

De jaarrekening van onroerend goed beleggingsmaatschappijen

(Enige opmerkingen ten aanzien van waarderingsgrondslagen en presentatie)

Drs. H.H.H. Wieleman

Inleiding¹

Ten aanzien van de jaarrekening van de onroerend goed beleggingsmaatschappij (OGBM) gelden tot op heden geen speciale, op deze activiteit toegespitste, wettelijke voorschriften.² Wel heeft één artikel in de wet, artikel 401 Boek 2 BW, specifiek betrekking op de jaarrekening van beleggingsmaatschappijen. In dat artikel wordt onder andere bepaald dat het een beleggingsmaatschappij is toegestaan om haar beleggingen te waarderen op marktwaarde. Daarnaast zijn op de jaarrekening van de OGBM de andere, niet-specifieke, bepalingen van titel 9 Boek 2 BW van toepassing. De nog in te voeren Wet Toezicht Beleggingsinstellingen (WTB) zal nadere regelingen inhouden met betrekking tot de te publiceren jaarrekening.

Door de vrijheid welke de OGBM is toegestaan in de opstelling van haar jaarrekening bestaat in ons land een gevarieerd beeld van toegepaste waarderingsgrondslagen en presentaties. Voor de belegger en de beleggingsanalist is het daarom niet eenvoudig om de jaarrekeningen van OGBM-en te vergelijken. De verschillen zijn overigens slechts te onderkennen voor zover de toelichting op de jaarrekening voldoende informatie biedt. In de verslaggevingspraktijk blijkt de toelichting maar al te vaak te globaal om een zinvolle vergelijking tussen de resultaten van de fondsen en de waarde van de participaties mogelijk te maken. Naast de verschillen tussen de waarderings-

grondslagen van de diverse OGBM-en kan binnen een OGBM de gekozen praktische invulling van de waarderingsgrondslag voor onroerend goed het vermogen aanzienlijk beïnvloeden. Zo bepaalde Bogamij de actuele waarde van haar onroerend goed portefeuille tot en met 1986 op basis van intern berekende rendementswaarden. In 1987 koos Bogamij voor waardering op actuele waarde bepaald op basis van taxaties door onafhankelijke deskundigen. Als gevolg van deze wisseling waardeerde Bogamij in 1987 f 93 miljoen af op haar portefeuille van onroerend goed in exploitatie van f 1.190 miljoen.

In het navolgende worden een aantal discussiepunten ten aanzien van de jaarverslaggeving van de OGBM aangeduid. Het betreft voornamelijk punten welke verband houden met de waardering van onroerend goed in de jaarrekening. De waarderingsgrondslag en de praktische toepassing ervan bepalen de waarde van het onroerend goed in de jaarrekening en daarmee tevens het vermogen en, in de meeste gevallen, de afgangprijs van aandelen. Zo wordt de aandeelhouder zeer direct geconfronteerd met de gevolgen van de gekozen waarderingsgrondslag voor onroe-

¹ Drs. H. H. H. Wieleman, geboren in 1955, registeraccountant, studeerde economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam (fiscaal-economische afstudeerrichting; 1980). Sedert 1982 werkzaam, bij Arthur Andersen & Co. Lid van de werkgroep Vakkundige Oordeelsvorming, Materialiteit en Risico-analyse van het Limperg Instituut.

rend goed. Gezien de groeiende belangstelling voor beleggen in onroerend goed en de daarmee verband houdende afgiften van nieuwe aandelen besteden wij tevens aandacht aan de presentatie in de winst- en verliesrekening van het winstbestanddeel begrepen in de afgifteprijs.

We beperken ons tot de volgende onderwerpen:

- 1 de waarderingsgrondslag voor onroerend goed in exploitatie;
- 2 de waarderingsgrondslag van renovatieprojecten en onroerend goed in ontwikkeling;
- 3 het activeren van financierings- en andere kosten en
- 4 de verwerking van het in de afgifteprijs van nieuw geplaatste aandelen begrepen winstbestanddeel.

Als bron fungeerden onder meer de jaarrekeningen over 1988 van de volgende, grotere, beursgenoteerde fondsen: Rodamco N.V., Wereldhave N.V., Bogamij N.V. en VIB N.V.³ Daarnaast werd de jaarrekening over 1988 van enkele andere fondsen geraadpleegd, waaronder VastNed N.V., Vaste Waarden Nederland (VWN) N.V., N.V. Beleggingsmaatschappij Nevas en VHS Onroerend Goed Maatschappij N.V.

De waardering van onroerend goed

1 De Waarderingsgrondslag voor Onroerend Goed in Exploitatie

a Wettelijk kader

Een beleggingsmaatschappij mag haar beleggingen waarden tegen marktwaarde (artikel 401). De inhoud van het begrip marktwaarde wordt niet gedefinieerd in de wet. Ook het Besluit Waardering Activa geeft geen nadere voorschriften over de inhoud van dit begrip marktwaarde.

