenbeurs genoteerde beleggingsinstellingen welke betrekking hadden op het verslagjaar 1984; indien de beleggingsinstelling een gebroken boekjaar had, werd het verslag over 1984/85 onderzocht. Een lijst met beleggingsin-stellingen waarvan de jaarverslagen zijn onderzocht is opgenomen in bij-lage 2.

Het onderzoek was gericht op de belangrijkste in het theoretische deel naar voren gekomen elementen. De onderzoeksresultaten ten aanzien van deze elementen zijn ondergebracht in de paragrafen Waardering, Resultaatbepa-ling en Overige aspecten. Allereerst wordt echter een overzicht gegeven van enkele karakteristieke eigenschappen van de onderzochte beleggingsin-stellingen.

8.2 Enkele karakteristieke eigenschappen

Classificatie van de onderzochte beleggingsinstellingen naar soort beleg-gingsobject levert de in onderstaande tabel weergegeven indeling op. Daar-bij is uitgegaan van het beleggingsobject waarin in hoofdzaak wordt be-leggd.

Tabel 8.2.1 Beleggingsinstellingen naar beleggingsobject

Aandelen	Vastrentende waarden	Mix van aandelen en obligaties	Onroerend goed	Totaal
19	5	3	6	33

De nadruk van het beleggingsbeleid van de onderzochte beleggingsinstel-lingen blijkt uit tabel 8.2.2.

Tabel 8.2.2 Beleggingsinstellingen en nadruk beleggingsbeleid

Waarestijgingen	Beleggings-inkomsten	Beide	Onbekend	Totaal
10	10	8	5	33

Gegevens over vestigingsplaats, rechtsvorm, kapitalisatie en fiscale sta-tus zijn opgenomen in tabel 8.2.3.

Tabel 8.2.3 Beleggingsinstellingen naar vestigingsplaats, rechtsvorm,, kapitalisatie en fiscale status

	Vestigings-plaats	Rechtsvorm	Kapitali-satie	Fiscale status
Vestigingsplaats				
- Nederland	15			
- Nederl. Antillen	8			
- Overige buitenland	10			
Rechtsvorm				
- N.V. (Nederlands)		10		
- N.V. (Antilliaans)		8		
- Buitenl. rechtsvorm		9		
- Beleggingsfondsen		6		
Kapitalisatie				
- Open-end			28	
- Closed-end			5	
Fiscale status				
- fisc. beleg. instell.				12
- geen fisc. beleg. inst.				3
- buitenl./Antilliaans				18
	33	33	33	33

Dit deze tabel blijkt o.a. dat van de onderzochte beleggingsinstellingen er slechts 10 onder het regime van Titel 8, Boek 2, BW vallen. Voor de overige bestaat in Nederland momenteel geen regelgeving met betrekking tot de externe financiële verslaggeving. Het Fondsenreglement van de Vereni-ging voor de Effectenhandel is uiteraard wel van toepassing. Tevens blijkt dat het merendeel van de onderzochte Nederlandse beleggingsinstellingen gebruik maakt van de fiscale faciliteiten die voor beleggingsinstellingen ex art. 28 Vpb zijn gecreëerd.

8.3 Waardering

In 25 van de onderzochte jaarrekeningen worden de waarderingsgrondslagen uiteengezet; bij 8 jaarrekeningen is dit niet het geval, maar kunnen uit overige gegevens de grondslagen voor waardering wel worden afgeleid. Een overzicht van waarderingsgrondslagen voor beleggingen wordt in de volgen-de tabel gegeven. Een beleggingsinstelling kan daarbij in meerdere soorten beleggingsobjecten beleggen.

Tabel 8.3.1 Waarderingsgrondelagen

	Courante effecten	Incourante effecten	Onroerend goed	Hypothe-ken	Diver-sen	Totaal
Marktwaarde	35				3	38
Aanschafwaarde						0
Lagere van aan-schaf- en markt-waarde				1		1
Benaderde markt-waarde		8	6	1	1	16
	35	8	6	2	4	55

Met uitzondering van de beleggingen in hypotheke worden alle beleggingen tegen marktwaarde of benaderde marktwaarde gewaardeerd. Deze uitkomst is in overeenstemming met de door ons in hoofdstuk 4 uitgesproken voorkeur ten aanzien van de waardering van beleggingen van beleggingsinstellingen.

Voor de marktwaarde van courante effecten (aandelen en obligaties) wordt in alle gevallen de beurskoers gehanteerd. Bij acht beleggingsinstellingen wordt vermeld dat belegd wordt in incurante effecten. In al deze gevallen stelt de directie de marktwaarde van de effecten vast, waarbij gebruik wordt gemaakt van:

- de laatste biedprijs
- het gemiddelde van de laatste bied- en laasprijs
- gegevens van effectenmakelaars
- de intrinsieke waarde
- de waarde van vergelijkbare effecten

1
2
2
2
1
8

Benadering van de marktwaarde van onroerend goed vindt in 5 gevallen plaats door middel van taxatie. In 4 gevallen wordt deze taxatie door een onafhankelijk deskundige verricht, en in één geval door een onafhankelijk deskundige en de directie gezamenlijk. In 4 gevallen wordt jaarlijks getaxeerd; in één geval tweejaarlijks. Verder wordt bij één onroerend-goedinstelling de marktwaarde benaderd door de rendementswaarde, welke wordt verkregen door kapitalisatie van de verwachte huuropbrengsten tegen netto-rendementspercentages.

Geconcludeerd kan worden dat in alle onderzochte gevallen waarin de marktprijs werd geschat, uiteen werd gezet hoe deze schatting werd bepaald en van welke leeftijd ze was.

