

Vrijstelling consolidatie door beleggingsentiteiten in de praktijk

drs. C.M. Roozen RA en mr. drs. J.F. Garvelink¹

In dit artikel gaan we in op de consolidatievrijstelling voor beleggingsentiteiten, zowel onder EU-IFRS² als onder de Nederlandse verslaggevingsregels. Wij gaan daarbij ook in op de commentaarbrief van de AFM bij de introductie van de vrijstelling onder de Nederlandse verslaggevingsregels. Consolidatie speelt als bekend bij deelnemingen waarin een onderneming (aandeelhouder) feitelijk beleidsbepalende zeggenschap heeft.³ Bij consolidatie worden de onderscheiden posten uit de balans en de winst-en-verliesrekening van de deelneming samengevoegd met die van de aandeelhouder, waardoor effectief de jaarrekeningen versmelten. Beide ondernemingen worden gepresenteerd als waren zij één, onder eliminatie van onderlinge aandeelverhoudingen, vorderingen en schulden, alsmede onderlinge transacties.⁴ Wanneer niet wordt geconsolideerd wordt een deelneming als separate balanspost onder de financiële vaste activa opgenomen. Consolideren is verplicht op grond van art. 2:406 BW of IFRS 10, maar heeft voor- en nadelen. Voor een bespreking daarvan verwijzen wij graag naar de bijdrage van Van der Zanden in dit nummer. Sterk gesimplificeerd wordt consolideren logischer naarmate de beide ondernemingen in economisch opzicht meer samenwerken en met elkaar verbonden zijn. Voor een onderneming die zijn personeel onderbrengt in een aparte onderneming ligt consolideren bijvoorbeeld eminent voor de hand.

Beleggingsentiteiten⁵ houden ondernemingen aan als – het woord zegt het al – beleggingen.⁶ Gelden van meerdere beleggers worden verzameld in een entiteit die daarmee beleggingen verwerft om die met winst te verkopen.

Bij beleggingsentiteiten geeft de reële waarde meer relevante informatie voor de belegger in deze beleggingsentiteit dan wanneer de beleggingen in de beleggingsentiteit worden geconsolideerd. De onderscheiden beleggingen kunnen daarnaast sterk verschillende karakteristieken hebben. Als voorbeeld dient een beleggingsentiteit B die alle aandelen in een fietsenfabriek en in een ontwikkelaar van apps voor mobiele telefoons houdt (of in een andere start-up). De fabriek heeft een enorm bestand aan machines, een pand en loodsen vol voorraad; zij maakt nagenoeg geen winst. De app ontwikkelaar huurt een zolder waar 6 creatieve types net een half jaar werken aan een nog te lanceren app met een gigantische marktwaarde, maar maakt op dit moment nog verlies (denk aan Uber).⁷ De beleggingsentiteit zelf heeft weinig activa en passiva, dus als je consolideert presenteert je een onderneming die nauwelijks resultaat heeft, maar wel veel activa en passiva. Een fractie van de balans bestaat uit wat geactiveerde ontwikkelingskosten. De marktwaarde is onzichtbaar, omdat de fietsenfabriek en de app ontwikkelaar moeten worden geconsolideerd. Daardoor krijgt de belegger effectief niet de informatie die hij nodig heeft voor het nemen van

1. Kees Roozen RA is director bij KPMG Accountants NV in Amstelveen en Jan Garvelink is advocaat bij Blaisse in Amsterdam. Beiden zijn vaste medewerker van dit tijdschrift. Dit artikel is geschreven op persoonlijke titel.
2. Onder EU-IFRS wordt verstaan de IFRS-standaarden die door de Europese Unie zijn aanvaard en daarmee in de Europese Unie kracht van wet hebben gekregen. Eenvoudigheidshalve hebben we het hier verder over IFRS.
3. Dat is een wat vereenvoudigde weergave van de consolidatieplicht. Dit artikel behandelt de consolidatieplicht als zodanig niet. Zie daarvoor Asser/Maijer & Kroeze 2-I* 2015/542 e.v.
4. Waarmee consolidatie de economische werkelijkheid vertegenwoordigt en daardoor sterk kan afwijken van de juridische werkelijkheid.

5. Tot 2014 beleggingsinstellingen genoemd. Wij gebruiken hier overal de nu gangbare benaming beleggingsentiteiten.
6. Beleggingsentiteiten kunnen zich in velerlei vormen voordoen. Veelal zijn het mutual funds, unit trusts, private equity-fondsen of venture capitalist-fondsen, pensioenfondsen en andere beleggingsfondsen. Zie artikel van Roozen in *RSM Reporting*, juni 2013, uitgave 6. Wij komen hieronder nog terug op de vraag wanneer een entiteit kwalificeert als beleggingsentiteit. Daarnaast kan een beleggingsentiteit een rechtspersoon zijn (zoals BV, NV, coöperatie of vereniging), maar ook andere rechtsvormen hebben, zoals CV, Vof en maatschap.
7. Deze deelneming mag niet de marktwaarde van de app ontwikkelaar in de balans opnemen, wel mag zij de (hier veel lagere) kosten van ontwikkeling activeren.

de juiste beleggingsbeslissingen en krijgt daardoor 'desinformatie' op zijn bord.

Tot voor kort was beleggingsentiteit B onder IFRS en de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving (hierna RJ) effectief verplicht deze geconsolideerde 'desinformatie' te presenteren voor de belegger in de balans en de winst-en-verliesrekening (en kon dan alleen de toelichting gebruiken om de benodigde informatie, zoals de reële waarde, te verstrekken).⁸ Voor de belegger was dat niet handig; de belegger is immers geïnteresseerd in de marktwaarde van de beleggingen. Hij wil weten dat de aandelen in de ontwikkelaar van de app een vermogen waard zijn, en die in de fietsfabriek praktisch niets. Hij wil ook weten of de beleggingsentiteit met de fietsfabriek een miskoop heeft gedaan en met de ontwikkelaar een gouden slag heeft geslagen. Het gecombineerde beeld van de twee volstrekt niet-gerelateerde bedrijven waarin wordt belegd vertelt de belegger weinig; het is een fictie waar hij zijn beslissingen niet op kan baseren.