Het begrip marktwaarde refereert aan een opbrengstwaarde welke door verkoop kan worden gerealiseerd. Redelijkerwijze wordt daarbij niet uitgegaan van een acute liquidatie welke in het algemeen een nadrukkelijk waardedrukkend effect heeft. Het is de vraag of de bij afstoting te maken verkoopkosten (makelaarskosten bijvoorbeeld) op de opbrengstwaarde in mindering

dienen te worden gebracht om de marktwaarde te bepalen. Het komt ons voor dat deze kosten inderdaad in aanmerking dienen te worden gebracht omdat anders sprake zou zijn van een waarde welke niet volledig kan worden gerealiseerd.

Ter benadering van de marktwaarde kan de rendementswaarde worden gebruikt. De rendementswaarde geeft evenwel de indirecte opbrengstwaarde, ofwel bedrijfswaarde, van het object weer. De marktwaarde betreft de directe opbrengstwaarde. De rendementswaarde zal slechts overeenkomen met de marktwaarde indien in de beleggingsmarkt de directe en indirecte opbrengstwaarde aan elkaar gelijk zijn. Dit zal in z'n algemeenheid het geval zijn.

Indien de OGBM artikel 401 niet toepast en haar beleggingen niet waardeert op marktwaarde, zijn de algemene waarderingsregels van titel 9 Boek 2 BW van toepassing. Wordt het onroerend goed aangemerkt als een vlottend of vast actief, dan geldt artikel 384 en komen als grondslag in aanmerking de verkrijgings- of vervaardigingsprijs en tevens de actuele waarde. Het Besluit Waardering Activa bepaalt dat als actuele waarde in aanmerking komen: de vervangingswaarde, de bedrijfswaarde of de opbrengstwaarde. Deze drie waardebegrippen worden in het Besluit gedefinieerd.⁴

b De praktijk van de jaarverslaggeving

Bij de vier grootste Nederlandse OGBM-en vindt de waardering van het onroerend goed in exploitatie plaats tegen marktwaarde op basis van taxaties door onafhankelijke deskundigen (Rodamco, Wereldhave, Bogamij en VIB). Bij Rodamco, Wereldhave en VIB wordt de portefeuille jaarlijks integraal getaxeerd. Bogamij laat na de integrale taxatie in 1987, vanaf 1988 jaarlijks een kwart van de portefeuille taxeren. Objecten die niet zijn getaxeerd worden gewaardeerd door de huurwaarde te vermenigvuldigen met de kapitalisatiefactor resulterend uit de laatst bekende taxatie. Van de genoemde vier geeft alleen VIB nadere toelichting omtrent de inhoud van de taxatiewaarde. 'Getaxeerd' wordt de waarde van het vastgoed bij onderhandse verkoop in verhuurde staat, rekening houdende met het huurniveau en

de ontwikkelingen in de naaste toekomst alsmede met eventuele verkoopkosten.'

Uit het verslag van Rodamco 1988/1989 blijkt dat 'waardering van onroerend goed tegen marktwaarde' géén eenduidige definitie van een raming behoeft te betekenen. In de jaarrekening per 28 februari 1989 wijzigt Rodamco de wijze van de bepaling van de marktwaarde. De waardering tegen marktwaarde blijft gehandhaafd. Echter, uit de toelichting op de geconsolideerde jaarrekening blijkt dat voorheen in de marktwaarde was begrepen een bedrag voor kosten welke bij de aankoop van onroerend goed moeten worden voldaan. Rodamco heeft besloten om met ingang van 28 februari 1989 op de marktwaarde exclusief acquisitiekosten te waarderen. Als motivatie wordt aangevoerd dat de kostenopslag bij eventuele verkoop van onroerend goed niet uit de te verkrijgen verkoopopbrengst kan worden gerealiseerd. De waardering op marktwaarde zonder opslag voor acquisitiekosten betekent een betere waarderingsgrondslag, zo stelt Rodamco.

Uit de toelichting op de wijziging in de wijze van de bepaling van de marktwaarde wordt duidelijk dat voorheen een waardering werd toegepast (namelijk 'inclusief aankoopkosten') welke naar onze mening op zijn minst op gespannen voet staat met de gangbare interpretatie van het begrip marktwaarde. Daarnaast blijft onduidelijk of in het nieuwe systeem de verkoopkosten inderdaad in mindering worden gebracht. Overigens blijkt dit ook niet uit de omschrijvingen welke door Bogamij en Wereldhave worden gebezigd.

VastNed heeft niet met vorenstaande waarderingsproblematiek in de balans te kampen. Dit fonds waardeert de onroerend goed portefeuille tegen kostprijs, inclusief aankoopkosten, of lagere marktwaarde. Gezien de aard van de onderneming als beleggingsmaatschappij en de opgetreden waardeestijging sinds aankoopdata past VastNed geen afschrijving op het onroerend goed toe. In de toelichting op de jaarrekening VastNed wordt wel een indicatie gegeven van de marktwaarde. Deze marktwaarde omvat tevens een opslag voor aankoopkosten en komt zo wat

methodiek betreft overeen met het door Rodamco verlaten stelsel.