Bij 2 beleggingsinstellingen vindt belegging plaats in door de overheid gegarandeerde hypothecaire vorderingen. Bij één van deze wordt niet vermeld hoe de marktwaarde wordt benaderd; bij de ander wordt gewaardeerd tegen nominale waarde minus een nog niet geamortiseerd deel van het disagio bij verkrijging, of lagere marktwaarde. Deze waarderingsmethode leidt ertoe dat nooit hoger gewaardeerd wordt dan marktwaarde, maar dat lagere waardering wel mogelijk is.

8.4 Resultaatbepaling

8.4.1 Verwerking van beleggingsresultaten

Er is onderzocht op welke wijze beleggingsinstellingen beleggingsresultaten in de jaarrekening verwerken. Hierbij is een classificatie naar soort beleggingsobject aangehouden.

Tabel 8.4.1 Verwerking van beleggingsinkomsten

	Aandelen	Aandelen en obligaties	Vastrentende waarden	Onroerend goed	Totaal
Via resultaat	19	3	5	6	33
Via vermogen	0	0	0	0	0
	19	3	5	6	33

Bovenstaande tabel toont zeer duidelijk aan dat alle onderzochte beleggingsinstellingen de beleggingsinkomsten via het resultaat verwerken, ongeacht het soort beleggingsobject.

In één van de onderzochte jaarrekeningen wordt het in de afgifte prijs van nieuw uitgegeven aandelen begrepen winstbestanddeel -agio- tot de beleggingsinkomsten gerekend en als winst aangemerkt. Deze beleggingsinstelling hanteert een uitkeringsegalisatierekening, waardoor het voor uitkering bestemde bedrag per aandeel ongeacht het aantal uitstaande aandelen gelijk blijft. Toepassing van een egalisatierekening kan echter niet van invloed zijn op de hoogte van het resultaat; het is onjuist om agio tot het resultaat te rekenen.

In onderstaande tabellen wordt aangegeven op welke wijze de onderzochte beleggingsinstellingen waardeveranderingen verwerken.

Tabel 8.4.2 Verwerking van opgetreden waardeveranderingen naar beleggingsobject

	Aandelen	Aandelen en obligaties	Vastrentende waarden	Onroerend goed	Totaal
A	9	2	4	5	20
B	7	0	0	0	7
C	3	1	1	1	6
	19	3	5	6	33

A: gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen via het vermogen
 B: gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen via het resultaat
 C: gerealiseerde waardeveranderingen via het resultaat en de mutatie in de ongerealiseerde waardeveranderingen via het vermogen.

Uit tabel 8.4.2 blijkt dat het merendeel van de onderzochte beleggingsinstellingen (27) gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen op dezelfde wijze verwerkt, terwijl 6 beleggingsinstellingen een gesplitste verwerking toepassen. Van de 27 verwerken slechts 7 beleggingsinstellingen alle waardeveranderingen via het resultaat. Het betreft hier allemaal beleggingsinstellingen die uitsluitend in aandelen beleggen. 20 van de onderzochte beleggingsinstellingen verwerken alle waardeveranderingen via het vermogen.

Tabel 8.4.3 Verwerking van opgetreden waardeveranderingen naar fiscale status en vestigingsplaats

	Nederland		Buitenland	Totaal
	fiscale bel.inst.	geen fisc. bel.inst.		
A	11	3	6	20
B	0	0	7	7
C	1	0	5	6
	12	3	18	33

A, B en C: zie tabel 8.4.2

Uit voorgaande tabel blijkt dat geen enkele van de onderzochte Nederlandse beleggingsinstellingen -of zij nu een fiscale beleggingsinstelling is of niet- alle waardeveranderingen via het resultaat verwerkt; het betreft hier uitsluitend buitenlandse beleggingsinstellingen. Voor wat betreft de Nederlandse beleggingsinstellingen kan niet geconcludeerd worden dat de fiscale status van invloed is op de bedrijfseconomische resultaatbepaling.

Indien de tabellen 8.4.1, 8.4.2 en 8.4.3 in samenhang worden beschouwd, blijkt dat slechts 7 buitenlandse beleggingsinstellingen die beleggen in aandelen alle elementen van het beleggingsresultaat op dezelfde wijze -via het resultaat- verwerken. Deze verwerkingswijze komt overeen met de door ons in hoofdstuk 5 uitgesproken voorkeur.

Tabel 8.4.4 Onderscheid gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen

	Aandelen	Aandelen en obligaties	Vastrentende waarden	Onroerend goed	Totaal
Gescheiden vermeld	14	2	1	2	19
Niet gescheiden vermeld	5	1	4	4	14
	19	3	5	6	33

Van de onderzochte beleggingsinstellingen worden bij 19 gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen afzonderlijk vermeld, terwijl bij 14 beleggingsinstellingen dit onderscheid niet wordt gemaakt. Zoals in hoofdstuk 5 naar voren is gekomen is het onderscheid tussen gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen irrelevant, tenzij het onroerend-goedinstellingen betreft. Het is daarom opmerkelijk dat van alle beleggingsinstellingen welke *niet* in onroerend goed beleggen er 17 het genoemde onderscheid wel aanbrengen en 10 niet, terwijl het omgekeerde het geval is bij onroerend-goedinstellingen; 4 van de 6 maken geen onderscheid op grond van het realisatieprincipe.

Volgens de interpretatie van Burgert en Timmermans (1985, p. 546) van art. 401 lid 2, Boek 2, BW zouden positieve en negatieve koersverschillen afzonderlijk moeten worden vermeld. Deze interpretatie vindt bij de onderzochte beleggingsinstellingen welke onder Titel 8 vallen geen navolging.