Verder gold tot voor kort dat beleggingen, die niet als deelnemingen werden aangemerkt, op reële waarde mochten of moesten worden gewaardeerd.⁹ Meerderheidsbelangen werden daarentegen geconsolideerd en minderheidsdeelnemingen gewaardeerd op basis van of de equitymethode (IFRS) of op nettovermogenswaarde (Dutch GAAP).¹⁰ Dat onderscheid was, zeker bij beleggingen, niet alleen enigszins zinloos, maar maakte het vergelijken van cijfers ook erg complex.¹¹ Als de appbouwer drie beleggers had, de een voor 5%, de tweede voor 35%, en de derde voor 60 %, werd bij de eerste voorheen op reële waarde gewaardeerd, de tweede op de equitymethode of nettovermogenswaarde en de derde zou dit belang moeten consolideren (met als gezegd sterk verschillende uitkomsten). De cijfers tussen beleggingsentiteiten onderling waren dan ook niet

goed vergelijkbaar. Nu mogen¹² of moeten¹³ alle aangehouden beleggingen, ongeacht hun relatief belang, op reële waarde worden gewaardeerd.

Mede om de vergelijkbaarheid te vergroten, heeft de IASB immers een vrijstelling van de consolidatieplicht voor beleggingsinstellingen ingevoerd en één methode voorgeschreven voor alle beleggingen.¹⁴ Dat is een in onze ogen positieve ontwikkeling. Bedacht moet daarbij worden dat de vrijstelling onder IFRS minder vrijblijvend is dan het klinkt; wie aan de criteria van een beleggingsentiteit voldoet mag niet consolideren. Vandaar dat we de vrijstelling onder IFRS in het vervolg van dit artikel uitzondering noemen. De Raad voor de Jaarverslaggeving heeft voorgesteld een vergelijkbare vrijstelling in de RJ op te nemen. Voor de RJ is wel sprake van een (facultatieve) vrijstelling waarvan gebruik mag worden gemaakt.

Wij bespreken hieronder eerst de uitzondering onder IFRS, dan die in de RJ. Op de commentaarbrief van de AFM bij de RJ-Uiting wordt onder het kopje 'Reactie AFM' ingegaan.

1. Uitzondering van consolidatie onder IFRS

Voor boekjaren die aanvangen op of na 1 januari 2014¹⁵ zijn beleggingsentiteiten, die hun financiële verslaggeving opstellen conform IFRS, verplicht vrijgesteld van consolidatie¹⁶ van hun meerderheidsbeleggingen. Het gaat als gezegd om een uitzondering van consolidatie, met andere woorden een verplichting om niet te consolideren. Beleggingsentiteiten dienen al hun beleggingen, dus ook belangen in dochters, deelnemingen met invloed van betekenis en joint ventures¹⁷, tegen reële waarde op de balans op te nemen. Daarbij worden waardeveranderingen van deze beleggingen in de

8. Hierbij zijn we er van uitgegaan dat in de geconsolideerde jaarrekening niet via segment reporting nadere informatie kan worden gegeven.

9. Dit is verschillend onder IFRS en onder Dutch GAAP en ook afhankelijk van de categorie beleggingen. Omwille van de eenvoud wordt hierop niet verder ingegaan.

10. Onder de equitymethode wordt verstaan de methode waarbij de investering aanvankelijk tegen kostprijs wordt opgenomen (dus inclusief eventuele goodwill) en vervolgens wordt aangepast met de wijziging van het aandeel van de investeerder in de netto-activa van de deelneming na overname. Bij waardering tegen nettovermogenswaarde wordt gewaardeerd tegen de netto-activa van de deelneming en wordt de goodwill afzonderlijk opgenomen. Beide methodes geven weinig informatie over de marktwaarde. Deze marktwaarde kan een groot verschil opleveren met de equitymethode en/of nettovermogenswaarde. Bij de minderheidsbelangen wordt (onder Dutch GAAP) ervan uitgegaan dat sprake is van invloed van betekenis.

11. Investment entities (Amendments to IFRS 10, IFRS 12 and IAS 27) Project summary and feedback statement, October 2012, IASB.

12. RJ-Uiting 2015-4: 'Ontwerp-richtlijn consolidatievrijstelling voor participatiemaatschappijen en beleggingsentiteiten' die in juli 2015 definitief is vastgesteld en van toepassing voor boekjaren die aanvangen op of na 1 januari 2016, waarbij eerdere toepassing is toegestaan.

13. Amendments to IFRS 10, IFRS 12 and IAS 27, van toepassing op boekjaren die aanvangen op of na 1 januari 2014, waarbij eerdere toepassing is toegestaan.

14. De IASB is de International Accounting Standards Board, het orgaan dat de IFRS standaarden opstelt.

15. In oktober 2012 is IFRS 10 gewijzigd voor (het consolideren door) beleggingsentiteiten: Investment entities (Amendments to IFRS 10, IFRS 12 and IAS 27), gebaseerd op ED 2011/4 Investment entities.

16. In IFRS 10.(c) is vermeld dat beleggingsentiteiten geen geconsolideerde jaarrekening mogen opstellen.

17. Onder IFRS 11 Joint arrangements wordt onderscheid gemaakt tussen joint operations en joint ventures die verschillende verwerkingswijzen hebben. Bij joint operations worden de activa en de passiva opgenomen voor hun deel in de jaarrekening van ondernemingen, terwijl bij joint ventures de equitymethode wordt gehanteerd. Vandaar dat hier het begrip joint ventures wordt gebruikt.

winst-en-verliesrekening verwerkt. Daarnaast gelden aanvullende toelichtingsvereisten.¹⁸

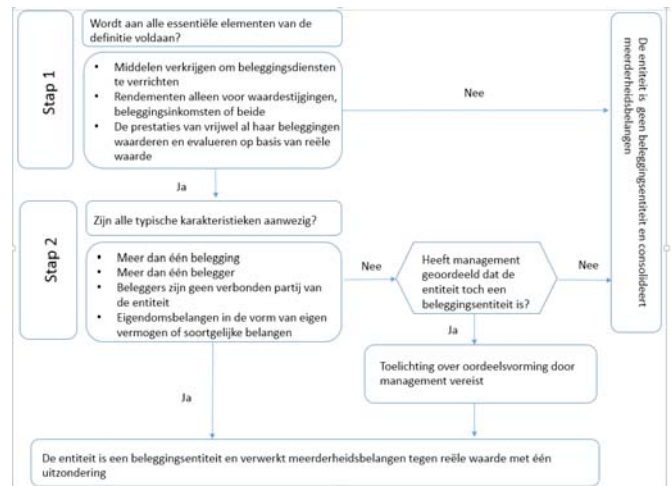
De reden hiervan is dat consolidatie geen bruikbare of relevante informatie verschaft voor beleggers. Zoals wij hierboven hebben laten zien, geeft de reële (markt)waarde een belegger veel zinnvollere informatie over de beleggingen. Ook vanuit de verantwoordingsgedachte ligt waardering tegen reële waarde bij beleggen voor de hand. Het bestuur van de beleggingsentiteit legt immers geen verantwoording af over de bedrijfsvoering van de diverse beleggingen zelf (waarin bovendien over het algemeen geen centrale leiding zit: de diverse beleggingen hebben eigen besturen met ieder hun eigen beleid). Beleggingsentiteiten leggen verantwoording af over hun gevoerde beleid, dat gericht is op rendement behaald met het doen van de beleggingen (zijn de juiste beleggingen gekozen?). Die verantwoording kun je alleen zinvol afleggen door dit op basis van marktwaarde te doen (in plaats van het opstellen van een geconsolideerde jaarrekening).

