

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

door P. J. H. J. Bos

In het Decembernummer 1952 van dit blad heeft de Heer C. P. A. Bakker enige critische beschouwingen gegeven op het artikel over bovengenoemd onderwerp door J. A. T. M. Brans, E. J. Nieuwenhuis en schrijver dezes. De Heer Bakker stelt, dat als maatstaf voor de waardering van de beleggingen geen andere dan de vervangingswaarde voldeet en bij de keuze van de grondslag rente voor de berekening der wiskundige reserve eveneens de vervangingswaarde beslissend is.

Hoewel het betoog van de Heer Bakker in feite aan de in ons artikel gegeven argumentatie voorbij gaat en hij het door hem voorgestelde systeem onvoldoende motiveert, maak ik gaarne van de gelegenheid tot gedachtenwisseling gebruik.

Hoewel zelf een aanhanger en ik mag wel zeggen propagandist van de leer van de vervangingswaarde, zoals deze door Prof. Limperg is gesteld, moet ik toch opmerken, dat de Heer Bakker vergeet, dat de toepassing van de vervangingswaarde geen doel op zich zelf is, doch een middel om het doel te bereiken. Dit doel is m.i. een juiste verkoopprijsstelling en een juiste bepaling van het verteerbaar inkomen.

Bij ons streven te komen tot een bedrijfseconomisch verantwoord systeem van waardering der beleggingen voor de balans van een maatschappij van levensverzekering, hebben wij de balans gezien als onderdeel van de jaarrekening en in navolging van Prof. Limperg als primaire eis gesteld, dat uit de jaarrekening het verteerbare inkomen moet blijken. In deze gedachtengang dient dus ook van jaar tot jaar het juiste renteinkomen te worden bepaald. De Heer Bakker stelt nu, dat bij het door ons voorgestelde systeem de grootte van het vermogen en dus het verteerbare inkomen niet blijkt. Ik kan deze mening niet delen.

Hoewel er in bijzondere gevallen aanleiding kan zijn een vermogensbalans voor een speciaal doel (bv. een liquidatiebalans) op te stellen, geeft m.i. de balans als onderdeel van de jaarrekening, als door ons gesteld, ook bij het levensverzekeringsbedrijf een juist inzicht in de vermogenspositie van dat bedrijf als „going concern”. Voor de motivering hiervan is het noodzakelijk, dat men zich vooraf rekenschap geeft van de aard en de werkwijze van een levensverzekeringsbedrijf. Ik moge voor een meer uitvoerige uiteenzetting t.d.a. verwijzen naar de lezing, welke ik dd. 10 Juni 1952 mocht houden voor de leden van het Actuariëel Genootschap over „Het kostenprobleem in de levensverzekering”, welke lezing is afgedrukt in het tijdschrift „De Vereenigde Verzekeringpers” en eerstdaags tevens zal verschijnen in het „Verzekerings-archief”.

Ik moge volstaan met hieruit de volgende punten te releveren:

1. „In de Levensverzekering worden vaste, in geld uitgedrukte, uitkeringen bij leven of overlijden van de mens in uitzicht gesteld, tegen betaling van vooraf overeengekomen premiën.

Voor de bepaling van het evenwicht tussen toekomstige uitkeringen en premie-ontvangsten op het moment van het sluiten der verzekeringsovereenkomst moet worden uitgegaan van te maken veronderstellingen met betrekking tot de in de toekomst verwachte interest, sterfte en kosten”.

2. „Bovendien valt op te merken, dat de wiskundige reserve voor de balans op enig tijdstip aldus dient te worden bepaald, dat wordt uitgegaan van de inzichten, welke op dat moment gelden terzake van de toekomstige sterfte, interest en kosten. Dit kan met zich brengen, dat met betrekking tot de sterfte en de interest van een andere veronderstelling moet worden uitgegaan, dan indertijd bij de vaststelling van het voor lopende verzekeringen geldende tarief heeft gegolden.”
3. „Het feit, dat men met langdurige contracten te maken heeft en tijdens de duur der in één periode afgesloten verzekeringen door exogene zowel als door endogene oorzaken belangrijke wijzigingen kunnen optreden, maken het noodzakelijk, dat men de risico's dusdanig schat en het tarief dusdanig vaststelt, dat a priori gezien de kans op gunstige afwijkingen de kans op nadelige afwijkingen overtreft”.

