

WAARDERING VAN BELEGGINGEN BIJ MAATSCHAPPIJEN VAN LEVENSVZERZEKERING, BEDRIJFS- EN ONDERNEMINGSPENSIOENFONDSEN

door C. P. A. Bakker

In het Mei- en Juninummer van dit blad hebben de heren P. J. H. J. Bos, J. A. Th. M. Brans en E. J. Nieuwenhuis over bovengenoemd onderwerp geschreven. Zij hebben daarbij een poging gedaan om een stelsel van waardering te zoeken, dat bedrijfseconomisch verantwoord mag worden genoemd.

Het door deze schrijvers voorgestelde stelsel heeft mij niet bevredigd. Ofschoon het enkele aantrekkelijke zijden heeft, meen ik het toch op bedrijfseconomische gronden te moeten afwijzen.

Aan de balans moet de eis worden gesteld, dat zij zowel de grootte van het vermogen als de grootte van het verteerbare inkomen laat zien. Het stelsel van Bos c.s. voldoet bepaaldelijk niet aan het eerste en als gevolg daarvan evenmin aan het tweede. De voornaamste oorzaak hiervan meen ik te moeten zoeken in hun opvatting, dat de beleggingen in het normale geval zijn te beschouwen als een technische voorraad en dat in normale gevallen geen sprake is van een economische voorraad. Deze opvatting is m.i. onjuist.

Men mag wel aannemen, dat de synchronisatie tussen opbrengsten van beleggingen en van uitkeringen nooit aanwezig is. Afgezien van de vraag of dit practisch mogelijk zou zijn, is dit ook niet noodzakelijk, daar de winst van de levensverzekeringmaatschappij — voor zover het de rente betreft — niet alleen voortvloeit uit een gelijktijdige samenvoeging van kleine bedragen, doch evenzeer uit een volgtijdige samenvoeging, welke gemotiveerd is door de verwachte opvolging van spaarders (polishouders). In dit opzicht staat de levensverzekeringmaatschappij grotendeels op één lijn met de spaarbanken. Een vergelijking met de positie, welke de spaarbanken innemen, kan wellicht verhelderend werken. (Ook bij deze instellingen is de waarderingskwestie actueel). Men neemt waar, dat de inlagen en terugbetalingen op zichzelf beschouwd ten opzichte van het spaartegoed veelal belangrijke mutaties zijn, doch dat het saldo van inlagen en terugbetalingen ten opzichte van het spaartegoed normaliter van veel geringer omvang is. Daar in principe alle spaargelden op korte termijn opvraagbaar zijn, komt duidelijk tot uitdrukking, dat de spaarbanken met betrekking tot de belegging op lange termijn een positie innemen, welke renterisico meebrengt, of, wat op hetzelfde neerkomt, dat de spaarbanken een economische voorraad hebben. Het lijdt geen twijfel, dat de stijging van de rentevoet, en de daardoor veroorzaakte daling van de effectenkoersen, het vermogen van de spaarbanken heeft aangetast, welke vermogensvermindering voor zover deze niet op een vroeger gevormde reserve in mindering kan worden gebracht, een verlies vormt, waarvan men mag hopen, dat het uit de vergrote marge tussen gekweekte rente en inleggersrente op korte termijn kan worden weggewerkt.

Het ontbreken van de hierboven genoemde synchronisatie heeft eveneens tot gevolg, dat een renterisico wordt gelopen, hetgeen betekent het houden van een economische voorraad. Hieraan doet niet af, dat de levensverzekeringmaatschappij evenals de spaarbank door de continuïteit in staat is de gevolgen van het hebben van een economische voorraad tot op zekere hoogte op te vangen.

Dat de levensverzekeringmaatschappij een economische voorraad heeft, laat zich ook afleiden uit het feit, dat zij voor de belegging van de nog te ontvangen premieën gebonden is aan de rentevoet op het moment van ontvangst van de premie. Het opvangen van de bezwaren verbonden aan het houden van een economische voorraad geschiedt door in tijden van dalende rente de tarieven te verhogen, hetgeen men in en na de oorlog ook heeft kunnen waarnemen.

Het vraagstuk van de waardering van de beleggingen is m.i. in wezen het vraagstuk van het waarderen van voorraden. In dit opzicht komt het mij voor, dat er geen principieel verschil is met de handels- of productieonderneming, voor welke ondernemingen het waarderingsvraagstuk als opgelost mag worden beschouwd. Als maatstaf voor de waardering van de beleggingen voldoet geen andere dan de vervangingswaarde. Voor effecten is dit de beurswaarde. Voor de andere beleggingen is dit een rentabiliteitswaarde berekend op basis van de rentevoet, tegen welke op het moment van waardering een zelfde belegging zou kunnen worden verkregen.

Voor de keuze van de grondslag rente voor de berekening van de wiskundige reserve is eveneens de vervangingswaarde beslissend. Dit wil niet zeggen, dat de technische rentevoet moet worden gesteld op de vervangingsrente. Om twee redenen moet de technische rentevoet lager worden gesteld. In de eerste plaats is een veiligheidsmarge noodzakelijk, omdat de levensverzekeringmaatschappij een renterisico loopt als uitvloeisel van het ontbreken van de hierboven genoemde synchronisatie. In de tweede plaats is de vervangingsrente tot op zekere hoogte een bruto rente, omdat geen rekening wordt gehouden met de kosten verbonden aan het beheer van de beleggingen. Voor de levensverzekeringmaatschappij betekent dit, dat zij rekening moet houden met de kosten van haar beleggingsafdeling. De technische rentevoet zal dus zijn: de vervangingsrente verminderd met een veiligheidsmarge en een marge voor de kosten verbonden aan het beheer der beleggingen.