2. Definitie beleggingsentiteiten en hun meerderheidsbelangen

Omdat de uitzondering een verplichting is voor alle beleggingsentiteiten, is het onder IFRS met name van belang om vast te stellen of sprake is van een beleggingsentiteit (uitzondering volgt dan immers automatisch). Om te bepalen of sprake is van een beleggingsentiteit, is een aantal criteria opgenomen die moeten voorkomen dat de uitzondering wordt misbruikt. De IASB heeft immers zorgen geuit over mogelijk misbruik van deze uitzondering waardoor bijvoorbeeld verlieslijdende activiteiten of ondernemingen met veel vreemd vermogen (veel leverage) verhuuld zouden kunnen blijven¹⁹. De vraag of een deelneming wordt gewaardeerd op grond van equitymethode of als belegging tegen reële waarde op de balans komt, kan namelijk van enorme invloed zijn op het gepresenteerde beeld. Zie voor een Nederlands voorbeeld de Econcern casus, waar een niet juiste verwerking van deelnemingen tot de presentatie van een sterk verbeterd vermogen en een veel hoger resultaat leidde.²⁰

IFRS maakt in die criteria onderscheid tussen harde voorwaarden, de zogenaamde 'essentiële elementen', en zachtere voorwaarden: 'de typische karakteristieken'.

Schematisch ziet dat er zo uit:²¹



Eerst moet dus gekeken worden of aan alle essentiële elementen wordt voldaan (afwijken is niet mogelijk). Als dat zo is komen de typische karakteristieken aan de orde (onder omstandigheden hoeft hieraan niet volledig te worden voldaan). Zowel de essentiële elementen als de typische karakteristieken vallen weer in meerdere criteria uiteen, waardoor er nogal wat elementen in ogenschouw moeten worden genomen en het niet overzichtelijker wordt. Wij proberen een kort overzicht te geven.

2.1. Stap 1: essentiële elementen

Een beleggingsentiteit bezit al de volgende essentiële elementen:²²

- het verkrijgen van middelen van een of meer beleggers om beleggingsdiensten voor deze belegger(s) te verrichten;
- beleggen met als enige doel opbrengsten uit hoofde van waardeinstijgingen en/of beleggingsinkomsten voor die beleggers te realiseren; en
- het waarderen en evalueren van (vrijwel al) die beleggingen op basis van reële waarde.

Ad a) Het verrichten van beleggingsdiensten

Om te kunnen bepalen of iets als beleggingsdienst kwalificeert zijn drie categorieën aangebracht:²³

- verboden relaties, transacties en diensten, waarmee de entiteit zich diskwalificeert als beleggingsentiteit²⁴;

18. In dit artikel wordt niet ingegaan op de aanvullende toelichtingsvereisten die in IFRS 12 'Disclosure of interests in other entities' staan vermeld.

19. Zie paragrafen 49 en 50 van de effect study van EFRAG, 'Endorsement of the amendments to IFRS 10, IFRS 12 and IAS 27 on Investment Entities', van 18 februari 2013.

20. Zie over deze casus en de invloed die al of niet consolideren kan hebben: A. Dieleman en J.F. Garvelink, 'Noot bij uitspraak Accountantskamer inzake Econcern 13 oktober 2014 (ECLI:NL:TACAKN:2014:80)', *TvJ* 2014, nr. 5/6.

21. Insights to IFRS 5.6.30 edition 2015/2016, KPMG International.

22. IFRS 10.27.

23. Bron: Insights to IFRS, edition 2015/2016 paragraaf 5.6.60.10, KPMG International.

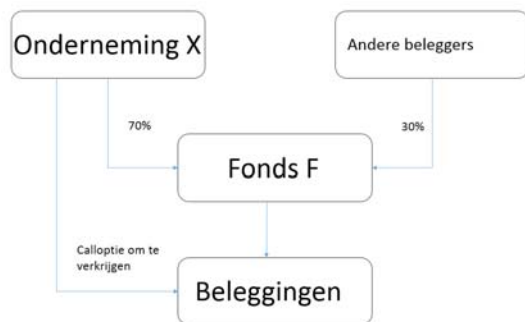
24. Verboden relaties, transacties en diensten zijn niet illegaal, maar zijn relaties, etc. die niet bijdragen aan het doel van de beleggingsentiteit, namelijk het creëren van waarde en/of beleggingsinkomsten voor alle beleggers.

2. zonder meer toegestane relaties, transacties en diensten;
3. onder voorwaarden toegestane relaties, transacties en diensten.

Wij illustreren deze drie onderdelen kort.²⁵

Ad 1) Verboden relaties, transacties en diensten

Door het aangaan van verboden relaties, transacties en diensten kwalificeert een entiteit niet als een beleggingsentiteit. Deze relaties, transacties en diensten worden dan gezien als contrair aan het doel van een beleggingsentiteit. Een voorbeeld van een dergelijke contraire activiteit is:



Onderneming X heeft een 70%-belang in Fonds F dat investeert in de app ontwikkelaar. De overige 30% is in handen van beleggers die onderling geen relatie met elkaar hebben. X heeft een optie om de beleggingen die worden aangehouden door F tegen een vaste prijs te verkrijgen, indien de app goed rendeert. F kwalificeert daardoor niet meer als een beleggingsentiteit, omdat de optie die door X wordt gehouden een aanvullend voordeel oplevert voor één partij, terwijl het rendement voor de overige beleggers daardoor negatief wordt beïnvloed.²⁶ Hiermee komt het rendement niet meer volledig toe aan alle beleggers en wordt de app een pseudo-bezitting van de meerderheidsaandeelhouder. Van zuiver beleggen is dan geen sprake meer: er moet worden geconsolideerd.