Artikel 386 bepaalt dat op vaste activa met beperkte gebruiksduur jaarlijks wordt afgeschreven volgens een stelsel dat op de verwachte toekomstige gebruiksduur is afgestemd. De wet staat slechts toe om afschrijving achterwege te laten als het inzicht in de jaarrekening door af te schrijven niet wordt bereikt. Indien de waardedaling van het onroerend goed tijdens het gebruik wordt gecompenseerd door waardeestijging welke niet in de winst- en verliesrekening wordt verwerkt, is afschrijving geen reflectie van de economische realiteit. De toepassing van afschrijving zal het inzicht in de performance van het fonds dan ook niet ten goede komen. Derhalve is het ons inziens inderdaad redelijk om de afschrijving achterwege te laten. Een meer bevredigende methode van resultaatbepaling en presentatie biedt de Subcommissie Beleggingsinstellingen van de NIVRA-Commissie van Advies inzake Jaarverslaggeving. In het door haar gesuggerede 'performance'-overzicht worden naast de afschrijvingen ook de gerealiseerde en ongerealiseerde waardemutaties in het beleggingsresultaat verwerkt.

Het Rotterdamse fonds VHS geeft in de waarderingsgrondslagen aan dat de vastgoedbelangen zijn gewaardeerd op marktwaarde zoals bepaald door externe taxateurs. Verwervingskosten worden buiten beschouwing gelaten. VHS neemt in het jaarverslag de verantwoording van de taxateur op. In die verantwoording staat onder andere dat de taxateur de onderhandse verkoopwaarde vrij op naam, in verhuurde staat heeft vastgesteld. Het opnemen van de verantwoording van de vastgoedtaxateurs is als positief aan te merken. Het verdient evenwel aanbeveling dat de bewoordingen in de verantwoording van de taxateur duidelijk zijn en aansluiten op de waarderingsgrondslagen welke de OGBM gebruikt.

Zo ontstaat het volgende overzicht van geconstateerde omschrijvingen van waarderungen:

- 1 Verkoopwaarde, verminderd met verkoopkosten (VIB).

- 2 Marktwaarde (Bogamij en Wereldhave).
- 3 Marktwaarde, exclusief aankoopkosten (Rodamco).
- 4 Marktwaarde, zijnde onderhandse verkoopwaarde vrij op naam (VHS).
- 5 Kostprijs, met in de toelichting de marktwaarde inclusief aankoopkosten (VastNed).

Uit de variëteit in de toegepaste grondslagen en de onduidelijkheid in omschrijvingen blijkt dat het voor de belegger en de beleggingsanalist niet mogelijk is om de vermogens van de fondsen te vergelijken. Een goede vergelijkbaarheid hangt af van het gebruik van gelijke bewoordingen en definities. Het is in ieder geval wenselijk dat een aantal van de OGBM-en de inhoud van de toegepaste waarderingsgrondslagen duidelijker in de jaarrekening toelicht.

c De waarderingsgrondslag en de afgifteprijs van aandelen

De reeds genoemde fondsen zijn ter beurze genoteerde fondsen met een veranderlijk kapitaal. Kenmerkend is dat deze fondsen aandelen op basis van intrinsieke waarde zullen emitteren en inkopen.

De intrinsieke waarde van het aandeel wordt bepaald op basis van het eigen vermogen volgens de jaarrekening. Indien de onderneming het onroerend goed in de balans waardeert op marktwaarde, overeenkomstig artikel 401, vormt de intrinsieke waarde slechts een startpunt voor een waardering welke recht doet aan de belangen van de zittende en de nieuwe aandeelhouders. In de praktijk blijkt ook dat het bedrag dat bij afgifte op een aandeel moet worden gestort hoger ligt dan de intrinsieke waarde op de dag van uitgifte. Dit verschil heeft voor een deel betrekking op afgiftekosten welke ten laste van de nieuwe aandeelhouder worden gebracht (bijvoorbeeld bankprovisie en kapitaalsbelasting). Daarnaast zit in het verschil begrepen een bijdrage van de nieuwe aandeelhouder in de aankoopkosten welke de OGBM heeft gemaakt bij de verwerving van het onroerend goed in de portefeuille.

Een bijdrage van nieuwe aandeelhouders in de

verwervingskosten van de bestaande onroerend goed portefeuille is redelijk. De nieuwe aandeelhouders zouden anders als 'free-riders' profiteren van de (veronderstelde) verdere resultaten en waardeinstijgingen zonder de zittende aandeelhouders te vergoeden voor de voor hun rekening reeds gemaakte aankoopkosten.⁵ Bij fondsen met een jonge portefeuille hebben de zittende aandeelhouders reeds veel kosten gedragen terwijl zij door de recente startdatum van het fonds nog weinig van resultaten en waardeinstijging hebben kunnen profiteren.