8.4.2 Kosten

De wijze waarop kosten in de onderzochte jaarrekeningen worden verwerkt is in tabel 8.4.5 weergegeven.

Tabel 8.4.5 Verwerking van kosten

	Verwerking via vermogen	Verwerking via resultaat	Gedeeltelijk via vermogen en via resultaat	Totaal
Kosten van vermogens-beheer	1	29	3	33
Alle overige kosten	0	31	2	33

Niet alle onderzochte beleggingsinstellingen verwerken kosten uitsluitend via het resultaat. Verwerking van kosten via het vermogen komt alleen voor in gevallen waarin waardeveranderingen ook via het vermogen worden verwerkt. Hieraan kunnen twee gedachten ten grondslag liggen. In de eerste plaats kan men beargumenteren dat de kosten die betrekking hebben op het beheer van het vermogen ook ten laste van dat vermogen moeten worden gebracht. In de tweede plaats kan de gedachte voorkomen dat de kosten van het totale beleggingsapparaat toegerekend moeten worden aan zowel beleggingsinkomsten als opgetreden waardeveranderingen. Deze op zich juiste gedachtengang leidt o.t. tot minder juiste consequenties indien beleggingsinkomsten en waardeveranderingen niet op dezelfde wijze worden verwerkt. Verwerking van kosten via het vermogen lijkt ons alleen acceptabel indien de totale beleggingsprestatie in het vermogen wordt gerepresenteerd en er geen resultatenrekening is.

Bij 2 van de 6 onroerend-goedinstellingen vindt afschrijving plaats op onroerend goed. In het ene geval vindt dit plaats op basis van de aanschafwaarde, en in het andere geval op basis van marktwaarde.

In geen van de onderzochte jaarrekeningen komen transactiekosten afzonderlijk tot uitdrukking.

8.5 Overige aspecten

In deze paragraaf komen de resultaten van de diverse resterende onderzoekspunten aan de orde, welke niet direkt met waardering of resultaatbepaling te maken hebben. Achtereenvolgens worden de onderzoeksresultaten behandeld ten aanzien van:

- informatie over doelstelling en beleggingsbeleid;
- portefeuille-overzichten;
- historische overzichten;
- de Staat van Herkomst en Besteding der Middelen (SHBM-overzicht).

8.5.1 Informatie over doelstelling en beleggingsbeleid

In tabel 8.5.1 wordt weergegeven in hoeveel onderzochte jaarverslagen informatie over doelstelling en beleggingsbeleid is opgenomen.

Tabel 8.5.1 Informatie over doelstelling en beleggingsbeleid

	wel uiteengezet	niet uiteengezet
doelstelling	23	10
gevoerde beleggingsbeleid	30	3
te voeren beleggingsbeleid	25	8
algemene beschouwing over markt en economie	31	2

Uit tabel 8.5.1 blijkt dat niet alle onderzochte beleggingsinstellingen de doelstelling uiteenzetten, terwijl informatie over de doelstelling voor de (potentiële) belegger juist relevant kan zijn, zoals is opgemerkt in hoofdstuk 5. Ook een verbale verantwoording over het gevoerde beleid en informatie over het te voeren beleid in de toekomst komt niet in alle gevallen voor.

8.5.2 Portefeuille-overzichten

Zoals is vastgesteld in hoofdstuk 5 kan inzicht in de samenstelling van de beleggingsportefeuille relevante risico-informatie verschaffen aan de belegger. Daarom is onderzocht hoeveel beleggingsinstellingen een portefeuille-overzicht in het jaarverslag hebben opgenomen, en naar welke criteria dit overzicht wordt ingedeeld. De resultaten hiervan zijn opgenomen in onderstaande tabel.

Tabel 8.5.2 Portefeuille-overzichten

	wel opgenomen	niet opgenomen	irrelevant
portefeuille-overzicht	31	2	-
naar welke criteria ingedeeld?			
- naar beleggingsobject	15	-	16
- naar geografisch gebied	19	3	9
- naar bedrijfstak	19	6	6
- naar soort onroerend goed	5	1	27
overzicht van (belangrijke) aan- en verkopen	21	12	-

De twee beleggingsinstellingen die in hypothecaire vorderingen beleggen hebben beide geen portefeuille-overzicht opgenomen. Dit is uit hoofde van risico-informatie ook minder relevant, omdat deze vorderingen in beide gevallen door de overheid gegarandeerd zijn. Indien er in meerdere beleggingsobjecten wordt belegd is een indeling naar beleggingsobject in alle gevallen gevolgd. Indeling naar geografisch gebied en bedrijfstak vindt niet in alle gevallen plaats. Onroerend-goedinstellingen geven in vrijwel alle onderzochte jaarverslagen een indeling naar soort onroerend goed, zoals winkelpanden, kantoorpanden, woonhuizen e.d. Tot de 12 beleggingsinstellingen welke geen overzicht van belangrijke aan- en verkopen geven behoren 5 onroerend-goedinstellingen. Een mogelijke verklaring hiervoor kan zijn dat in onroerend goed minder frequent of niet wordt gehandeld, zodat een dergelijk overzicht niet altijd nodig is.

8.5.3 Historische overzichten

In hoofdstuk 5 is naar voren gekomen dat informatie over de variabiliteit van de rendementen over een reeks perioden een indicatie kan geven over het risico. Daarom is onderzocht hoeveel beleggingsinstellingen historische gegevens over de waarde/koers van het aandeel en de verrichte uitkeringen per aandeel in het jaarverslag hebben opgenomen. Tabel 8.5.3 geeft hiervan een overzicht.