Ad 2) Toegestane relaties, transacties en diensten

De beleggingsentiteit mag rechtstreeks belegging-gerelateerde diensten aanbieden. Denk aan beleggingsgerelateerde adviesdiensten of vermogensbeheer. Van belang hierbij is dat de activiteiten worden uitgevoerd met als doel om hiermee een maximaal beleggingsrendement te behalen voor de beleggers. Deze diensten moeten ondergeschikt zijn aan het beleggen zelf. Deze diensten mogen ook niet op zichzelf staan (het verschaffen van beleggingsadvies in ruil voor geld mag niet).

Ad 3) Onder voorwaarden toegestane relaties, transacties en diensten

Het verlenen van managementdiensten of strategisch advies aan een belegging of het verschaffen

van steun aan een belegging is verboden, tenzij deze activiteiten:

- niet een substantiële bedrijfsactiviteit zijn of een afzonderlijke bron van inkomsten zijn; en
- dienen om het beleggingsrendement te maximaleren.

Deze diensten kunnen ook door een dochteronderneming van een beleggingsentiteit worden uitgevoerd. Indien een dochteronderneming, die zelf geen beleggingsentiteit is, toegestane (onder ad 2 hierboven) of toegestane diensten onder voorwaarden (onder ad 3 hierboven) verleent aan haar moeder-beleggingsentiteit, moet deze dochteronderneming worden geconsolideerd.²⁷ Verleent echter een dochter-beleggingsentiteit deze diensten, dan wordt deze dochteronderneming niet geconsolideerd door haar moeder-beleggingsentiteit.²⁸

Ad b) doel: genereren beleggingsopbrengsten voor beleggers

Het doel van de entiteit moet zijn beleggen om opbrengsten uit waardestijgingen en/of beleggingsinkomsten (dividend, rente, huur) te realiseren voor de beleggers.²⁹ Dit moet kenbaar zijn gedocumenteerd, bijvoorbeeld in een prospectus. Ook uit de manier waarop de entiteit zich naar buiten presenteert moet naar voren komen dat beleggen het doel is.

Exit-strategie³⁰

Als onderdeel van het doel van beleggingsentiteiten geldt dat zij hun beleggingen niet oneindig aanhouden (dan worden het gewone holdings). Vandaar dat een beleggingsentiteit een exit-strategie moet hebben voor haar beleggingen.

Dat geldt alleen voor beleggingen die potentieel oneindig kunnen worden aangehouden, zoals aandelen, vastgoedbeleggingen, converteerbare of eeuwigdurende obligaties (perpetuals). Bij dergelijke

27. Dit is de uitzondering die in het schema op p. 151 is bedoeld.

28. Het moeten consolideren door de dochter-niet-beleggingsentiteit die deze diensten verricht is een uitzondering op de algemene eis van het tegen reële waarde opnemen van de beleggingen. Verleent daarentegen een dochter-beleggingsentiteit deze diensten, dan was in eerste instantie volgens ons een *accounting policy choice* mogelijk (consolidatiebenadering of fair-value benadering), maar dit is met de aanpassingen van eind 2014 verduidelijkt. Deze dochteronderneming, die zelf een beleggingsentiteit is en deze diensten verleent, hoeft niet te worden geconsolideerd door de moeder-beleggingsentiteit, maar wordt door deze moeder gewaardeerd tegen reële waarde. Verder is verduidelijkt dat de uitzondering van reële waarde waardering is beperkt tot dochterondernemingen die zelf geen beleggingsentiteit zijn en waarvan de activiteiten bestaan uit diensten die gerelateerd zijn aan beleggingsactiviteiten van de beleggingsentiteit. Deze dochterondernemingen moeten, zoals aangegeven, worden geconsolideerd.

29. Zoals hiervoor al aangegeven zijn bepaalde soorten voordelen en relaties daarbij verboden.

30. IFRS10.B85F t/m B85H.

25. Wij bespreken dus – om dit artikel leesbaar te houden – niet de volledige regeling.

26. IFRS10.IE7-IE8.

instrumenten moet de entiteit concreet vastleggen wanneer en onder welke omstandigheden zij verwacht de belegging af te stoten. Een exit-strategie hoeft niet voor elke afzonderlijke belegging te worden beschreven, maar wel voor alle verschillende type beleggingen (of portefeuilles). Daarbij moet een concreet tijdsbestek worden vermeld.³¹

Voor beleggingen met een vaste looptijd hoeft er in principe geen exit-strategie te zijn (obligaties met een vaste looptijd of een fonds met een eindige looptijd).

Of (nog) sprake is van een exit-strategie bij een (lange) vaste looptijd is niet altijd duidelijk. Een looptijd van 50 jaar, hoewel strikt genomen 'vast', kwalificeert niet meer als een concrete exit-strategie. 50 jaar is te lang. 10 jaar zal normaliter wel als concrete exit-strategie zijn aan te merken, omdat daarmee is aangegeven dat de beleggingen niet oneindig of voor een onredelijk lange periode worden aangehouden. Waar precies de grens ligt zal van geval tot geval worden beoordeeld. De leiding van de entiteit heeft daar enige beleidsvrijheid.

Ad c) Waardering tegen reële waarde

Een beleggingsentiteit waardeert en evalueert³² (vrijwel) alle beleggingen³³ op reële waarde (bij de beslissing om een belegging al dan niet te verkopen). Dit omdat, zoals hiervoor al is opgemerkt, de reële waarde meer relevante informatie oplevert dan de consolidatie van de meerderheidsbeleggingen of verwerking tegen de equitymethode van minderheidsbelangen. Het bepalen van wat de reële waarde is elders in de standaarden beschreven.³⁴ In essentie komt het neer op wat de belegging waard is als de opbrengsten daaruit contant worden gemaakt of de belegging wordt verkocht.

31. Het is vooral van belang om deze exit-strategie te documenteren voor die gevallen waarin deze exit-strategie niet direct duidelijk uit het type instrument of de beleggingsportefeuille blijkt.

32. Voor de evaluatie is het van belang dat in de interne rapportage aan managers van de entiteit op sleutelposities (*key management personell*), zoals gedefinieerd in IAS 24, de reële waarde als voornaamste waarderingscriterium wordt gebruikt voor het evalueren van de prestaties van alle of nagenoeg alle beleggingen van de entiteit en voor het nemen van beleggingsbeslissingen.