Uit bovenstaande stellingen, die moeilijk voor bestrijding vatbaar zijn, volgt m.i. direct, dat de door de Heer Bakker getrokken vergelijking met de positie van de spaarbanken, principiëel onjuist is. Hij vergeet hierbij, dat de maatschappijen van levensverzekering, voorzoverre deze winst beogen, voor de lopende veelal langdurige contracten niet alleen de risico's terzake van overlijden resp. in leven blijven, doch ook die t.a.v. de toekomstige ontwikkeling der kosten en rente hebben overgenomen. Bij de vaststelling van het tarief voor nieuwe contracten zullen zij voor wat betreft de grondslag rente uitgaan van een op dat moment rationele verwachting terzake van de in de toekomst te kweken rente. Er is dan ook een fundamenteel verschil t.o.v. de spaarbanken, waar de in de toekomst te vergoeden rente ook voor de oudere spaarders kan worden herzien en waar steeds de mogelijkheid bestaat, dat een belangrijk bedrag aan spaartegoeden wordt opgeëist. Het risico ligt hier dan ook geheel anders. Voor de balanswaardering der beleggingen heeft dit belangrijke consequenties.

De opmerking, dat het opvangen van de bezwaren verbonden aan het houden van een economische voorraad geschiedt door in tijden van dalende rente de tarieven te verhogen is, in het kader van het onderhavige probleem, nl. de waardering der beleggingen en de bepaling van de grootte der wiskundige reserve voor de balans, bedrijfseconomisch zeker niet verantwoord. De verhoging van de tarieven heeft toch uitsluitend betrekking op de nieuwe contracten. Het zou onjuist zijn bij de balanswaardering rekening te houden met mogelijke rentewinst op nog af te sluiten contracten, welke compenserend zou kunnen werken t.a.v. de verwachte lagere rentewinst op de lopende contracten.

De Heer Bakker geeft trouwens aan het begrip „economische voorraad” een uitbreiding, welke o.i. slechts verwarrend kan werken. Het risico terzake van de afwijking in de verwachting van de te kweken rente op het ogenblik van de contractsluiting en die verwachting op de balansdatum terzake van de toekomstige belegging van de contractueel nog te ontvangen premieën, is een geheel ander risico dan de kans op koersverliezen op beleggingen als gevolg van een na de belegging ingetreden wijziging in de rentestand.

Bij de overige opmerkingen van de Heer Bakker teken ik het volgende aan:

1. „Het stelsel van Bos c.s. voldoet bepaaldelijk niet aan de eis, dat het zowel de grootte van het vermogen als de grootte van het verteerbaar inkomen laat zien”.

Ik heb reeds aangegeven, dat wij de balans hebben besproken als onderdeel van de jaarrekening en als primaire eis stelden, dat het juiste verteerbare inkomen moet blijken. Dit verteerbare inkomen wordt nu bepaald door de voordelige verschillen tussen de op basis van rationele verwachtingen vastgestelde grondslagen, waarvan bij de vaststelling van het tarief is uitgegaan, en de werkelijkheid, dus meer in het bijzonder door de winst op de grondslagen sterfte, kosten en rente.

Het betreft hier contracten op lange termijn. De economische ruil is dus reeds tot stand gekomen. Van verteerbaar inkomen over een bepaald jaar is echter slechts sprake naar gelang de winst ook tot kapitaalvorming heeft geleid. De rentewinst voor een bepaald jaar, wordt dus bepaald door het voordelige verschil tussen de werkelijk ten gunste van dat jaar komende rente en die, welke op basis van de technische rentevoet aan de wiskundige reserve moet worden gedoteerd.