De aankoopkosten vormen een niet te onderschatten kostenpost. Deze kosten omvatten onder andere overdrachtsbelasting⁶, notariskosten en aankoopcommissie. De hoogte is afhankelijk van het land van aankoop en de afspraken met makelaars en/of beheerders. Op de internationale portefeuille van Rodamco betekende dit in 1988 2,4% van de waarde van de portefeuille. Voor Nederlands onroerend goed ligt dit percentage aanzienlijk hoger, uitgaande van de overdrachtsbelasting van 6% en de kosten van de notaris en de makelaar.

Rodamco heeft de keuze voor het (inmiddels door haar verlaten) waarderingssysteem, waarin aankoopkosten werden geactiveerd boven de marktwaarde van het onroerend goed, gemotiveerd door te wijzen op het nadeel voor zittende aandeelhouders van een te lage afgifteprijs bij waardering exclusief een opslag voor aankoopkosten. Door in de afgifteprijs van nieuwe aandelen een opslag voor aankoopkosten boven de intrinsieke waarde op te nemen, kan een 'beleggingswaarde' worden getoond. Deze beleggingswaarde vertegenwoordigt het bedrag dat een belegger moet opofferen alvorens het onroerend goed te kunnen exploiteren. Daarin worden de gecalculerde aankoopkosten opgenomen als de 'opportunity costs' waarmee de nieuwe belegger wordt geconfronteerd ten opzichte van een alternatieve directe belegging.⁵ De aankoopkosten dienen te worden gecalculerd op basis van de aankoopkosten welke op dit moment voor de bestaande portefeuille zouden moeten worden gemaakt.

De afgifteprijs op basis van de beleggingswaarde

zal vervolgens de volgende componenten bevatten:

- de laatst bepaalde intrinsieke waarde waarbij onroerend goed is gewaardeerd op de verkoopwaarde minus te maken verkoopkosten;
- een vergoeding voor het recht om mee te delen in de lopende winst van de laatst bepaalde intrinsieke waarde tot de afgifte datum;
- een vergoeding voor het recht om mee te delen in de waarde stijging van onroerend goed in de lopende periode van de laatst bepaalde intrinsieke waarde tot de afgifte datum;
- een compensatie voor het recht mee te delen in resultaten uit en de waarde stijging van het onroerend goed zonder dat de nieuwe aandeelhouder heeft bijgedragen in de aankoopkosten;
- eventueel een kostenopslag ter dekking van kapitaalsbelasting, bankkosten en dergelijke.

Een duidelijke opbouw van de afgifteprijs, waarin de compensatie voor aankoopkosten een zelfstandige, en als zodanig omschreven component vormt, bevordert dat beleggingsmaatschappijen hun waarderingsgrondslagen en afgifteprijzen zullen verduidelijken. En duidelijkheid betekent winst voor de beleggers!

Door de aankoopkosten extracomptabel aan de intrinsieke waarde toe te voegen, kan de afgifteprijs voor nieuwe aandelen niet direct uit de jaarrekening worden afgeleid. Een alternatieve behandeling van de aankoopkosten waarbij aansluiting van de afgifteprijs op de jaarrekening wordt verkregen is denkbaar. De bij aankoop betaalde verwervingskosten kunnen als een overlopend actief separaat worden geactiveerd. De amortisatie van deze kosten dient plaats te vinden over de (geschatte) periode dat het onroerend goed als belegging wordt aangehouden. Bij toe-

passing van deze methode dient de toekomstige realiseerbaarheid van het overlopend actief getoetst te worden. Overigens verdient het aanbeveling om de verkoopkosten bij afstoting op een overeenkomstige wijze te behandelen. Tijdens de periode dat het onroerend goed als belegging wordt aangehouden, wordt een overlopend passief opgebouwd. Voor zover het overlopend passief toereikend is, behoeft met de verkoopkosten geen rekening te worden gehouden in de waardering van het onroerend goed.

Een tweede alternatief voor de loskoppeling van afgifteprijs en intrinsieke waarde vinden we in de jaarrekening van Immocorp S.A. Dit Luxemburgse beursfonds waardeert haar onroerend goed in de jaarrekening op een beleggingswaarde, gedefinieerd als de marktwaarde verhoogd met een opslag voor aankoopkosten. Daarnaast houdt deze onderneming een niet voor uitkering vatbare reserve aan in het eigen vermogen ter hoogte van het bedrag van de opslag voor aankoopkosten. Bovenstaande waarderingsgrondslag stelt Immocorp S.A. in staat om te emitteren op de intrinsieke waarde volgens de balans zonder dat de zittende aandeelhouders worden benadeeld. Het verdient ons inziens aanbeveling om de merites van een dergelijke 'balans voor emissiedoeleinden' voor Nederlandse verhoudingen nader te onderzoeken.