33. Voor beleggingsentiteiten is het van belang dat alle of nagenoeg alle beleggingen tegen reële waarde worden gewaardeerd. Indien een beleggingsentiteit meer dan een insignificant deel van haar beleggingen niet tegen reële waarde waardeert, kwalificeert de entiteit niet meer als een beleggingsentiteit, maar als een gewone entiteit. Wat onder 'meer dan een insignificant deel' wordt verstaan is verder niet toegelicht.

34. Om te voldoen aan de voorwaarde om de beleggingen te evalueren en te waarderen op basis van reële waarde moet voor vastgoedbeleggingen het reële waarde model worden gekozen in IAS 40, voor beleggingen in geassocieerde deelnemingen of joint ventures moet voor de vrijstelling van de equitymethode worden gekozen in IAS 28 en voor financiële activa moet worden gekozen voor reële waarde op basis van IAS 39 (bron: IFRS 10.B85).

De voorwaarde om te waarderen tegen reële waarde geldt alleen voor zover het om beleggingen gaat. Activa die geen beleggingen zijn, hoeven niet tegen reële waarde te worden gewaardeerd. Denk bijvoorbeeld aan materiële vaste activa, zoals het eigen kantoorgebouw, of financiële verplichtingen zoals handelscrediteuren.

2.2. Stap 2: typische karakteristieken van beleggingsentiteiten

Als de entiteit aan de essentiële kenmerken voldoet, moet nog worden gekeken of ook aan de typische karakteristieken is voldaan.

De vier typische karakteristieken van een beleggingsentiteit zijn de volgende³⁵:

- a. meer dan één belegging;
- b. meer dan één belegger;
- c. die beleggers zijn geen verbonden partijen van de entiteit; en
- d. eigendomsbelangen in de vorm van aandelen- of soortgelijke belangen.

Deze eisen van typische karakteristieken zijn minder hard. De afwezigheid van één van deze vier karakteristieken betekent niet dat de entiteit niet kan kwalificeren als een beleggingsentiteit. De vraag moet dan worden gesteld of, alles in ogenschouw genomen, per saldo toch nog sprake is van een beleggingsentiteit. Deze oordeelsvorming moet worden toegelicht.

Ad a) meer dan één belegging

De beleggingsentiteit heeft meer dan één participatie om het risico te spreiden en de beleggingsopbrengsten te maximeren. In de opstartfase, de liquidatiefase of bij een feeder-fonds³⁶ in een master-feeder-structuur kan daarvan worden afgeweken.

Ad b) meer dan één belegger

De beleggingsentiteit heeft meer dan één belegger. In sommige situaties is toch één belegger acceptabel, zoals in een pensioenfonds, familie-trust of een enkel feeder-fonds dat belegt in een master-fonds. Van dit criterium kan ook worden afgeweken in de opstartfase of liquidatiefase van een fonds.

Ad c) beleggers zijn geen verbonden partijen van de entiteit

De beleggers mogen geen verbonden partijen van de beleggingsentiteit zijn, omdat bij beleggers die niet verbonden zijn met elkaar³⁷ het minder waarschijnlijk zal zijn dat de entiteit voordelen behaald anders dan voordelen in de vorm van waardecreatie of beleggingsinkomsten.

35. IFRS 10.28 en IFRS10.B85O t/m B85W.

36. Een 'feeder-fonds' in een master-feeder-structuur is een fonds waarin door meerdere beleggers belegd wordt maar dat dan zelf uitsluitend belegt in het master-fonds, waarin de uiteindelijke beleggingen zijn ondergebracht.

37. Zoals gedefinieerd in IAS 24.

Ad d) eigendomsrechten in de vorm van aandelen- of soortgelijke belangen

De vorm van de instrumenten doet er niet toe. Dit kan dus in de vorm van eigenvermogensinstrumenten, maar ook in de vorm van vreemdvermogensinstrumenten. Van belang is dat de instrumenten van de beleggingsentiteit zijn blootgesteld aan de rendementen op basis van de veranderingen in de reële waarde van de beleggingen in de beleggingsentiteit.

3. Overige opmerkingen

3.1. Verandering van status

A. Voor de eerste keer beleggingsentiteit?

Als een beleggingsentiteit voor de eerste keer kwalificeert als een beleggingsentiteit wordt dat verwerkt als een verondersteld verlies van 'control'³⁸ van haar deelnemingen waarin feitelijk beleidsbepalende invloed wordt gehouden. Het verschil tussen de boekwaarde van de deelnemingen en de reële waarde op de datum van de verandering van de status wordt verwerkt als winst of verlies.

B. Niet meer voldoen als beleggingsentiteit?

Als een beleggingsentiteit niet meer kwalificeert als zodanig, wordt het meerderheidsbelang vanaf dat moment verwerkt alsof het meerderheidsbelang op dat moment zou worden aangekocht. De entiteit past om die reden IFRS 3 toe op het moment dat control wordt verkregen (de veronderstelde acquisitiedatum). De reële waarde van de meerderheidsbelangen op de datum van de verandering van de status is de veronderstelde overgedragen vergoeding ter verkrijging van de beschikkingsmacht. De deelneming waarin feitelijk beleidsbepalende invloed wordt gehouden wordt op basis van acquisition accounting methode (in beginsel alle activa en verplichtingen van de meerderheidsbelangen worden tegen reële waarde opgenomen) verwerkt. Het verschil tussen de reële waarde van het meerderheidsbelang en de waarde op basis van acquisition accounting methode wordt als goodwill opgenomen.³⁹

3.2. Structuur van een beleggingsentiteit

Het is mogelijk dat meerdere entiteiten in de vraag moeten worden betrokken of sprake is van een beleggingsentiteit. Zo kan een beleggingsentiteit een belegging bezitten in een andere beleggingsentiteit

38. Control zijnde het criterium voor consolidatie.

39. Dit is de verwerkingswijze bij een bedrijfscombinatie. Indien geen sprake is van een bedrijfscombinatie doordat alleen activa worden verkregen en geen bedrijf op zichzelf (met *inputs*, processen en *outputs*), geeft IFRS 3 specifieke *guidance* over de allocatie van de overgedragen vergoeding over de verschillende afzonderlijk identificeerbare activa en passiva, gebaseerd op hun relatieve reële waarden.

die in samenhang met de entiteit is opgericht. Denk aan een in een andere jurisdictie opgerichte entiteit die in die jurisdictie beleggers verzamelt.⁴⁰ In dat geval moet naar de structuur worden gekeken als één geheel.⁴¹ Van belang is dat de gehele structuur opereert als een enkele beleggingsentiteit en alleen om juridische of fiscale redenen is gesplitst.