Tabel 8.5.3 Historische overzichten

ontwikkeling waarde en dividend per aandeel	ontwikkeling waarde per aandeel	ontwikkeling dividend per aandeel	geen historische overzichten	totaal
17	6	1	9	33

Van de beleggingsinstellingen die alléén de informatie over de ontwikkeling van de waarde per aandeel geven, keren twee geen winst uit, zodat informatie over het dividend per aandeel in die gevallen irrelevant is. Opvallend is dat 9 beleggingsinstellingen in het geheel geen historische overzichten opnemen.

Uit tabel 8.5.4 blijkt dat de historische overzichten voornamelijk betrekking hebben op een periode van 5 tot 10 jaar.

Tabel 8.5.4 Aantal jaren waarop historische overzichten betrekking hebben

4	5	8	10	13	14	16	18	20	totaal
2	9	1	6	2	1	1	1	1	24

8.5.4 SHBM-Overzicht

In 5 gevallen is een SHBM-overzicht aangetroffen. Het betreft hier 4 onroerend-goedinstellingen, waarvan er 3 de open-end kapitalisatie bezitten. Aangezien onroerend-goedinstellingen in hogere mate gefinancierd worden met vreemd vermogen dan de overige beleggingsinstellingen, is deze liquiditeitsinformatie juist hier van belang voor de kredietverschaffers. Ook voor de *beleggers* in een open-end onroerend-goedinstelling is liquiditeitsinformatie van belang, omdat de beleggingsinstelling in alle gevallen in staat moet zijn de aangeboden aandelen in te nemen. Met het verschaffen van een SHBM-overzicht wordt een belangrijke bijdrage geleverd aan het inzicht in de liquiditeit van de beleggingsinstelling.

9. SAMENVATTING EN CONCLUSIES

9.1 Doelstelling

De doelstelling van externe financiële verslaggeving van beleggingsinstellingen is o.i. het verschaffen van informatie die bruikbaar is voor de belegger voor het nemen van beleggingsbeslissingen. Hiertoe moet de belegger geïnformeerd worden over waarde, rendement en risico van zijn belegging, zodat hij:

- kan beoordelen hoe zijn belegging zich heeft ontwikkeld;
- de prestatie van de beleggingsinstelling kan vergelijken met prestaties van beleggingsalternatieven;
- de kwaliteit van het beheer kan beoordelen.

9.2 Waardering

9.2.1 Theorie.

Als meest juiste waarderingsgrondslag voor beleggingen van een beleggingsinstelling geldt waardering tegen marktwaarde. Bij marktwaardering:

- kunnen waardeveranderingen tot uitdrukking worden gebracht wanneer ze optreden;
- geeft de waarde van de beleggingen een juiste indicatie van de aan de beleggingsinstelling ter beschikking staande middelen, en is de omvang van het vermogen vergelijkbaar met het in alternatieve richtingen aanwendbare bedrag;
- is het rendement op deze basis vergelijkbaar met het rendement dat bij alternatieve aanwending van het vermogen behaald kan worden;
- wordt in de verslaggeving aansluiting gevonden met de grondslag die gebruikt wordt bij het besluitvormingsproces waarmee het actieve beleggen gepaard gaat.

9.2.2 Regelgeving

Titel 8, Boek 2, BW vermeldt uitdrukkelijk dat een beleggingsmaatschappij haar beleggingen tegen marktwaarde mag waarderen. Ook in IAS 25 wordt marktwaardering toegestaan. In het wetsontwerp Beleggingsinstellingen wordt voorgeschreven dat de waarde van het beleggingsvermogen moet worden bepaald op basis van waarderingsgrondslagen die voldoen aan normen die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd. Tevens moeten beleggingsinstellingen hun jaarrekening zoveel mogelijk opmaken met inachtneming van Titel 8, Boek 2, BW. In geen van de genoemde regelingen wordt marktwaardering dwingend voorgeschreven.

9.2.3 Praktijk

In op één na alle gevallen wordt marktwaarde als waarderingsgrondslag voor beleggingen gehanteerd. In de gevallen waarin geen objectieve marktprijs aanwezig was, werd deze benaderd. Bij onroerend goed vond deze benadering veelal plaats door taxatie van een onafhankelijke deskundige.

9.2.4 Evaluatie

Uit het bovenstaande blijkt duidelijk dat er een hoge mate van overeenstemming bestaat tussen theorie, regelgeving en praktijk op het gebied van waardering van de beleggingen van een beleggingsinstelling.

9.3 Resultaatbepaling

9.3.1 Theorie

Het resultaat moet o.i. de uitkomsten van de beleggingsactiviteiten weergeven. Deze zijn gericht op het behalen van beleggingsinkomsten en waardeveranderingen, zodat beide elementen gezamenlijk als resultaat moeten worden getoond. Dit kan het best tot uitdrukking worden gebracht door zowel beleggingsinkomsten als opgetreden waardeveranderingen in de resultatenrekening op te nemen.

In de fiscale wetgeving is de winstbepaling gericht op de vaststelling van de hoogte van het bedrag dat uitgekeerd moet worden om in aanmerking te komen voor het nul-tarief van de vennootschapsbelasting. Ook in de bedrijfseconomische winstbepaling in Nederland wordt vaak de nadruk gelegd op uitkeerbaarheid van het resultaat. Aangezien opgetreden waardeveranderingen veelal niet voor uitkering bestemd zijn, zouden deze niet in het resultaat mogen worden opgenomen. In deze gedachtengang moeten waardeveranderingen in het vermogen worden verwerkt. Wij achten resultaatbepaling gericht op uitkeerbaarheid niet toereikend voor beleggingsinstellingen, omdat het resultaat op deze wijze de uitkomsten van de beleggingsactiviteiten niet volledig weergeeft. Welk deel van het totale resultaat bestemd is voor uitkering is een vraagstuk van winstbestemming, en niet van winstbepaling.