2 De Waarderingsgrondslag voor Renovatieprojecten en Onroerend Goed in Ontwikkeling

a Het relatieve belang

In de grotere OGBM-en maken renovatieprojecten en onroerend goed in ontwikkeling een aanzienlijk deel van de totale onroerend goed portefeuilles uit. Het belang wordt geïllustreerd door de volgende cijfers per 31 december 1988 (miljoenen gulden):

	O.G. Totaal	O.G. in exploitatie	Renovatie		O.G. in ontwikkeling	
Rodamco (28-2-'89)	f 4.872	f 4.250	f 622	12,8%	-	-
Wereldhave	2.631	2.514	-	-	f 117	4,4%
Bogamij	1.360	1.248	-	-	112	8,2%
VIB	1.255	789	196	15,6%	270	21,5%

Bij Rodamco ontbreekt onroerend goed in ontwikkeling terwijl bij Wereldhave en Bogamij geen renovatieprojecten worden genoemd.

VIB vermeldt dat op slechts 4% van het totale bedrag aan projecten in ontwikkeling van f 270 miljoen niet afgedekt ontwikkelingsrisico wordt gelopen.

Alle vier genoemde OGBM-en waarderen hun onroerend goed in exploitatie op actuele waarden. Gezien de relatieve omvang van het onroerend goed in ontwikkeling en renovatie willen we nagaan in hoeverre de actuele waardegrondslag ook wordt toegepast op renovatie- en ontwikkelingsprojecten.

b De waarderingsgrondslag voor renovatieprojecten

Voor onroerend goed dat tijdelijk niet of niet volledig wordt gebruikt in verband met renovatie kan de waardering op actuele waarden gecontinueerd worden. Blijkens hun jaarverslagen hanteren Rodamco en VIB de actuele waardegrondslag. Uit de jaarverslagen is niet op te maken of een waardesprong boven de bestede kosten pas gerealiseerd wordt geacht bij de completering van de renovatie of reeds (gedeeltelijk) eerder wordt verwerkt, dan wel pas bij taxatie na renovatie.

c De waarderingsgrondslag voor onroerend goed in ontwikkeling

De toegepaste waarderingsgrondslagen kunnen als volgt worden samengevat:

- 1 Kostprijs of geschatte lagere verkoopwaarde (Wereldhave).
- 2 Geschatte verkrijgingsprijs (Bogamij).
- 3 Begrote investeringsbedragen plus bouwrente en kosten die verband houden met verwerving en toezicht (VIB).

De fondsen passen blijkbaar geen actuele waarden toe in de waardering van onroerend goed in ontwikkeling. Dit is op praktische gronden verdedigbaar, maar niet consistent met de waardering van het onroerend goed in exploitatie. Over het algemeen verstrijkt een langere periode alvorens een project gereed komt. Mede om te voorkomen dat zich bij de overgang van het ontwikkelings-

project naar de exploitatie grote waardeveranderingen manifesteren lijkt een actuele waardegrondslag voor langlopende ontwikkelingsprojecten wenselijk. Daartoe kan voor het project de taxatie van de actuele waarde bij oplevering als uitgangspunt fungeren.

De toepassing van een afboeking naar een eventuele lagere actuele waarde wordt door Bogamij en VIB niet expliciet in de grondslagen vermeld.

Bogamij waardeert haar projecten in ontwikkeling op de geschatte verkrijgingsprijs. Uit het mutatieoverzicht in de jaarrekening over 1988 blijkt een herwaardering van f 9 miljoen waarmee de portefeuille onroerend goed in ontwikkeling tot f 111 miljoen stijgt. Deze herwaarderingen zullen onder andere betrekking hebben op valutakoersverschillen. In hoeverre dit het geval is, wordt niet duidelijk uit het jaarverslag.

Door het tijdstip waarop onroerend goed in ontwikkeling (op historische waarden) overgaat naar onroerend goed in exploitatie (op actuele waarden) te vervroegen of uit te stellen kan 'de performance' van een fonds worden beïnvloed. In een stijgende markt kan door uitstel worden bewerkstelligd dat de waardeverhoging van het onroerend goed de afboeking van verwervingskosten en de verkoopkosten gaat compenseren. Op deze wijze kunnen fluctuaties in de herwaardering worden gemitigeerd. Het criterium voor de overgang van de ontwikkelingsfase naar exploitatie kan dan ook een rol spelen in de vergelijking van de 'performance' van fondsen. Wereldhave geeft aan dat onroerend goed niet meer in ontwikkeling wordt geacht te zijn, indien tenminste 75% van het betreffende project is verhuurd, of één jaar na de opleveringsdatum van het project. Bij VIB is de definitieve verwerking meestal afhankelijk van een bepaalde verhuurstand en het tijdig gereedkomen van het betrokken project (...). Zoals gezegd geeft VIB in de toelichting aan dat op slechts 4% van de projecten in ontwikkeling niet afgedekt ontwikkelingsrisico rust. Het lijkt erop dat VIB projecten in ontwikkeling relatief laat overboekt naar het onroerend goed in exploitatie. Daarmee wordt de toepassing van de actuele waarde voor onroerend goed uitgesteld. Bogamij behandelt de criteria voor de overgang van de

ontwikkelings- naar de exploitatiefase niet in haar jaarrekening.