3.3. Hoe om te gaan met de moeder van een beleggingsentiteit?

Indien de moeder zelf een beleggingsentiteit is, is de verplichte uitzondering van consolidatie van toepassing. De dochter-beleggingsentiteit wordt door de moeder op reële waarde gewaardeerd, zoals de dochter haar beleggingen ook op reële waarde waardeert.

Is de moeder daarentegen geen beleggingsentiteit, dan moet zij haar meerderheidsbelangen consolideren, ook die belangen die door haar dochteronderneming als beleggingsentiteit, worden aangehouden. Dit komt ook voort uit de hierboven al besproken anti-misbruik gedachte.⁴²

In de praktijk komen we echter entiteiten tegen die zelf geen beleggingsentiteiten zijn, zoals banken of verzekeraars, maar die wel beleggen in een beleggingsentiteit die als dochteronderneming kwalificeert. De bank of verzekeraar moet niet alleen de beleggingsentiteit consolideren, maar ook alle dochterondernemingen van deze beleggingsentiteit, terwijl de beleggingsentiteit is vrijgesteld. Dit vinden wij geen elegante oplossing, omdat deze beleggingsentiteit het karakter heeft van een belegging voor deze moeder.⁴³

Een moeder (niet zijnde een beleggingsentiteit) moet haar minderheidsdeelneming of joint venture opnemen volgens de equitymethode, maar mag de belangen in deze minderheidsdeelneming (zijnde een beleggingsentiteit) en in joint ventures (zijnde een beleggingsentiteit) wel tegen reële waarde opnemen met verwerking van de waardeveranderingen in de winst-en-verliesrekening.⁴⁴ Dat geldt ook voor de meerderheidsbelangen die door de geassocieerde deelneming of door de joint venture, die zelf beleggingsentiteiten zijn, worden aangehouden.⁴⁵

40. Denk aan een feeder-fonds dat in een andere jurisdictie beleggingsgelden ophaalt en daarna in het master-fonds belegt. Zie daartoe voorbeeld 4 in IFRS 10.IE12 t/m IE15.

41. Het is daarbij niet per sé nodig dat de gehele structuur op één en hetzelfde moment is opgezet.

42. De vrees zou zijn dat verlieslatende onderdelen in of onder een beleggingsentiteit zouden kunnen worden weggestopt evenals leverage.

43. Consolidation exception for qualifying investment entities, In the Headlines, KPMG, Augustus 2011. Consolideren is relatief kostbaar, dus hierdoor gaan ook alle kostenbesparingen teniet vanwege het moeten consolideren op een hoger niveau.

44. IAS 28.18 en 19.

45. In de aanpassing van december 2014 is verduidelijkt dat deze meerderheidsbelangen tegen reële waarde mogen worden gewaardeerd door de moeder (niet zijnde een beleggingsentiteit) van deze geassocieerde

Dit kan ook relevant zijn voor vermogensbeheerders die optreden als beheerder van een beleggingsentiteit.

4. Vrijstelling van consolidatie onder Nederlandse verslaggevingsregels

In april 2015 heeft de Raad voor de Jaarverslaggeving RJ-Uiting 2015-4 'Ontwerp-richtlijn consolidatievrijstelling voor participatiemaatschappijen en beleggingsentiteiten' uitgebracht. Beleggingsentiteiten krijgen daarin een vrijstelling voor consolidatie van meerderheidsbelangen.⁴⁶ Daarmee sluit de Raad aan bij de internationale ontwikkelingen. Wij gaven al aan een voorstander van consolidatievrijstelling van beleggingsentiteiten te zijn. Dat geldt uiteraard ook hier.

Beleggingsentiteiten (en participatiemaatschappijen)⁴⁷ die RJ 615 'Beleggingsentiteiten' toepassen⁴⁸ mogen van deze vrijstelling gebruik maken.⁴⁹

Een van de vereisten voor toepassing is dat er vanaf het aankoopmoment een concrete exit-strategie⁵⁰ moet zijn. Omdat de vrijstelling is opgehangen aan de vrijstelling van consolidatie, zoals opgenomen in art. 2:407 lid 1 sub c BW, mag het belang slechts worden aangehouden om het te vervreemden. Dit is door de RJ verder ingevuld door middel van RJ 217304 en 308. Indien deze exit-strategie ontbreekt bij aankoop, maar pas later wordt geformuleerd, kan geen gebruik worden gemaakt van de vrijstelling.⁵¹

deelneming of joint venture. Deze meerderheidsbelangen hoeven niet te worden gewaardeerd volgens de equitymethode.

46. Deze RJ-Uiting 2015-4 is in juli 2015 ongewijzigd definitief vastgesteld en gaat in voor boekjaren die aangevangen op of na 1 januari 2016, waarbij eerdere toepassing is toegestaan.
47. Wij beperken ons in dit artikel tot beleggingsentiteiten. Beleggingsentiteiten worden onder de Nederlandse verslaggevingsregels gedefinieerd als entiteiten die, ongeacht de rechtsvorm, worden gebruikt ter collectieve belegging, teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen. Een participatiemaatschappij daarentegen is een rechtspersoon of vennootschap waarvan de werkzaamheden beperkt is tot uitsluitend of nagenoeg uitsluitend het deelnemen in andere rechtspersonen of vennootschappen zonder zich in te laten met de bedrijfsvoering daarvan, tenzij door het uitoefenen van aandeelhoudersrechten (RJ 940).
48. RJ 615.101 Toepassingsgebied. RJ 615 is verplicht van toepassing op entiteiten die: * op grond van art. 2:360 BW een jaarrekening moeten opmaken conform Titel 9 Boek 2 BW; * een Wft vergunning hebben; of * die een beheerder hebben met een Wft vergunning. Voor andere beleggingsentiteiten die niet vallen onder één van de categorieën hierboven, wordt de toepassing van deze RJ aanbevolen.
49. RJ 217308.
50. Onder IFRS is concrete exit-strategie meer uitgeschreven, maar dit is ook van toepassing onder Dutch GAAP.
51. Zie MvT, *Kamerstuk* 19813, nr. 3, p. 14. Als reden wordt in deze MvT genoemd dat anders verliesgevende groepsmaatschappijen buiten de consolidatie kunnen worden gebracht.

