

---

# Beleidsregel ondernemen of beleggen (*ingetrokken*)

---

## Inleiding

### Algemeen

Marktpartijen en de Autoriteit Financiële Markten (AFM) worden vaak geconfronteerd met situaties waarin de vraag moet worden beantwoord of er sprake is van ondernemen of beleggen.

Het antwoord op deze vraag is onder meer van belang om te kunnen beoordelen of de regels voor beleggingsinstellingen in de Wet op het financieel toezicht (Wft) van toepassing zijn. De activiteiten die worden verricht door een entiteit zijn daarvoor onder meer bepalend. Als de entiteit belegt, is mogelijk sprake van een vergunningplicht onder de Wft.

De AFM en De Nederlandsche Bank N.V. hebben in het verleden beleid bekend gemaakt om te kunnen beoordelen of er sprake is van ondernemen of beleggen. Dit beleid zag op specifieke situaties zoals de financiering van scheepvaart en vastgoed en bevatte geen algemeen kader. Met deze beleidsregel wil de AFM bevorderen dat de markt kan beoordelen of bepaalde activiteiten kunnen worden aangemerkt als ondernemen of beleggen zodat daarmee meer inzicht kan worden verkregen wanneer activiteiten onder toezicht kunnen vallen, waardoor regels van de Wft van toepassing zijn.

### Kader

Dit is een Beleidsregel als bedoeld in artikel 1:3, vierde lid, van de Algemene wet bestuursrecht (Awb). De bevoegdheid van de AFM tot het vaststellen van deze Beleidsregel is gebaseerd op artikel 4:81, eerste lid, Awb. De toepassing van deze Beleidsregel ziet alleen op financiële toezichtswetgeving en laat de fiscale wetgeving buiten beschouwing. De toezichtswetgeving en fiscaliteit hebben immers beide andere doelstellingen.

### Inwerkingtreding

De Beleidsregel treedt in werking op de eerste dag van de maand volgend op de plaatsing in het Staatsblad en vervangt de oude Beleidsregel ondernemen of beleggen van 12 december 2006 (nr. 06-15).

### Het belang van 'ondernemen of beleggen' voor de Wft

De vraag of sprake is van ondernemen of beleggen is voor twee soorten regels onder de Wft van belang, te weten de vergunningplicht voor (beheerders van) beleggingsinstellingen en de informatieverplichtingen bij het aanbieden aan het publiek of het toelaten tot de beurshandel van rechten van deelneming in het kapitaal van de entiteit.

### Vergunningplicht

Als de activiteiten van de entiteit bestaan uit beleggen, kwalificeert de entiteit mogelijk als

beleggingsinstelling. Voor het aanbieden van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen is in de regel een vergunning nodig onder de Wft. Naast de activiteit van de entiteit is een aantal andere elementen van belang om te kwalificeren als beleggingsinstelling in de zin van de Wft, zoals bijvoorbeeld de vraag of voor collectieve rekening wordt belegd. Deze – overige – elementen worden niet in deze beleidsregel besproken. Als de entiteit niet kwalificeert als beleggingsinstelling kunnen de betreffende activiteiten nog wel kwalificeren als een andere vergunningplichtige activiteit onder de Wft.

## **Informatieverplichtingen**

Uitgevende instellingen en beleggingsinstellingen die effecten uitgeven aan het publiek of doen toelaten tot de beurshandel, kunnen verplicht zijn een prospectus te publiceren en om aan doorlopende informatieverplichtingen te voldoen. Deze informatieverplichtingen zijn voor de verschillende soorten instellingen verschillend van aard.

## **Relevantie van de Beleidsregel voor overige bepalingen van de Wft**

Deze Beleidsregel is toegespitst op de vraag wanneer er sprake is van ondernemen of beleggen. Daarmee geeft zij ook antwoord op de vraag of sprake is van beleggen door een beleggingsinstelling in de zin van de Wft. De uitkomst van de denkstappen in onderstaande beslisboom geeft geen antwoord op de vraag of andere bepalingen uit de Wft van toepassing zijn. Zo zouden de volgende bepalingen in de Wft eveneens relevant kunnen zijn voor een specifieke casus:

- . Aantrekken van opvorderbare gelden, artikel 3:5 Wft;
- . Aanbieden van effecten, artikel 5:2 Wft ev.;
- . Uitoefenen van bedrijf van kredietinstelling, artikel 2:11 Wft ev.;
- . Aanbieden van beleggingsobjecten, artikel 2:55 Wft ev.;
- . Verlenen van beleggingsdiensten of verrichten van beleggingsactiviteiten, artikel 2:96 Wft ev.