Het onderscheid tussen gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen heeft geen informatieve waarde, tenzij het waardeveranderingen van onroerend goed betreft. Bij courante effecten is realisatie geen kritische activiteit en worden terzake van zowel gerealiseerde als ongerealiseerde waardeveranderingen dezelfde koersrisico's gelopen. Bij onroerend goed daarentegen is het realisatieprincipe wel van belang. Ongerealiseerde waardeveranderingen van dit beleggingsobject zijn gebaseerd op (subjectieve) taxatie en zijn veelal niet direkt realiseerbaar.

9.3.2 Regelgeving

Art. 401 lid 2 van Titel 8, Boek 2, BW staat beleggingsmaatschappijen toe koersverschillen via de reserves te verwerken. Daarbij behoeft geen onderscheid gemaakt te worden tussen gerealiseerde en ongerealiseerde koersverschillen. De aldaar gebezigde formulering sluit verwerking via het resultaat niet uit, met dien verstande dat ongerealiseerde waardeveranderingen niet via de winst- en verliesrekening mogen worden verwerkt.

Evenals onder Titel 8 mogen onder IAS 25 waardeveranderingen via het vermogen worden verwerkt, mits gerealiseerde waardeveranderingen niet uitgekeerd mogen worden. Ongerealiseerde waardeinstijgingen van beleggingen op lange termijn mogen, op enkele uitzonderingen na, niet via de winst- en verliesrekening worden verwerkt. Voor overige waardeveranderingen is deze mogelijkheid wel aanwezig.

Volgens het wetsontwerp Beleggingsinstellingen moeten zowel gerealiseerde als ongerealiseerde waardeveranderingen tot uitdrukking worden gebracht in een in het vermogen opgenomen herwaarderingsreserve. Verder moeten de totalen van de gerealiseerde vermogenswinsten en -verliezen worden vermeld, zodat gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen afzonderlijk blijken.

9.3.3 Praktijk

Beleggingsinkomsten worden in alle onderzochte gevallen via het resultaat verwerkt. Verwerking van waardeveranderingen vindt daarentegen op verschillende manieren plaats. Van de in het onderzoek betrokken beleggingsinstellingen verwerkt 79% (26) opgetreden waardeveranderingen niet op dezelfde wijze als beleggingsinkomsten. Opmerkelijk is dat de 7 beleggingsinstellingen die waardeveranderingen en beleggingsinkomsten beide via het resultaat verwerken aandelenfondsen zijn die in het buitenland gevestigd zijn. Geen enkele Nederlandse beleggingsinstelling verwerkt alle waardeveranderingen via het resultaat; dit geldt zowel voor fiscale als niet-fiscale beleggingsinstellingen.

Het merendeel van de onderzochte beleggingsinstellingen verwerkt gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen op dezelfde wijze. In 58% van de gevallen worden gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen echter wel afzonderlijk vermeld. Bij onroerend-goedinstellingen vindt dat in 33% van de gevallen plaats, bij de overige beleggingsinstellingen is dat percentage 63.

9.3.4 Evaluatie

De door ons vanuit theoretisch gezichtspunt voorgestane wijze van resultaatbepaling vindt in regelgeving en praktijk slechts in geringe mate navolging. Volgens Titel 8 en IAS 25 mogen niet alle waardeveranderingen via het resultaat worden verwerkt; volgens het wetsontwerp Beleggingsinstellingen mogen helemaal geen waardeveranderingen via het resultaat worden verwerkt. Uit het onderzoek is naar voren gekomen dat slechts 21% van de onderzochte beleggingsinstellingen de door ons voorgestane methode van resultaatbepaling volgt. Opmerkelijk is dat onroerend-goedinstellingen in mindere mate onderscheid maken tussen gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen dan de overige beleggingsinstellingen, terwijl het realisatieprincipe voor eerstgenoemde instellingen van meer belang is.

9.4 Slotbeschouwing

Het voorgaande toont aan dat er op het gebied van resultaatbepaling van beleggingsinstellingen minder overeenstemming bestaat dan op het gebied van waardering het geval is. Over de verwerking van waardeveranderingen wordt verschillend gedacht, hetgeen ook tot uitdrukking komt in de verscheidenheid van de in de praktijk gehanteerde methoden. Deze verscheidenheid wordt niet in de weg gestaan door regelgeving. Op het gebied van beleggingsinstellingen is weinig regelgeving aanwezig, welke daarenboven niet specifiek ter regulering van de verslaggeving van beleggingsinstellingen in het leven is geroepen. Daarnaast valt slechts een beperkt deel van de in Nederland opererende beleggingsinstellingen onder jurisdictie van de bestaande regelgeving: slechts 10 van de onderzochte beleggingsinstellingen zijn onderworpen aan de bepalingen van Titel 8, Boek 2, BW.

Tenslotte zijn wij van mening dat een grotere uniformiteit in de externe verslaggeving van beleggingsinstellingen wenselijk is. Dit zal een belangrijke bijdrage kunnen leveren aan het inzicht in en de vergelijkbaarheid van de aan de belegger ter beschikking staande beleggingsalternatieven. Theorievorming en adequate regelgeving kunnen hiertoe een eerste aanzet zijn.

