

Drs. E. Eeftink en Drs. D. Korf

Externe verslaggeving van beleggingsinstellingen*

Inleiding

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.'

* Het hier opgenomen artikel is gebaseerd op Researchmemorandum 1987-4, Externe verslaggeving van beleggingsinstellingen, uit de Serie Researchmemoranda, Faculteit der Economische Wetenschappen, Vrije Universiteit Amsterdam.

Probleemstelling en opzet

In dit artikel wordt ingegaan op de externe financiële verslaggeving van beleggingsinstellingen zoals deze tot uitdrukking komt in de jaarrekening. Het doel van dit artikel is driedelig. 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.

In het theoretische deel wordt eerst een doelstelling voor de verslaggeving van beleggingsinstellingen geformuleerd. Met deze doelstelling als uitgangspunt wordt nagegaan welke grondslag voor waardering en vermogensbepaling, en welke wijze van resultaatbepaling bij beleggingsinstellingen de meest juiste is. 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.

Het empirische deel betreft een onderzoek van 33 jaarverslagen van beleggingsinstellingen, welke genoteerd staan aan de Amsterdamse Effectenbeurs. Het onderzoek was voornamelijk gericht op de toegepaste wijzen van waardering en resultaatbepaling.

Tenslotte 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 Doelstelling van externe verslaggeving van beleggingsinstellingen

Externe financiële verslaggeving is geen doel op zichzelf, maar is bedoeld om informatie te verschaffen die bruikbaar is bij het nemen van economische beslissingen door diverse groepen belanghebbenden (FASB, 1978).

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 milieu-aangelegenheden 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. Veruit de belangrijkste groep belanghebbenden 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. Naast het bovengenoemde moet de beleggingsinstelling ook uit commerciële overwegingen de informatiebehoefte van de belegger bij haar informatieverschaf-

ving als uitgangspunt kiezen. Immers, beleggers zijn tevens (potentiële) cliënten 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. 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.

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.

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.

2 Waardering en vermogensbepaling bij beleggingsinstellingen

2.1 Inleiding

De waarde van een participatie in een beleggingsinstelling wordt grotendeels bepaald door de waarde van het belegde vermogen. De waardering van de beleggingsobjecten staat hierbij centraal. Achtereenvolgens worden drie mogelijke waarderingsgrondslagen besproken, waarbij wordt nagegaan welke de meest juiste is. Tenslotte zal aandacht besteed worden aan het belang van het onderscheid tussen open-end en closed-end beleggingsinstellingen voor de waardering en vermogensbepaling.

2.2 Waarderingsgrondslagen

2.2.1 Marktwaaarde

De marktwaaarde is een weergave van de verwachtingen die de 'markt' heeft ten aanzien van hoogte, timing en onzekerheid van de toekomstige kasstro-

men. 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-effect, 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).

2.2.2 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.

2.2.3 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.

2.2.4 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.

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, zodat deze benaderd zal moeten worden. Bij onroerend goed vindt deze benadering veelal plaats door taxatie.

2.3 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 (Scholten, 1984, p. 153). 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/uittrekkende 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 ondergewaardeerd 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.

3 Prestatiemeting bij beleggingsinstellingen

3.1 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. Deze activiteiten zijn erop gericht beleggingsinkomsten te verwerven en waardeinstijgingen te behalen.

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.

3.2 Rendement

De prestatiemaatstaf rendement is een uitdrukking van het resultaat ten opzichte van het vermogen. De vermogensbepaling op basis van 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. Achtereenvolgens zal aandacht worden besteed aan waardeveranderingen, beleggingsinkomsten en aan een bijzonder aspect van stortingen en terugbetalingen.

3.2.1 Waardeveranderingen

Waardeveranderingen vormen 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 tesamen worden getoond. Dit prestatie-overzicht 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 moge-

lijkheden. 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.

a 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, tast 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 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 (De Vries/Sillevis, 1980, p. 580-587). 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.

b 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 beleggingsinstelling. 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 waardestijging zou vlak voor balansdatum omgezet kunnen worden in een tot het resultaat behorende gerealiseerde waardestijging.