## **Beslisboom ‘ondernemen of beleggen’**

In deze Beleidsregel worden de denkstappen in de vorm van zes vragen weergegeven die kunnen worden doorlopen om te bepalen of de activiteiten van een entiteit kwalificeren als ondernemen of beleggen. Vraag 1 is de kernvraag. Vervolgens wordt door middel van vraag 2 tot en met vraag 4 de entiteit centraal gesteld waar de activiteiten daadwerkelijk plaatsvinden. Tot slot richten de vragen 5 en 6 zich tot situaties waarbij gemengde activiteiten (ondernemen en beleggen) worden verricht. De *wijze waarop* de entiteit waardevermeerdering voor haar deelnemers in het kapitaal realiseert (of wil realiseren<sup>1)</sup>), is bepalend om de activiteiten van de entiteit te kwalificeren als ‘ondernemen of beleggen’. De vraag of deelnemers in de entiteit zelf kwalificeren als beleggers of ondernemers is in dit kader niet relevant en blijft daarom buiten beschouwing.

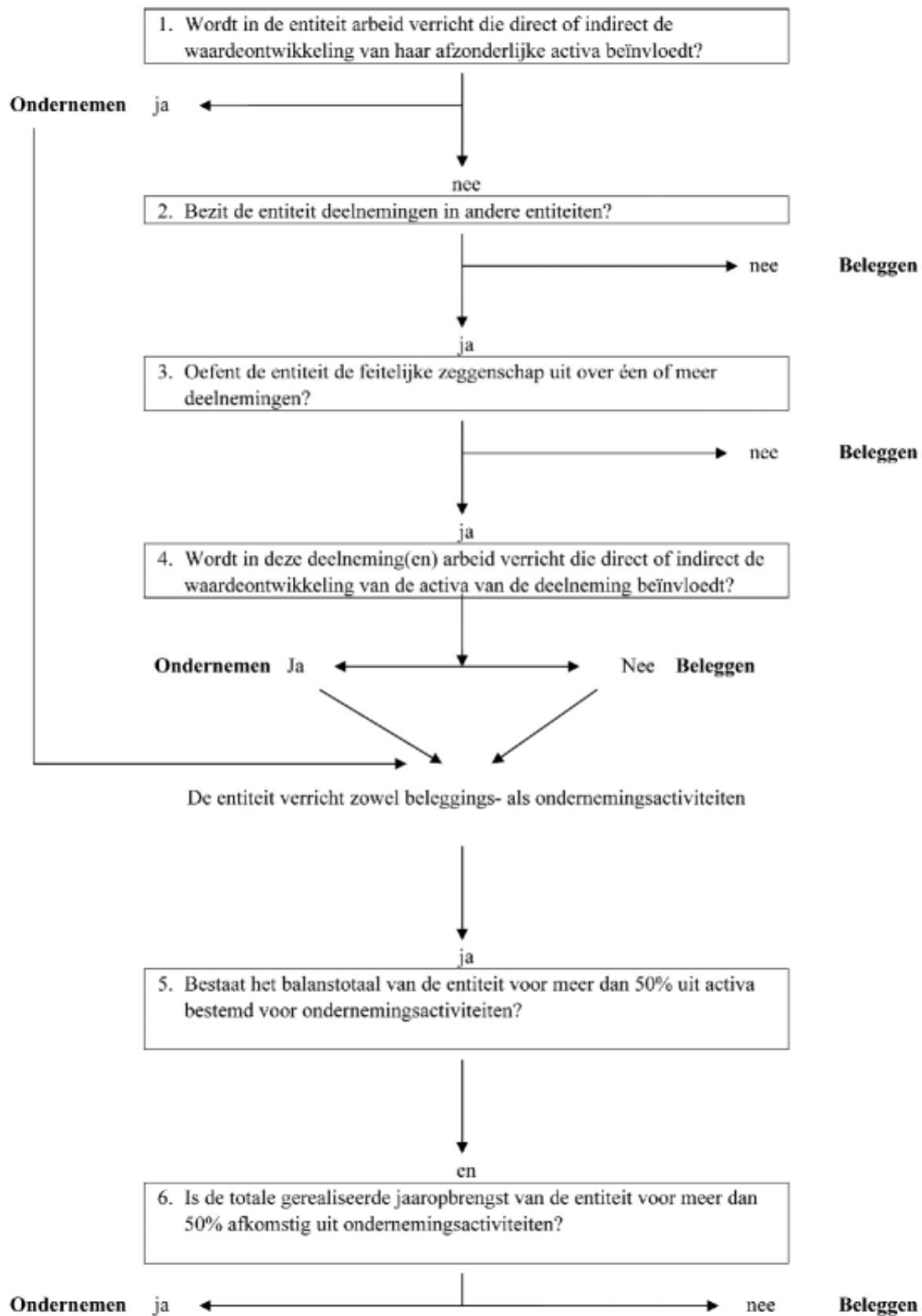
De waardevermeerdering kan ‘actief’ worden nagestreefd door arbeid, maar ook passief door het enkel gerechtigd zijn tot bepaalde goederen of een financieel belang in het saldo van activa en passiva. Als de arbeid direct of indirect is gericht op het beïnvloeden van de waardevermeerdering van de activa is dat een indicatie voor ondernemen terwijl een passieve waardevermeerdering op beleggen duidt.