Bij gebruikmaking van de vrijstelling moeten de meerderheidsbelangen als (overige) effecten worden aangemerkt. De bepalingen uit RJ 226 'Effecten' en RJ 290 'Financiële instrumenten' zijn dan zowel van toepassing voor de verwerking en resultaatbepaling als voor de presentatie en toelichting.

De beleggingen worden initieel gewaardeerd tegen reële waarde en vervolgens tegen reële waarde of (geamortiseerde) kostprijs. Voor deze belangen mag worden gekozen uit kostprijs of reële waarde voor de vervolgwaaardering.⁵² Daarbij wordt wel aanbevolen om alle meerderheidsbelangen te waarderen tegen reële waarde en de gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen hiervan te verwerken in de winst-en-verliesrekening. Zoals gezegd geeft de reële waarde bij beleggingsentiteiten immers de beste informatie. Omdat op grond van de wet waardering tegen reële waarde en tegen (geamortiseerde) kostprijs is toegestaan, kan de RJ dit niet inperken tot alleen reële waarde. Vanuit een oogpunt van consistentie en informatieverschaffing zou dat wel de voorkeur hebben.

4.1. Reactie AFM

De AFM merkt in haar commentaarbrief⁵³ op dat meerderheidsbeleggingen als deelnemingen zouden kwalificeren en daardoor tegen nettovermogenswaarde moeten worden opgenomen.⁵⁴ Hiermee zijn wij het niet eens.

Wat allereerst opvalt in de brief van de AFM is dat de AFM in beginsel vóór vrijstelling van de consolidatieplicht lijkt te zijn,⁵⁵ al wordt aan de vraag wat de beste verslaggeving zou opleveren verder weinig aandacht besteed. De AFM kiest in haar brief voor een nogal enge en legalistische benadering van het probleem. De gehanteerde argumenten overtuigen bovendien niet erg. Nu de AFM met die argumenten eigenlijk tegen haar eigen voorkeur lijkt te pleiten,

52. RJ 615.202a.

53. Brief van AFM van 28 mei 2015 met als kenmerk: LaAi-15052729.

54. Deelnemingen moeten immers altijd tegen nettovermogenswaarde worden gewaardeerd. Dat betekent dat de activa en passiva van de deelneming individueel worden gewaardeerd (en dus niet de marktwaarde van de onderneming als geheel). Waarderingsverschillen tussen nettovermogenswaarde en reële waarde kunnen zeer significant zijn (denk aan de appbouwer: nettovermogenswaarde vrijwel niets, marktwaarde gigantisch).

55. De AFM heeft zich in het verleden uitgelaten als voorstander van waardering op fair value. Zie als voorbeeld een brief aan de Algemene Rekenkamer van 9 december 2009 met kenmerk SBI-YSNa-09120331: 'Verder zijn wij van oordeel dat fair value zorgt voor een betere financiële verslaggeving. Wanneer investeerders een beter zicht hebben in de risico's en de echte actuele waarde van ondernemingen, zijn zij gemiddeld genomen bereid om een hogere prijs voor hun participatie te betalen. Ook dwingt fair value accounting tot snelle erkenning van financiële problemen en een snelle oplossing daarvan.' (via www.rekenkamer.nl).

verbaast dat wel wat. We bespreken een aantal van die argumenten.

Volgens de AFM is de bepaling in strijd met art. 2:24c BW.⁵⁶ Dat overtuigt niet, omdat bij beleggingen door beleggingsentiteiten niet wordt voldaan aan het vereiste van 'duurzaam te worden gehouden ten behoeve van de eigen werkzaamheid'.⁵⁷ Zoals hiervoor aangegeven, zijn beleggingen er in de regel niet ten behoeve van de eigen werkzaamheid en is het juist de bedoeling dat ze binnen afzienbare tijd weer worden afgestoten. Om die reden worden die beleggingen nu juist verwerkt als effecten. De parallel met participatiemaatschappijen is eenvoudig te trekken.⁵⁸ Ook de wetsgeschiedenis staat de visie van de AFM in de weg.⁵⁹

'Van de eenvoudige belegging onderscheidt de deelneming zich door het doel dat daarmee wordt beoogd, (...) het doel van beleggingen is het rendabel maken van middelen op een wijze die niet onmiddellijk met de eigen bedrijfsuitoefening verband houdt. Het doel van de deelneming echter is juist het duurzaam dienen van de eigen bedrijfsuitoefening.'

De wetgever ziet dus duidelijk een onderscheid tussen deelnemingen en beleggingen. Dat sluit aan bij de aan de nieuwe richtlijn ten grondslag liggende gedachte.

Daar komt bij dat het criterium van de omvang van het kapitaalbelang in de wet slechts een ondergeschikte rol speelt. Bij een kapitaalbelang van 20% is alleen sprake van een wettelijk vermoeden.⁶⁰

56. Het eerste lid van dat artikel luidt: 'Een rechtspersoon of vennootschap heeft een deelneming in een rechtspersoon, indien hij of een of meer van zijn dochtermaatschappijen alleen of samen voor eigen rekening aan die rechtspersoon kapitaal verschaffen of doen verschaffen teneinde met die rechtspersoon duurzaam verbonden te zijn ten dienste van de eigen werkzaamheid. Indien een vijfde of meer van het geplaatste kapitaal wordt verschaft, wordt het bestaan van een deelneming vermoed.'

57. Zie: 'Noot bij uitspraak Accountantskamer inzake Eeconcern 13 oktober 2014 (ECLI:NL:TACAKN:2014:80)', A. Dieleman en J.F. Garvelink, *TvJ* 2014, 5/6.

58. In RJ 214.204 is expliciet aangegeven dat voor kapitaalbelangen die door participatiemaatschappijen worden aangehouden deze belangen niet meer als deelneming zijn aan te merken, maar als effecten (RJ 217.308 jo RJ 214.203). Daarenboven geldt dat participaties waarvoor een (concrete) exit-strategie geldt, niet ten dienste staan van de werkzaamheid van de participatiemaatschappij. Dit blijkt ook uit de definitie van een participatiemaatschappij: een rechtspersoon of vennootschap waarvan de werkzaamheid is beperkt tot uitsluitend of nagenoeg uitsluitend het deelnemen in andere rechtspersonen of vennootschappen zonder zich in te laten met de bedrijfsvoering daarvan, tenzij door het uitoefenen van aandeelhoudersrechten). Zie verder ook RJ 217.103.