BIJLAGE 1: ENKEL ARTIKEL EN UIT DE ONTWERP-WET BELEGGINGSINSTELLINGEN

Artikel 37

Het beleggingsregime dient in te houden dat:

- a. de waarde van het beleggingsvermogen wordt bepaald op basis van waarderingsgrondslagen die voldoen aan normen die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd;
- b. de waarde van het beleggingsvermogen tenminste eenmaal in de veertien dagen wordt berekend indien het beleggingsvermogen geheel of ten dele uit effecten bestaat, en in andere gevallen wordt berekend met de bij algemene maatregel van bestuur bepaalde periodiciteit.

Artikel 38

1. Het beleggingsregime dient in te houden dat de beleggingsinstelling aan de deelnemers en certificaathouders tenminste uitbrengt:

- a. niet later dan zes maanden na afloop van elk boekjaar een jaarrekening dan wel een overzicht van het beleggingsvermogen en een staat van baten en lasten over de verslagperiode, met toelichting, zoveel mogelijk opgemaakt met inachtneming van de Titel Jaarrekening in Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek;

- b. niet later dan drie maanden na afloop van het eerste halfjaar van elk boekjaar, een tussentijdse bericht over dat halfjaar.

2. Het beleggingsregime dient in te houden dat de in het eerste lid, onder a, bedoelde stukken tenminste bevatten:

- a. de namen, adressen en telefoonnummers van de beleggingsinstelling en de beleggingslichamen, met uitzondering van de bewaarder indien de beleggingsinstelling een beleggingsinstelling in de zin van artikel 1.3.1° is;
- b. de grondslagen waarop de waardering van de activa en passiva en de bepaling van het resultaat berusten;
- c. de waarde van het beleggingsvermogen per deelneming aan het begin en het einde van de verslagperiode;
- d. het aantal der aan het begin en het einde van de verslagperiode uitstaande deelnemingen en certificaten, voorzover mogelijk met vermelding van het nominale bedrag;
- e. een onderverdeling van het beleggingsvermogen naar het op de deelnemingen gestorte vermogen, de herwaarderingsreserve, en de overige reserves, waarbij in de herwaarderingsreserve tot uitdrukking worden gebracht:

1°. het saldo van de vermogenswinsten en -verliezen, onderverdeeld naar de bij algemene maatregel van bestuur bepaalde soorten van beleggingsobjecten;

2°. mutaties in het vermogen ten gevolge van veranderingen in de grondslagen van de winstberekening;

f. een volledige lijst van de beleggingen aan het einde van de verslagperiode, zoveel mogelijk onderverdeeld naar:

- 1°. soorten van beleggingsobjecten als omschreven bij algemene maatregel van bestuur;
- 2°. geografische spreiding;
- 3°. spreiding over economische sectoren;
- 4°. de valuta's met vermelding van omrekeningskoersen;
- g. de vermelding van de waarde van elke soort van beleggingsobjecten en het percentage van de waarde van het beleggingsvermogen dat daardoor wordt gevormd, een en ander met een afzonderlijke opgave betreffende de effecten die geen officiële beursnotering hebben;

- h. een overzicht van de vorderingen en verplichtingen;
- i. de bedingen van opgenomen of verstrekte leningen;

j. een specificatie van de ten laste van het beleggingsvermogen gebrachte belastingen, vergoedingen en beloningen van de beleggingslichamen, alsmede andere kosten, met vermelding van het percentage dat het totaalbedrag daarvan vormt van de waarde van het gemiddelde beleggingsvermogen over de verslagperiode;

k. de totalen van verkrijgingen en vervreemdingen, een en ander onderverdeeld naar de onder f, 1°, bedoelde soorten van beleggingsobjecten, alsmede een overzicht van de transacties met eenenzelfde wederpartij of tussenpersonen indien daarmede een bedrag is gemoeid dat meer dan vijf procent uitmaakt van de waarde van het beleggingsvermogen aan het einde van de verslagperiode, alsmede de daarbij berekende kosten;

l. de totalen van de gerealiseerde vermogenswinsten en -verliezen;

m. de totalen van de opbrengsten aan dividenden, interesten en andere inkomsten;

n. de totalen van de winsten en verliezen op valutatransacties;

o. de totalen van afgifte en terugneming van deelnemingen en certificaten, voorzover mogelijk met vermelding van het nominale bedrag;

p. de in totaal, alsmede per deelneming en per certificaat, over de verslagperiode uitgekeerde of alsnog uit te keren opbrengst, met vermelding van de wijze van berekening daarvan, waarbij dient te worden aangegeven in hoeverre de uitgekeerde winst is ontstaan door waardevermeerdering van beleggingen;

q. de gegevens van belang voor de deelnemers voorzover nodig met het oog op hun belastingaangifte in Nederland;

r. indien inkomsten op de deelnemingen of certificaten worden gegarandeerd, de naam, de rechtsvorm, het adres en het telefoonnummer van de garanderen instelling alsmede gegevens betreffende de aard, de werkzaamheden en de vermogenspositie daarvan;

s. een beschouwing omtrent het beleggingsbeleid.

3. Het beleggingsregime dient in te houden dat de in het eerste lid, onder b, bedoelde tussentijdse berichten zoveel mogelijk overeenkomstige gegevens bevatten als die bedoeld in het tweede lid, onder a tot en met g en p tot en met s.

Artikel 39

1. Voor zover het beleggingsvermogen bestaat uit onroerende goederen of rechten ten aanzien daarvan is artikel 38, tweede lid, onder f, g en k, niet van toepassing.