---

1) Of het doel van de entiteit ook daadwerkelijk bereikt wordt is niet relevant. Anders zou een negatief rendement tot de conclusie leiden dat er geen sprake is van beleggen.

Onderstaande beslisboom geeft een algemene indicatie of er sprake is van ondernemen of van beleggen. Iedere vraag in de beslisboom wordt in de toelichting van nadere uitleg voorzien.

De AFM gaat ervan uit dat de beslisboom in het merendeel van de gevallen tot een duidelijk antwoord zal leiden. Benadrukt wordt dat de beslisboom niet in alle gevallen leidt tot een zwart/wit oplossing. In die gevallen dat er geen duidelijk antwoord is, biedt de AFM de gelegenheid tot het voorleggen van een casus, waarop de AFM haar zienswijze zal geven. Deze casus moet worden vergezeld van een onderbouwde uiteenzetting van het ondervonden knelpunt en een onderbouwd standpunt van de indiener op de vraag of sprake is van 'ondernemen of van beleggen'. Om marktpartijen meer zekerheid te geven worden de zienswijzen in geanonimiseerde vorm gepubliceerd op de website van de AFM.



## Toelichting

### Vraag 1: Arbeid

Of de entiteit belegt of onderneemt wordt bepaald door de wijze waarop de entiteit de waardetoeename van haar activa nastreeft. Als de entiteit een actieve houding ten toon spreidt om die waardevermeerdering van haar activa te realiseren, dan duidt dit op ondernemen. Als sprake is van een passieve houding, is eerder sprake van beleggen.

Om te bepalen of de entiteit een actieve of passieve houding aanneemt, wordt met name gekeken naar de kwaliteit (impact) van de arbeid die in de entiteit wordt verricht. De impact van de arbeid op de activa van de entiteit is daarbij van onderscheidend belang. Het is niet van belang of de arbeid geestelijk of lichamelijk is. Het gaat er om of de arbeid gericht is op het realiseren van waardevermeerdering van de activa. Het maakt hierbij evenmin uit of de arbeid wordt uitbesteed.

Voor de beantwoording van vraag 1 moet worden gekeken naar de impact van de arbeid. Daarbij kan een onderscheid worden gemaakt tussen:

- a) Ondernemen: de arbeid die gericht is op het kopen, beïnvloeden en bewerken van de activa om de waardeontwikkeling van de activa te realiseren; versus
- b) Beleggen: de arbeid die gericht is op het kopen, houden of behouden van de activa. De waardeontwikkeling van de activa wordt hier niet zozeer door arbeid bewerkstelligd, maar door het speculeren op een waardestijging dan wel waardedaling of het genereren van een cashflow.

Met de activa van de entiteit worden bedoeld de activa die op de enkelvoudige balans van de entiteit staan. Ook als de activa van de entiteit op geconsolideerde basis als uitgangspunt worden genomen, zou dit niet tot een andere uitkomst moeten leiden. In dat geval wordt de arbeid die in de geconsolideerde groep wordt verricht in aanmerking genomen voor de kwalificatievraag. Vragen 2 tot en met 4 worden dan als afzonderlijke stappen overgeslagen.

### *Ondernemen*

Als de arbeid direct of indirect tot doel of gevolg heeft dat de activa van de entiteit in waarde ontwikkelt, duidt dit op ondernemen. Dit is het duidelijkst als fysieke arbeid in de entiteit wordt verricht. Ook als de arbeid geestelijk van aard is, is sprake van ondernemen als die arbeid gericht is op het toevoegen van waarde aan de activa. Arbeid die bestaat uit dienstverlening (aan derden) heeft eveneens tot doel het toevoegen van waarde aan de activa van de entiteit.