Overigens lijkt een overgangstijdstip gekoppeld aan het moment van oplevering een objectiever criterium voor de overgangsfase dan het moment waarop een bepaalde verhuurstand wordt bereikt. De verhuurstand kan namelijk sterk worden beïnvloed door toevallige marktomstandigheden.

3 Het Activeren van Financierings- en Andere Kosten

In het kader van de verwerving, ontwikkeling of renovatie van onroerend goed worden door de ondernemer kosten gemaakt. In hoeverre dergelijke kosten kunnen worden geactiveerd is van belang indien en voor zover onroerend goed niet of nog niet op actuele waarde wordt gewaardeerd. De verkrijgings- of vervaardigingsprijs wordt veelal gehanteerd voor projecten in ontwikkeling en voor recent verworven onroerend goed. Om het reeds genoemde negatieve effect bij herwaardering van de afboeking van eventuele aankoopkosten en verkoopkosten met waardeinstijging te kunnen compenseren vindt de herwaardering veelal nog niet plaats in het eerste jaar.

Alle vier grote fondsen activeren financieringskosten in bepaalde situaties. Rodamco activeert in principe bouwrente op renovatie projecten en Wereldhave activeert bouwrente op onroerend goed in ontwikkeling. Het is niet duidelijk of dit alleen de rente op de specifieke projectfinanciering betreft of ook de gealloceerde rente over het door de onderneming aangetrokken eigen en/of vreemd vermogen.

Bogamij activeert nieuwe projecten inclusief betaalde financieringskosten. Deze formulering duidt ons inziens op de rente over de projectfinanciering.

VIB neemt in het boekjaar gekochte c.q. gereedgekomen objecten op tegen de aankoopprijs inclusief financieringskosten en overige toegerekende kosten. Aan ontwikkelingsprojecten wordt bouwrente toegerekend. VIB is zeer duidelijk over de inhoud van de bouwrente. Ongeacht of de financiering plaatsvindt met eigen of met vreemd

vermogen, wordt bouwrente toegerekend op basis van het verwachte nettorendement.

Waar Bogamij zich beperkt tot betaalde financieringskosten activeert VIB de rente over het totale vermogen in het project. Artikel 388 lid 2 Boek 2 BW bepaalt echter dat rente slechts mag worden geactiveerd voor zover aan derden verschuldigde rente aan de vervaardiging kan worden toegerekend. De rente moet dus aan derden zijn verschuldigd. Daarnaast kan slechts rente worden geactiveerd bij vervaardiging in de betekenis van zelfbouw. Ons inziens kan alleen de rente op de specifieke projectfinanciering worden geactiveerd. VIB lijkt van deze bepaling af te wijken. Overigens zal het voor de OGBM niet moeilijk zijn om een financiering contractueel te alloceren aan de projecten waarmee de beperking van artikel 388 lid 2 minder knellend is.

Voorts dient volgens de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving het bedrag te worden vermeld dat gedurende de periode aan rente is geactiveerd. Een dergelijk bedrag vinden we niet in de jaarrekeningen van de vier beleggers. Mogelijk is het bedrag niet materieel voor het beeld van de jaarrekening en is separate vermelding daarom achterwege gelaten.

Presentatie

4 De Verwerking van het in de Afgifteprijs van Nieuw Geplaatste Aandelen Begrepen Winstbestanddeel

Beleggingsmaatschappijen, waaronder de vier genoemde grotere maatschappijen, hebben veelal de juridische vorm van een naamloze vennootschap met veranderlijk kapitaal. Deze vorm schept de mogelijkheid om, in principe, continueel aandelen uit te geven en weer in te kopen.

Vanaf het moment van afgifte delen nieuwe aandeelhouders in de dividenden en waardeinstijgingen van het onroerend goed. Zoals reeds beschreven in 1c is in de afgifteprijs dan ook onder andere begrepen een vergoeding voor het recht mee te delen in de winst ('lopende winst') en de waardeinstijging van onroerend goed tot de afgifte datum. Deze vergoedingen vertegenwoor-

digen 'opportunity costs' voor de nieuwe aandeelhouder. Voor de oude aandeelhouder wordt zo een verwatering van resultaten en waardeestijging van onroerend goed voorkomen. De vergoeding welke de nieuwe aandeelhouder betaalt voor de waardeestijging van het onroerend goed tot de afgifte datum wordt normaliter beschouwd als agio. Vennootschapsrechtelijk, fiscaal en in de praktijk lijkt hier geen verschil in behandeling te bestaan.