2. Voor zover het beleggingsvermogen bestaat uit onroerende goederen of rechten ten aanzien daarvan, dient het beleggingsregime in te houden dat de in artikel 38, eerste lid, onder a, bedoelde stukken betreffende elk goed vermelden:

- a. de ligging en de oppervlakte;
- b. voor zover van toepassing, het bouwjaar;
- c. de bestemming;
- d. de aard van de tot het beleggingsvermogen behorende rechten;
- e. voor zover het betreft erfpacht, het bedrag van de jaarlijks te betalen canon, alsmede, voor zover de canon binnen tien jaar kan worden herzien, de tijdstippen en de wijze waarop deze herziening kan plaatsvinden;
- f. voor zover het betreft andere rechten dan erfpacht, voor zover deze andere rechten binnen tien jaar kunnen worden herzien, zoveel mogelijk overeenkomstige gegevens als bedoeld onder e.

3. Voor zover het beleggingsvermogen bestaat uit onroerende goederen of rechten ten aanzien daarvan, dient het beleggingsregime in te houden dat de in artikel 38, tweede lid, onder a, bedoelde stukken een lijst van die goederen of rechten aan het einde van de verslagperiode bevatten, welke lijst ten minste naar één van de in artikel 38, tweede lid, onder f, bedoelde maatstaven is onderverdeeld en per groep vermeldt:

- a. hypotheken en andere aan de goederen verbonden verplichtingen;
- b. het gevolgde afschrijvingsstelsel, waaronder het bedrag dat per jaar wordt afgeschreven en het totale bedrag dat aan het einde van de verslagperiode is afgeschreven;
- c. de in de verslagperiode betaalde kosten, onderverdeeld naar onderhoudskosten, belastingen en retributies, met vermelding of en zo ja in hoeverre de onderhoudskosten ten laste van een onderhoudsreserve zijn gebracht;
- d. door leegstand gederfde huurinkomsten indien deze vijf procent van de totale huurwaarde van alle tot het beleggingsvermogen behorende goederen te boven gaan;
- e. het ten gunste van de verslagperiode komende huurbedrag, alsmede het daarvan aan het einde van de verslagperiode ontvangen gedeelte;
- f. de kosten van verkrijging;
- g. de taxatiewaarde zoals deze laatstelijk doch niet langer dan vijf jaar geleden door een externe deskundige is bepaald;
- h. indien de onder g bedoelde taxatie niet in de loop van de verslagperiode is geschied, tevens een taxatie door de beheerder aan het einde van de verslagperiode;
- i. de maatstaven volgens welke taxatie heeft plaatsgevonden;
- j. het percentage van de waarde van het beleggingsvermogen dat door de waarde van die groep wordt gevormd.

4. Bij de ingevolge het derde lid, onder a, te verstrekken gegevens dient tevens te worden vermeld betreffende alle contracten met dezelfde huurder, welke te zamen meer dan tien procent van het totale huurbedrag van alle goederen vertegenwoordigen:

- a. de percelen of gedeelten daarvan waarop deze huurcontracten betrekking hebben;
- b. de duur van de betrokken huurcontracten.

**BIJLAGE 2: OVERZICHT VAN DE IN HET JAARVERSLAGENONDERZOEK BETROKKEN
BELEGINGSINSTELLINGEN**

Aandelen	Netto-actief * f 1000,—
1. Robeco N.V.	7.309.145
2. Rolinco N.V.	4.091.877
3. Chemical Fund, Inc.	2.972.476
4. Technology Fund, Inc.	2.087.673
5. Unifonds	1.787.504
6. The Japan Fund, Inc.	957.748
7. Tokyo Pacific Holdings N.V.	846.462
8. Fondak	732.782
9. Sci/Tech S.A.	624.580
10. Leveraged Capital Holdings N.V.	586.691
11. Tokyo Pacific Holdings (Seaboard) N.V.	435.035
12. Beleggingsmaatschappij OBAM N.V.	306.337
13. Fondis	218.647
14. G.T. Investment Fund S.A.	213.648
15. ABN-aandelenfonds	193.023
16. Amvabel	85.364
17. Universal Fund	82.589
18. Viking Resources International N.V.	34.962
19. New York Industrial Index Fund N.V.	6.025

	23.572.568

Aandelen en obligaties

20. Fondra	582.441
21. Bemco Beleggers Combinaties	39.819
22. N.V. Verenigd Fondsenbezit Uni-invest	8.378

	630.638

Vastrentende waarden

23. Rorento N.V.	4.652.567
24. Algemeen Rentefonds Antillen Alrenta N.V.	1.738.490
25. Equity Mortgage Fund N.V.	65.267
26. Interbonds	8.023
27. Canada Overseas Investment Corporation N.V.	7.962

	6.472.309

Onroerend Goed

28. Rodamco N.V.	1.942.284
29. Wereldhave N.V.	779.085
30. Sarakreek Holding N.V.	663.314
31. Bogamij N.V.	647.354
32. V.I.B. N.V.	500.927
33. Binnenlands Beleggingsfonds "Vast Goed"	108.722

	4.641.686

Totaal Netto-actief * f 1000,—	35.317.201

LITERATUURLIJST

AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS, Audits of Investment Companies, Industry Audit Guide, Second edition, New York, 1979.

BEAVER, W., P. KETTLER e.a., The Association Between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures, Accounting Review, Volume 45, 1970, p. 654-681.

BECKMAN, H., Het nieuwe jaarrekeningenrecht, zevende druk, Kluwer, Deventer, 1986.

BURGERT, R. en C.W.A. TIMMERMANS, De jaarrekening nieuwe stijl, Deel 2, vierde druk, Samsom-Tjeenk Willink, Alphen aan den Rijn, 1985.

CANADIAN INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS, Accounting for Portfolio Investments, a research study, Toronto, 1984.

CHALKLEY, J.C., Calculating the Value of Commercial Property, Certified Accountant, April 1984.