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 direct 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. Eén beste handelwijze is in deze situatie dan ook moeilijk aan te geven.

3.2.2 Beleggingsinkomsten

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 waardestijging in gerealiseerd beleggingsinkomen. Doorgaans vindt de koerscorrectie plaats op het moment van declaratie van het dividend.

Voor een goed inzicht in de beleggingsprestatie moeten ook rente-inkomsten als resultaat worden genomen in de periode waarin de met de rente-uitkering samenhangende waardedaling van de vastrentende waarde optreedt.

Bij het verhuren van onroerend goed is de relatie tussen het vervallen van de huurtermijn en de navenante waardedaling van het onroerend goed veel minder sterk dan bij rente-inkomsten. Huurontvangsten zijn te relateren

aan het ter beschikking stellen van ruimten voor een bepaalde periode, zodat toerekening aan die periode voor de hand ligt.

3.2.3 Stortingen en terugbetalingen

Stortingen van toetredende en terugbetalingen 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 mag worden beïnvloed door toe- en/of uittreding 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.

3.3 *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 dit artikel. 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, en de liquiditeit.

3.3.1 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.

3.3.2 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.

3.3.3 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.

3.3.4 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 die instellingen welke beleggen in illiquide beleggingsobjecten zoals onroerend goed.

4 Jaarverslagenonderzoek

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden de resultaten van het jaarverslagenonderzoek weergegeven. 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 beleggingsinstellingen waarvan de jaarverslagen zijn onderzocht is opgenomen in bijlage 1.

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, Resultaatbepaling en Overige aspecten. Een overzicht van enkele karakteristieke eigenschappen van de onderzochte beleggingsinstellingen wordt in bijlage 2 gegeven.

4.2 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 volgende tabel gegeven. Eén beleggingsinstelling kan daarbij in meerdere soorten beleggingsobjecten beleggen.

Tabel 4.2.1: Waarderingsgrondslagen

	<i>Courante effecten</i>	<i>Incourante effecten</i>	<i>Onroerend goed</i>	<i>Hypothe-ken</i>	<i>Diver-sen</i>	<i>Totaal</i>
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 hypotheeken worden alle beleggin-gen tegen marktwaarde of benaderde marktwaarde gewaardeerd. Deze uit-komst is in overeenstemming met de door ons in hoofdstuk 2 uitgesproken voorkeur ten aanzien van de waardering van beleggingen van beleggingsin-stellingen.

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	1
– het gemiddelde van de laatste bied- en laatprijs	2
– gegevens van effectenmakelaars	2
– de intrinsieke waarde	2
– de waarde van vergelijkbare effecten	<u>1</u>
	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 ge-taxeerd; in één geval twee-jaarlijks. Verder wordt bij één onroerend-goedin-stelling 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 ver-meld 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 wèl mogelijk is.

4.3 Resultaatbepaling

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

Tabel 4.3.1: Verwerking van beleggingsinkomsten

	<i>Aandelen</i>	<i>Aandelen en obligaties</i>	<i>Vastrentende waarden</i>	<i>Onroerend goed</i>	<i>Totaal</i>
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 afgifteprijs 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 4.3.2: Verwerking van opgetreden waardeveranderingen naar beleggingsobject

	<i>Aandelen</i>	<i>Aandelen en obligaties</i>	<i>Vastrentende waarden</i>	<i>Onroerend goed</i>	<i>Totaal</i>
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 4.3.2 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 4.3.3: 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 4.3.2

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 4.3.1, 4.3.2 en 4.3.3 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 3.2.1 uitgesproken voorkeur.

Tabel 4.3.4: 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 3 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.

4.4 Overige aspecten

In deze paragraaf komen de resultaten van de diverse resterende onderzoekspunten aan de orde, welke niet direct met waardering of resultaatbe-

paling 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).

4.4.1 Informatie over doelstelling en beleggingsbeleid

In tabel 4.4.1 wordt weergegeven in hoeveel onderzochte jaarverslagen informatie over doelstelling en beleggingsbeleid is opgenomen.