Dit ligt anders wat de interpretatie van de vergoeding voor de lopende winst betreft. Fiscaal wordt de vergoeding beschouwd als een storting op het aandeel en dus als agio. In de jaarrekening van OGBM-en wordt deze vergoeding algemeen beschouwd als een bate voor de beleggingsmaatschappij en in de winst- en verliesrekening verantwoord. De omvang van de gerapporteerde winst en de winst per aandeel worden door deze behandeling evident positief beïnvloed. Deze behandeling is op economische gronden verdedigbaar omdat een andere behandeling de 'performance'-meting van het fonds danig zou verstoren. Vennootschapsrechtelijk zou de vergoeding voor lopende winst kunnen worden aangemerkt als een storting op het aandeel en dus als agio. Vennootschapsrechtelijk gezien wordt in de praktijk dan ook agio als resultaat verantwoord. Het is duidelijk dat hier sprake is van frictie tussen de economische en juridische visie op de betekenis van de meegestorte 'lopende winst'.

Hoewel de presentatie als een bate op economische gronden verdedigbaar is, heeft deze vergoeding toch een specifiek karakter. De opbrengst is niet binnen de normale operationele activiteiten van het fonds gegenereerd maar is ontvangen als een vergoeding voor 'opportunities'. Zeker bij groeiende fondsen kan deze opbrengstpost een belangrijk bedrag zijn. Wij pleiten er voor om deze post apart in de winst- en verliesrekening te presenteren.

In de praktijk van de jaarverslaggeving blijkt dat het in de afgifteprijs van nieuw geplaatste aandelen begrepen winstbestanddeel veelal wordt opgenomen onder de interest baten (Rodamco, Wereldhave en V.I.B.). VastNed toont de vergoe-

ding separaat. Nevas neemt de vergoeding op onder de overige opbrengsten.

Door de vergoeding, welke fiscaal als agio wordt aangemerkt, vennootschapsrechtelijk als opbrengst te verantwoorden, zal een deel van de ingehouden winsten (na uitdelingsverplichting) ons inziens kunnen worden aangemerkt als fiscaal agio. Dit fiscaal agio is dan beschikbaar voor terugbetaling aan aandeelhouders zonder dat enige belasting is verschuldigd. Een overeenkomstige behandeling kan ons inziens gelden voor de bij de emissie aan de nieuwe aandeelhouder in rekening gebrachte afgiftekosten. In géén van de genoemde jaarrekeningen wordt van een dergelijk beschikbaar fiscaal agio, begrepen in de algemene reserve, melding gemaakt. Ook hier kan sprake zijn van immaterialiteit van het bedrag voor het beeld van de jaarrekening en vindt wellicht om die reden geen separate vermelding plaats.

Conclusies

Voor de belegger in onroerend goed is het niet eenvoudig om de jaarrekeningen van onroerend goed beleggingsmaatschappijen te vergelijken. De onduidelijkheid wordt veroorzaakt door de verschillen in de toegepaste waarderingsgrondslagen en de onduidelijkheid over de inhoud van de toegepaste waarderingsgrondslagen.

Mogelijk wordt de onduidelijkheid veroorzaakt doordat fondsen nieuwe aandelen uit wensen te geven op basis van de intrinsieke waarde volgens de jaarrekening terwijl de intrinsieke waarde op basis van geldende waarderingsvoorschriften niet tot een acceptabele afgifteprijs leidt. Teneinde zittende aandeelhouders niet te benadelen bij de afgifte van aandelen aan nieuwe aandeelhouders is het wenselijk om de afgifteprijs te bepalen op de intrinsieke waarde verhoogd met een opslag voor aankoopkosten van onroerend goed. Een drietal methoden is denkbaar: de uitgifte op een beleggingswaarde op basis van de intrinsieke waarde, de verwerking in de jaarrekening van de aankoopkosten als een overlopend actief en de waardering van onroerend goed in de jaarrekening op de beleggingswaarde.

Door het moment van de overgang van onroerend

goed in ontwikkeling naar onroerend goed in exploitatie te verschuiven kan de 'performance' van het fonds worden beïnvloed. Een overgangstijdstip gekoppeld aan de opleveringsdatum lijkt een objectiever criterium dan het moment waarop een bepaalde verhuurstand wordt gerealiseerd. Onroerend goed projecten in ontwikkeling welke, voorlopig, op verkrijgings- of vervaardigings- prijs worden gewaardeerd worden veelal geactiveerd inclusief 'bouwrente'. Of de 'bouwrente' zich beperkt tot de, wettelijk toegestane, betaalde rente over de projectfinanciering is in een aantal gevallen niet duidelijk vast te stellen. In één jaarrekening wordt expliciet vermeld dat de 'bouwrente' ook wordt berekend over het geïnvesteerd eigen vermogen.