De veel gehoorde, ook door Bos c.s. gedeelde opvatting, dat men bij de keuze van de grondslagen voor de wiskundige reserve niet onafhankelijk is van het waarderingssysteem der beleggingen is in haar algemeenheid eigenlijk onjuist. Op deze wijze wordt het gevolg van de keuze van het juiste waarderingsbeginsel voor beleggingen en wiskundige reserve vereenzelvigd met afhankelijkheid.

De consequentie van de door mij hierboven weergegeven opvatting is, dat in principe bij wijzigingen van de vervangingswaarde de technische rentevoet van de wiskundige reserve zal moeten worden herzien. De vraag is nu op welke wijze praktisch aan de aan omrekening verbonden bezwaren kan worden tegemoetgekomen. Het staat vast, dat de praktijk in het algemeen onvoldoende op herhaalde omrekening is ingesteld. Een mechanische administratie kan aan sommige bezwaren tegemoetkomen. De ene methode van reserveberekening leent zich ook beter tot omrekening dan de andere. Een oplossing in andere richting is die waarbij voorshands de omrekening achterwege wordt gelaten, doch de vermoedelijk voor aanvulling of onttrekking benodigde bedragen worden geschat door middel van stelselmatig uitgevoerde proefberekeningen. Sommigen zullen hiervoor misschien wat huiverig zijn. Zij dienen te bedenken, dat dit weinig verschilt met de praktijk, welke geen vaste regel kent voor omrekening van de reserve en evenmin vaste regels voor toevoegingen of onttrekkingen aan de onder vele benamingen voorkomende vrije reserves. Met opzet

liet ik de invloed van gewijzigde verwachtingen ten aanzien van de grondslagen sterfte en onkosten buiten beschouwing. Het zou te ver voeren op de betekenis hiervan in te gaan. Ik volsta met op te merken, dat ook deze verwachtingen aanleiding kunnen zijn tot omrekening over te gaan.

Het is nu nodig een vergelijking te maken tussen de gevolgen van het door Bos c.s. verdedigde stelsel voor de balans en de resultatenrekening en de gevolgen daarvoor van het door mij voorgestane stelsel. Laten wij hiervoor aannemen, dat zich eerst een langdurige periode met constante rentevoet heeft voorgedaan, dat daarna de rentevoet daalt en dat vervolgens de rentevoet weer op het oorspronkelijke peil terugkeert.

In het stelsel van Bos c.s. betekenen aanvankelijk noch de daling noch de stijging van de rentevoet een verandering in de grootte van het vermogen. Die verandering wordt verschoven naar het tijdstip, waarop de gemiddelde rente van de beleggingen zover is gedaald resp. is gestegen, dat omrekening van de wiskundige reserve noodzakelijk is. Fouten welke ontstaan, doordat op te korte of op te lange termijn is belegd, worden op deze wijze onzichtbaar gemaakt.

In het door mij voorgestane stelsel betekent daling van de rentevoet, dat de beleggingen hoger worden gewaardeerd en dat de wiskundige reserve moet worden verhoogd. In deze verhoging van de wiskundige reserve is dan verwerkt de contractuele gebondenheid om de toekomstige premiën tegen de verwachte lagere rentevoet te beleggen. Het hangt nu van de termijn, voor welke de reeds ontvangen premiën zijn belegd, af, of door de rentedaling een vermogensvermindering dan wel een vermogensvermeerdering wordt veroorzaakt. Is de termijn van belegging te kort, dan ontstaat een vermogensvermindering, omdat de noodzakelijke vervanging t.z.t. een lagere renteopbrengst betekent. Is de termijn van belegging te lang, dan ontstaat een vermogensvermeerdering, omdat op een toekomstige vervanging is vooruitgelopen. Normaliter is de beleggingsportefeuille zodanig samengesteld, dat beide gevolgen zich gelijktijdig voordoen. Door het ontbreken van de meer genoemde synchronisatie tussen opbrengsten van beleggingen en uitkeringen zal echter altijd een voor- of nadelig saldo ontstaan. Wanneer bij daling van de rentevoet vermogenstekorten ontstaan, dan is dit een indicatie, dat er aan de termijnen van belegging aandacht dient te worden geschonken.

Na het vorenstaande lijkt het mij onnodig de situatie te schetsen, welke ontstaat bij stijging van de rentevoet.

Men behoeft slechts enkele jaarverslagen van levensverzekeringmaatschappijen te raadplegen om te constateren, dat er een dringende behoefte bestaat aan een bedrijfseconomisch verantwoord stelsel van waardering. Moge bovenstaande beschouwingen ertoe bijdragen in deze behoefte te voorzien.

ERRATUM

Uit het Buitenland. Zweden. - Bijzonderheden over het accountantsberoep.

Op blz. 449 (November 1952 nr. 10) van dit tijdschrift moet de telling der percentages zijn 60,3 in plaats van 44,3 ($39,7 + 60,3 = 100$).

L. J. M. R.