DIJKSMA, J. en J.J. VAN DER GAAG, Berichtgeving van beleggingsinstellingen, Intermediair, 14e jaargang no. 44, 3 november 1978, p. 21 e.v.

EDWARDS, E.O. and PH.W. BELL, The Theory and Measurement of Business Income, Berkeley, 1967.

EIJGENHUIJSEN, H.G., Risico en rendement van aandelenportefeuilles, Stenfert Kroese, Leiden, 1977.

EIJGENHUIJSEN, H.G., Enige aspecten van de financieel-economische verslaggeving door ondernemingen in relatie tot de belegger, Stenfert Kroese, Leiden-Antwerpen, 1981.

EIJGENHUIJSEN, H.G. en L.J. DE MAN, Prestatiemeting en -vergelijking van enige Nederlandse beleggingsfondsen, Bedrijfskunde, jaargang 48, maart 1976, p. 220-233.

FARRELL, J.L. jr., Analyzing Covariation of Returns to Determine Homogeneous Stock Groupings, The Journal of Business, April 1974.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, Statement of Financial Accounting Concepts, no. 1, Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises, Stamford, Connecticut, November 1978.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, Statement of Financial Accounting Standards no. 54, Financial Reporting and Changing Prices: Investment Companies, Journal of Accountancy, April 1982, p. 115-116.

GLOVER, T., Problems in Valuing Property, The Accountant, 3 July 1985, p. 16-17.

HAMELINK, P., Enkele fiscale aspecten van de beleggingsinstelling, Bedrijfskunde, jaargang 55, maart 1983, p. 232-242.

HENDRIKSEN, E.S., Accounting Theory, fourth edition, Irwin, Homewood, Illinois, 1982.

HOEPEN, M.A. VAN, Externe verslaggeving van beleggingsinstellingen, Bedrijfskunde, jaargang 55, maart 1983, p. 223-231.

HOEPEN, M.A. VAN, De waardering van vaste activa in de jaarrekening van ondernemingen, Bijdrage aan FIABCI-congres, Den Haag/Scheveningen, 22-24 september 1983.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE, International Accounting Standard no. 25, Accounting for Investments, London, March 1986.

JENSEN, M.C., Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios, The Journal of Business, April 1969, p. 167-247.

KLAASSEN, J., Het meten van vermogen en winst, Stenfert Kroese, Leiden-Antwerpen, 1985.

KLAASSEN, J. en E. DE WITH, De waardering van vastrentende waarden in de jaarrekening van pensioenfondsen, in: Het Financiële Systeem, Red. A. Klaassen e.a., Stenfert Kroese, Leiden-Antwerpen, 1984.

KLAASSEN, J. en G.H. ZEVENBOOM, De nieuwe jaarverslaggeving, tweede druk, FED, Deventer, 1984.

LIMPERG, Th. jr. en G.L. GROENEVELD, Waarde, Winst en Jaarrekening, Kluwer, Deventer, 1979.

MALKIEL, B.G., The Valuation of Closed-End Investment-Company Shares, The Journal of Finance, June 1977, p. 847-858.

MAREZ OYENS, G.H. DE, Beleggersbelangen en beleggingsinstellingen, Bedrijfskunde, jaargang 55, maart 1983, p. 214-217.

NEDERLANDS INSTITUUT VAN REGISTERACCOUNTANTS, Commentaar op het ontwerp van wet inzake beleggingsinstellingen, Brief aan de bijzondere commissie uit de Tweede Kamer der Staten Generaal voor wetsontwerp 14664, Amsterdam, 23 maart 1978.

NEDERLANDS INSTITUUT VAN REGISTERACCOUNTANTS, Commentaar op het gewijzigd ontwerp van wet inzake beleggingsinstellingen, Brief aan de Vaste Commissie voor Financiën uit de Tweede Kamer der Staten Generaal, Amsterdam, 21 oktober 1982.

REINTS, W.W., Investment Criteria of Open-end Investment Companies: An Empirical Investigation, Dissertation abstract, The Journal of Finance, volume 22, September 1967, p. 490-491.

REINTS, W.W. and P.A. VANDENBERG, A Comment on the Risk Level Discriminatory Powers of the Wiesenberger Classifications, The Journal of Business, volume 46, 1973, p. 278-283.

SCHOLTEN, Th.M., Op het keerpunt van eb en vloed, Bedrijfskunde, jaargang 55, maart 1983, p. 217-222.

SCHOLTEN, Th.M., Beleggingsmaatschappijen in Nederland, in: Het Financiële Systeem, red: A. Klaassen e.a., Stenfert Kroese, Leiden-Antwerpen, 1984.

SCHOONDERBEEK, J.W., Nieuwe wetgeving en waardebeoordeling van onroerend goed, Zadelhoff Zakelijk, 1984, no.1, p. 24-25.

SHARPE, W.F., Portfolio Theory and Capital Markets, New York, 1970.

SHARPE, W.F., Investments, third edition, Prentice Hall, 1985.

SOEST, C. VAN en A. MEERING, Leidraad bij de Belastingstudie, Gouda Quint, Arnhem, 1982.

STERLING, R.R., Theory of the Measurement of Enterprise Income, The university press of Kansas, Lawrence etc., 1970.

TWEEDE KAMER DER STATEN GENERAAL, Bepalingen betreffende beleggingsinstellingen (Wet beleggingsinstellingen), nr. 14664, nrs. 1 t/m 10, 8 maart 1983.

VRIES, N.H. DE en L.W. SILLEVIS, Cursus Belastingrecht (Vennootschapsbelasting), onder redactie van H. Mobach, Gouda Quint, Arnhem, juli 1981.

WYTZES, H.C., Financiële instellingen en markten, Stenfert Kroese, Leiden, 1978.