Het in de afgifteprijs van nieuw geplaatste aandelen begrepen winstbestanddeel wordt in de winst- en verliesrekening meestal gepresenteerd onder de interestbaten. Aangezien deze opbrengst niet is behaald met de normale operationele activiteiten van het fonds pleiten wij voor separate vermelding van het bedrag in de jaarrekening.

Literatuur

- Dr. M. A. van Hoepen, *De jaarrekening van beleggingsinstellingen*.
- NivRA, Commissie van Advies inzake Jaarverslaggeving, Subcommissie Beleggingsinstellingen, *Knelpunten in Titel 9, Boek 2 BW met betrekking tot beleggingsmaatschappijen*.
- Raad voor de Jaarverslaggeving, *Richtlijnen voor de jaarverslaggeving*.
- Drs. R. M. Weisz R.A. en Drs. R. van Wettum, *Onroerend goed beleggingsmaatschappijen*.
- Jaarrekeningen 1988 van onder andere Bogamij N.V., VIB N.V., Wereldhave N.V., Rodamco N.V. (1988/1989), VastNed N.V., Vaste Waarden Nederland (VWN) N.V., N.V. Beleggingsmaatschappij NEVAS, VHS Onroerend Goed Maatschappij N.V. en Immocorp N.V.*
- Voorstel van Wet: *Bepalingen inzake het toezicht op beleggingsinstellingen (Wet Toezicht Beleggingsinstellingen)*, kamerstuk 21127.

Noten

1 De auteur dankt Prof. Dr. M. A. van Hoepen voor zijn constructieve commentaar op de eerste versie van dit artikel en is Prof. Mr. Drs. H. Beckman en Prof. Dr. J. Klaassen erkentelijk

voor hun opmerkingen en suggesties.

2 In dit artikel wordt onder de OGBM verstaan de beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal zoals bedoeld in artikel 76a Boek 2 BW 1. Volgens artikel 76a kan de beleggingsmaatschappij uitsluitend de NV-vorm hebben. Door de NV-vorm is de OGBM onderworpen aan titel 9 Boek 2 BW omtrent de jaarrekening en het jaarverslag. In artikel 401 van titel 9 wordt de beleggingsmaatschappij gedefinieerd als de 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.

De OGBM kan de fiscale status van (transparante) beleggingsinstelling verwerven indien voldaan wordt aan een aantal voorwaarden (artikel 28 Wet op de Vennootschapsbelasting 1969).

3 De jaarrekening van Rodamco betreft het boekjaar 1988/1989 dat eindigde op 28 februari 1989.

4 Artikel 11 van het Besluit bepaalt dat de actuele waarde van goederen die opbrengsten kunnen leveren zonder dat zij in de bedrijfsuitoefening worden gebruikt of verbruikt, gelijk is aan de opbrengstwaarde. Blijkens de Nota van Toelichting worden onder dit artikel mede begrepen verhuurde gebouwen en terreinen. 'Zij worden gewaardeerd tegen verkoopwaarde verminderd met de verkoopkosten.' In artikel 12 wordt aangegeven dat bij raming van de opbrengstwaarde moet worden toegelicht: de wijze van raming, van wanneer de raming dateert en, indien de raming is afgeleid van het verwachte rendement, welke verwachting de rechtspersoon daaromtrent heeft en welke rentevoet is toegepast.

Op grond van de Nota van Toelichting op het Besluit dient onroerend goed conform artikel 11 als een zelfstandig vruchtdrager op de opbrengstwaarde te worden gewaardeerd. Men zou echter kunnen stellen dat de beleggingsmaatschappij aan het onroerend goed de produktiefactor arbeid toevoegt om te renderen en dat het onroerend goed wordt gebruikt in de bedrijfsuitoefening. In dat geval komt ons inziens de vervangingswaarde als waarderingsgrondslag in aanmerking. De vervangingswaarde omvat evenwel naast de (onafhankelijk bepaalde) marktwaarde ook noodzakelijke verwervingskosten en overtreft dientengevolge de opbrengstwaarde. Vooral nog lijkt het erop dat de Toelichting op artikel 11 en 12 van het Besluit een dergelijke uitleg uitsluit.

5 In deze redenering wordt de OGBM beschouwd als een (transparant) collectief van individuele beleggers voor wie de belegging in de OGBM geldt als een alternatief voor een directe belegging. Als de OGBM wordt gezien als een zelfstandige entiteit waarin een belegger aandelen kan nemen, dan geldt voor de belegger als alternatief het beleggen in andere aandelen of waarden. In deze laatste optiek dient de aandeelhouder in de transactiekoers van een aandeel te worden gecompenseerd voor de oorspronkelijke aankoopkosten van onroerend goed.

6 Overdrachtsbelasting zal niet altijd van toepassing zijn. In Nederlandse situaties geldt dit onder meer indien sprake zou zijn van samenloop met BTW, bij de overdracht welke slechts het economisch eigendom omvat en bij de overdracht van onroerend goed tegen aandelen in een vennootschap.