59. MvT bij art. 2:367 BW, *kamerstuk* 16326, nr. 3, p. 10.

60. Art. 2:24c BW en KPMG *Jaarboek Externe Verslaggeving*, editie 2015/2016.

De AFM is van mening⁶¹ dat veelal niet zal worden voldaan aan de voorwaarde, dat de beleggingen *slechts* worden gehouden om te vervreemden, maar dat beleggingsentiteiten iets anders nastreven dan vervreemding op een bepaald moment in de toekomst. Om die reden zouden beleggingsentiteiten effectief nooit aan deze vrijstelling kunnen voldoen. Wij denken niet dat de wetgever heeft bedoeld dat deze vrijstelling zo restrictief zou moeten worden geïnterpreteerd. Zo blijkt uit de wetsgeschiedenis dat onder deze vrijstelling zeer uiteenlopende situaties vallen. Denk hierbij aan het voorbeeld van een overname door een 'gewone' onderneming van een andere groep met een ongewenste dochter. Bij de invoering van IFRS als mogelijkheid in Titel 9 Boek 2 BW, is de consolidatiekring in Titel 9 verruimd en is het groepsbegrip in art. 2:407 lid 1 BW geschrapt. Dit was voor de Raad voor de Jaarverslaggeving aanleiding om een vrijstelling voor participatiemaatschappijen te introduceren, een categorie die tot die tijd meerderheidsbelangen niet hoefde te consolideren mits er geen groepsrelatie bestond.⁶² De AFM merkt zelf ook terecht op dat de definitie van participatiemaatschappij impliceert dat een groepsrelatie met de participaties ontbreekt. Dit zou naar analogie ook voor beleggingsentiteiten een voorwaarde moeten zijn om van deze vrijstelling gebruik te kunnen maken.

Wij zijn vervolgens van mening dat een vage exit-strategie er niet toe mag leiden dat de vrijstelling voor beleggingsentiteiten in de praktijk te ruimhartig wordt toegepast. Daartoe zal nodig zijn dat de beleggingsinstelling een zorgvuldige afweging maakt en alleen bij een voldoende concrete exit-strategie van de vrijstelling gebruik maakt. Dat zal ook nodig zijn om de accountant te overtuigen. Ook stelt de AFM dat alinea RJ 217.308a (bedoeld zal zijn alinea 308) inconsistent lijkt te zijn met RJ 217.305. RJ 217.308 beschrijft de consolidatievrijstelling voor participatiemaatschappijen en beleggingsentiteiten die een concrete exit-strategie hebben geformuleerd voor hun meerderheidsbelangen. De alinea's RJ 217.305 t/m 307 hebben echter betrekking op de verwerking van af te stoten deelnemingen door *andere* rechtspersonen vanaf verwervingsmoment. Dit wordt ondersteund doordat alinea 308 terugverwijst naar alinea 304 en niet naar de alinea's 305 t/m 307. Inconsistentie binnen de RJ zou bovendien niet moeten leiden tot het niet mogen toepassen van de consolidatievrijstelling, maar tot aanpassingen binnen de RJ zelf om die inconsistentie op te lossen (of toe te lichten hoe de betrokken alinea's zich onderling verhouden).

Al met al overtuigen de argumenten van de AFM niet.

61. Zie brief van AFM van 28 mei 2015 en verder 'In Balans' van AFM, 29 oktober 2015, p. 27 en 28 waarin dit standpunt wordt herhaald.

62. RJ 217.210.

4.2. Toelichtingsvereisten onder de RJ

Over niet-geconsolideerde beleggingen en participaties moet nog steeds de nodige toelichting worden verstrekt. Wij noemen kort welke toelichting moet worden verstrekt. Informatie moet worden verstrekt over de niet-geconsolideerde meerderheidsbelangen en minderheidsbelangen.⁶³ Dat geldt elke maatschappij waaraan de rechtspersoon direct of samen met een dochtermaatschappij voor eigen rekening ten minste één vijfde van het geplaatste kapitaal verschaft (of doet verschaffen). Dit houdt in dat de naam, de woonplaats en het verschaft deel in het geplaatste kapitaal worden toegelicht. Met betrekking tot niet-geconsolideerde meerderheidsbelangen en minderheidsbelangen moeten verder worden toegelicht:

- de afspraken of beperkingen voor deze belangen om middelen over te dragen aan de rechtspersoon in de vorm van dividend of terugbetalingen van leningen of voorschotten;
- de afspraken of voornemens om financiële steun te verlenen door de rechtspersoon aan deze belangen, met inbegrip van afspraken of voornemens om deze belangen bij te staan bij het verkrijgen van financiële steun.

Naast de aard en omvang van de afspraken, beperkingen of voornemens, worden ook de redenen voor het verlenen van financiële steun of het bijstaan bij het verkrijgen van financiële steun vermeld.

5. Verschillen tussen IFRS en Dutch GAAP

Tussen de verwerking op basis van IFRS en die op basis van de RJ zitten verschillen. Deze zijn in onderstaande tabel verwerkt.

Nr.	Omschrijving	Verwerking IFRS	Verwerking RJ
1	Consolidatievrijstelling	Verplicht toe te passen – uitzondering genoemd	Vrijwillig toe te passen – vrijstelling genoemd
2	Toepassing reële waarde met waardeveranderingen in de winst-en-verliesrekening	Verplicht voor alle meerderheidsbeleggingen	Vrijwillig op basis van classificatie (met meerdere keuzemogelijkheden)
3	Toelichtingsvereisten	Op basis van IFRS 12 moet, naast de informatie over de meerderheidsbelangen, informatie over de reële waarde worden vermeld	Op basis van art. 2:379 BW moet informatie over de meerderheidsbelangen worden vermeld

Concluderend merken we op dat IFRS strenger is met de toepassing van de uitzondering dan de vrijstelling onder Dutch GAAP en dat meer *guidance* aanwezig is dan bij IFRS dan onder Dutch GAAP het geval is.

6. Conclusie

De uitzondering van consolidatie voor beleggingsentiteiten onder IFRS en de consolidatievrijstelling onder de RJ betekent dat deze entiteiten veel zinniger informatie moeten, respectievelijk kunnen, presenteren. Consolidatie past naar zijn aard niet goed bij beleggen; beleggers zoeken immers heldere informatie over rendement. De door de AFM ten aanzien van de Nederlandse situatie voorgedragen argumenten tegen de vrijstelling overtuigen niet.

63. Art. 2:379 lid 1 BW.