Tabel 4.4.1: Informatie over doelstelling en beleggingsbeleid

	<i>Wel uiteengezet</i>	<i>Niet uiteengezet</i>
doelstelling	23	10
gevoerde beleggingsbeleid	30	3
te voeren beleggingsbeleid	25	8
algemene beschouwing over markt en economie	31	2

Uit tabel 4.4.1 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 3. Ook een verbale verantwoording over het gevoerde beleid en informatie over het te voeren beleid in de toekomst komt niet in alle gevallen voor.

4.4.2 Portefeuille-overzichten

Zoals is vastgesteld in hoofdstuk 3 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 4.4.2: Portefeuille-overzichten

	<i>Wel opgenomen</i>	<i>Niet opgenomen</i>	<i>Irrelevant</i>
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.

4.4.3 Historische overzichten

In hoofdstuk 3 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 4.4.3 geeft hiervan een overzicht.

Tabel 4.4.3: Historische overzichten

<i>Ontwikkeling waarde en dividend per aandeel</i>	<i>Ontwikkeling waarde per aandeel</i>	<i>Ontwikkeling dividend per aandeel</i>	<i>Geen historische overzichten</i>	<i>Totaal</i>
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.

4.4.4 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.

5 Samenvatting en conclusies

5.1 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 geïn-

formeerd 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.

5.2 Waardering

5.2.1 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.

5.2.2 Praktijk en evaluatie

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.

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

5.3 Resultaatbepaling

5.3.1 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 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 direct realiseerbaar.

5.3.2 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.

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.

5.3.3 Evaluatie

De door ons vanuit theoretisch gezichtspunt voorgestane wijze van resultaatbepaling vindt in de praktijk slechts in geringe mate navolging. 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.

5.4 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.

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: Overzicht van de in het jaarverslagenonderzoek betrokken beleggingsinstellingen

<i>Aandelen</i>	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
	<u>23.572.568</u>
<i>Aandelen en obligaties</i>	
20. Fondra	582.441
21. Bemco Beleggers Combinaties	39.819
22. N.V. Verenigd Fondsenbezit Uni-invest	8.378
	<u>630.638</u>
<i>Vastrentende waarden</i>	
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
	<u>6.472.309</u>
<i>Onroerend Goed</i>	
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
	<u>4.641.686</u>
Totaal Netto-actief * f 1000,-	35.317.201

Bijlage 2: Enkele karakteristieke eigenschappen van de onderzochte beleggingsinstellingen

Classificatie van de onderzochte beleggingsinstellingen naar soort beleggingsobject levert de in onderstaande tabel weergegeven indeling op. Daarbij is uitgegaan van het beleggingsobject waarin in hoofdzaak wordt belegd.

Tabel B.2.1: Beleggingsinstellingen naar beleggingsobject

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

De nadruk van het beleggingsbeleid van de onderzochte beleggingsinstellingen blijkt uit tabel B.2.2.

Tabel B.2.2: Beleggingsinstellingen en nadruk beleggingsbeleid

<i>Waardestijgingen</i>	<i>Beleggings-inkomsten</i>	<i>Beide</i>	<i>Onbekend</i>	<i>Totaal</i>
10	10	8	5	33

Gegevens over vestigingsplaats, rechtsvorm, kapitalisatie en fiscale status zijn opgenomen in tabel B.2.3.

Tabel B.2.3: Beleggingsinstellingen naar vestigingsplaats, rechtsvorm, kapitalisatie en fiscale status

	<i>Vestigings- plaats</i>	<i>Rechts- vorm</i>	<i>Kapitali- satie</i>	<i>Fiscale status</i>
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				12
– fisc. beleg.instell.				3
– geen fisc. beleg.instell.				18
– buitenl./Antilliaans				
	33	33	33	33

Uit 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 Vereniging

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.

Literatuur

- 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 Stelsel*, 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. Sillevius, *Cursus Belastingrecht (Venootschapsbelasting)*, onder redactie van H. Mobach, Gouda Quint, Arnhem, juli 1981.
- Wytzes, H.C., *Financiële instellingen en markten*, Stenfert Kroese, Leiden, 1978.