Voorbeelden:

1. In een fietsenfabriek wordt door middel van arbeid waarde toegevoegd aan grondstoffen zodat uiteindelijk een fiets ontstaat. Hier is sprake van ondernemen.
2. Research en development werkzaamheden in een entiteit zijn te beschouwen als 'ondernemen' omdat deze arbeid ten dienste staat aan het uiteindelijke doel van de entiteit, te weten het toevoegen van waarde aan de activa.
3. De entiteit koopt grondstoffen in en verkoopt en levert deze grondstoffen door aan verwerkende bedrijven. Hier is sprake van ondernemen, omdat de activiteit waarde toevoegt door het verlenen van een dienst aan de verwerkende bedrijven. Deze dienst bestaat uit het verrichten van een deel van de inkoopactiviteiten voor de verwerkende bedrijven. De waardevermeerdering van de entiteit wordt behaald doordat de entiteit voor het verrichten van deze dienst wordt betaald.  
Van ondernemen zal sprake zijn indien de arbeid meer omvat dan noodzakelijk is voor vermogensbeheer. Arbeid die te beschouwen is als vermogensbeheer wordt hierna onder het kopje 'beleggen' toegelicht.

Andere voorbeelden van ondernemen in de zin van het financiële recht:

4. De entiteit koopt grondstoffen in, verwerkt deze grondstoffen via een geheel geautomatiseerd proces tot een product en verkoopt het product. Hier is sprake van ondernemen omdat de

entiteit actief waardevermeerdering tot stand brengt door de grondstoffen te bewerken tot een ander product.

5. De entiteit koopt één of meer gebouwen, knapt de gebouwen op en verkoopt ze weer door, Hier is sprake van ondernemen. De waardevermeerdering van het gebouw is voornamelijk het resultaat van de fysieke arbeid die nodig is voor het opknappen van het gebouw.
6. Een entiteit laat een schip ontwikkelen. Na oplevering van het schip gaat de entiteit het schip exploiteren. De entiteit besteedt deze exploitatie activiteiten uit, maar loopt wel het financiële risico van de exploitatie. Hier is sprake van ondernemen. De entiteit maakt indirect gebruik van arbeid om te bewerkstelligen dat de activa waarde genereren.

### *Beleggen*

Indien in de entiteit arbeid wordt verricht die alleen gericht is op het kopen, houden of in stand houden van de activa zal in de regel sprake zijn van beleggen. Deze arbeid is te beschouwen als het beheren van vermogen, dat typisch is voor beleggen. Bij beleggen streeft de entiteit naar waardevermeerdering van de activa door het enkele tijdsverloop (speculatie) of door het genereren van een cashflow uit de activa. De arbeid is hieraan dienstig en is niet gericht op het toevoegen van waarde aan de activa.

Onder arbeid die typisch is voor beleggen valt in elk geval het volgende:

- Werkzaamheden met betrekking tot aan- en verkoop beslissingen van (financiële) activa met daaronder begrepen het verrichten van noodzakelijke research;
- Het volgen van de waardeontwikkeling van de activa en het op basis daarvan nemen van aan- en verkoopbeslissingen;
- Het beheren (onderhouden) van activa, waaronder begrepen het uitoefenen van zeggenschapsrechten, die verbonden zijn aan bepaalde activa. Hierbij kan worden gedacht aan periodiek onderhoud van onroerend goed, het in administratie en bewaring geven van effecten, de uitoefening van crediteurs- en aandeelhoudersrechten.

Voorbeelden van beleggen:

1. De entiteit koopt grondstoffen in, slaat deze grondstoffen op en verkoopt deze grondstoffen na verloop van tijd op de markt waar de grondstoffen worden verhandeld met het oogmerk te speculeren op en te profiteren van waardevermeerdering van de grondstoffen. De arbeid die in de entiteit wordt verricht is typisch voor beleggen, namelijk het behouden en beheren van de grondstoffen. De activiteiten van de entiteit kwalificeren dan ook als beleggen.
2. De entiteit koopt en verkoopt financiële instrumenten voor eigen rekening. De waarde van de financiële instrumenten wordt bepaald door marktprijzen. De arbeid van de entiteit heeft hier geen invloed op, daarom is er sprake van beleggen.
3. De entiteit koopt een pand, verhuurt dit pand en verkoopt het pand na verloop van tijd. Hier is sprake van beleggen. Er wordt immers geen waarde toegevoegd aan het pand door de inzet van arbeid. Het enkele plegen van onderhoud aan het pand en het zoeken van huurders om inkomsten te genereren uit het pand, liggen nog in de beleggings sfeer.
4. Een entiteit koopt één of meer schepen, verhuurt deze schepen aan een reder. De reder is verantwoordelijk voor en neemt het risico van de exploitatie van het schip en zorgt voor bemanning. De entiteit is de eigenaar van het schip en ontvangt alleen inkomsten uit verhuur van het schip, pleegt regulier onderhoud en verricht geen exploitatiewerkzaamheden. Hier is sprake van beleggen.

### **Vraag 2: Deelnemingen in andere entiteiten**

Ook als de eigen activiteiten van de entiteit zijn aan te merken als beleggen, kunnen de activiteiten van iedere deelneming die de entiteit houdt deze kwalificatie mogelijk doen omslaan in ondernemen. Om definitief te bepalen of de activiteiten van de entiteit kwalificeren als beleggen of ondernemen, worden de indirecte activiteiten van iedere deelneming in de beoordeling meegenomen. De activiteiten van iedere deelneming worden dus aan de entiteit toegerekend. Vraag 2 heeft tot doel vast te stellen of de entiteit deelnemingen heeft, die mee moeten worden genomen in de beoordeling. Als sprake is van deelnemingen moeten vraag 3 en 4 worden beantwoord.

### Vraag 3: Feitelijke zeggenschap over deelnemingen

De activiteiten van een deelneming worden alleen aan de entiteit toegerekend (zie vraag 4 hierna) als de entiteit juridisch en de facto *feitelijke zeggenschap* kan uitoefenen over een deelneming. Als de entiteit geen feitelijke zeggenschap uitoefent over een deelneming, dan worden de activiteiten niet aan de entiteit toegerekend.

Van feitelijke zeggenschap is in elk geval sprake bij:

- Deelnemingen die meer dan 50% van de zeggenschapsrechten bedragen;
- De deelnemingen behoren tot de 'groep' van de entiteit in de zin van art. 2:24 BW;
- De bevoegdheid om het bestuur van de deelnemingen te benoemen en ontslaan;
- Stemovereenkomsten dan wel andere regelingen op grond waarvan de entiteit duurzaam in staat is de zeggenschap over de deelnemingen uit te oefenen.

### Vraag 4: Arbeid in de deelneming

Als een entiteit de feitelijke zeggenschap over een deelneming uitoefent, dan moet voor de vraag of de activiteiten van de entiteit kwalificeren als beleggen of ondernemen worden gekeken naar de activiteiten van de deelneming. Hiervoor geldt hetzelfde criterium als hierboven onder vraag 1 is uiteengezet en toegelicht. De activiteiten van de deelneming worden aan de entiteit toegerekend.

Voorbeelden:

1. Een entiteit houdt een viertal 100% belangen in andere entiteiten. Drie van de vier entiteiten zijn werkmaatschappijen waar goederen worden geproduceerd. De vierde entiteit is een financieringsmaatschappij die financiering verzorgt van de groep. Deze activiteiten zijn allemaal te beschouwen als 'ondernemen'. De entiteit is een zogenoemde holding, waaraan de ondernemersactiviteiten van haar deelnemingen moeten worden toegerekend.
2. Een entiteit houdt belangen van 20–40% in een honderdtal andere entiteiten en toont geen actieve houding, zoals bedoeld onder vraag 1 van deze toelichting, om waardevermeerdering van de activa te kunnen realiseren. Aangezien de entiteit over geen van de deelnemingen de feitelijke zeggenschap uitoefent, worden de activiteiten van deze deelnemingen niet aan de entiteit toegerekend. De activiteiten van de entiteit worden daarom aangemerkt als 'beleggen'.

### Vraag 5 en 6: Toelichting op mengvormen

Sommige entiteiten verrichten diverse soorten activiteiten, al dan niet via deelnemingen, die ieder afzonderlijk onderscheiden kunnen worden in 'ondernemen' of 'beleggen'. Voor deze mengvormen geldt dat er sprake is van beleggen indien het balanstotaal voor meer dan vijftig procent bestaat uit beleggingen en meer dan vijftig procent van de totale gerealiseerde opbrengsten gegenereerd worden uit beleggingen. De vragen 5 en 6 van de beslisboom sluiten aan bij de vrijstelling zoals opgenomen in artikel 4 Vrijstellingsregeling Wft.

Een grijs gebied vormen entiteiten wier opbrengsten in een jaar slechts tijdelijk voor meer dan 50% afkomstig zijn uit beleggen. Hierbij geldt dat het feitelijk doel van de activiteiten bepalend is voor een kwalificatie van deze activiteiten als 'ondernemen' of als 'beleggen'.