De Heer Bakker stelt, dat de balans de grootte van het vermogen moet aangeven. De eis moet m.i. zijn, dat de balans, binnen het kader van de economische betekenis der jaarrekening, de juiste financiële positie aangeeft. Voor de maatschappijen van levensverzekering is hierbij naast de kennis van het verteerbaar inkomen primair van belang de vraag, of uit de balans blijkt, in hoeverre verwacht mag worden, dat de maatschappij haar verplichtingen op de bestaande contracten kan nakomen en of het bedrijf rendabel is.

Wij verwijzen t.d.a. naar hetgeen wij in de tweede alinea van § 2 van ons artikel opmerkten terzake van de grootte van de wiskundige reserve en meer in het bijzonder op het feit, dat de wiskundige reserve wordt gewaardeerd op basis van bepaalde verwachtingen met betrekking tot sterfte, rente en kosten.

Zodra dus de balans van een maatschappij van levensverzekering een eigen vermogen aanwijst, volgt hieruit, dat voornoemde conclusies mogen worden getrokken, mits de grondslagen voor sterfte, kosten en interest veilig zijn. Zolang de bij de berekening der wiskundige reserve gekozen grondslagen gelijk zijn aan die bij de tariefstelling, heeft men direct een toetssteen hiervoor in de cijfers der organische verlies- en winstrekening. T.a.v. de grondslag rente wijzen wij er op, dat èn de momentele rentevoet èn de verwachting terzake van de toekomstige ontwikkeling van de rentevoet van belang zijn voor de beantwoording der vragen:

- a. of de spaarpremiën, begrepen in de toekomstig te ontvangen premiën, benevens de te ontvangen interest, kunnen worden belegd tegen een rentevoet boven de technische;
- b. of, indien de bestaande beleggingen op korter termijn expireren dan de uitkeringen, de vrijgekomen gelden *dan* zullen kunnen worden belegd tegen een rentevoet boven de technische.

Het probleem, hetwelk rijst, indien gelden uit beleggingen later vrijkomen dan voor de financiering van de uitkeringen der bestaande contracten nodig is, hebben wij in ons artikel afzonderlijk besproken.

Ik stel dan ook tegenover de Heer Bakker, dat wijziging van de grondslag rente bij de berekening der wiskundige reserve alleen nodig is, wanneer een der in ons artikel in § 5, sub a, b of c genoemde omstandig-

heden zich voordoet. Stijging van de rentestand betekent dus wel een grotere winstmogelijkheid in de toekomst, doch betekent niet, dat reeds van een groter verteerbaar inkomen, ter grootte van het verschil in toekomst van de berekening der wiskundige reserve mag worden gesproken. Dit verschil wordt nl. slechts ten dele gecompenseerd door de herwaardering der beleggingen, vnl. door de rente van de beleggingen der toekomstige premiën waarvan bij de berekening der wiskundige reserve mede wordt uitgegaan.

2. „Men mag wel aannemen, dat van synchronisatie tussen opbrengsten en beleggingen nooit sprake is”.

Het verheugt mij te constateren, dat de Heer Bakker en ik het op dit punt volkomen eens zijn. Dit betekent echter niet, dat bij de afleiding en motivering van een voorgesteld systeem van waardering niet primair mag worden uitgegaan van de suppositie van een synchronisatie, mits men afzonderlijk de invloed van de afwijkingen onderzoekt. Dit nu is in het onderhavige artikel door ons geschied. Wanneer in § 4 eerste alinea gesproken wordt van de „gemaakte suppositie inzake mogelijke synchronisatie” kan dit moeilijk voorzichtiger worden gezegd.

3. „Als maatstaf voor de waardering van de beleggingen voldoet geen andere dan de vervangingswaarde. Voor effecten is dit de beurswaarde”.

Per de balansdatum bestaat echter nog geen enkele verplichting tot vervanging. Deze vervangingsplicht ontstaat pas op het moment dat de beleggingen op korter termijn expireren dan voor de financiering der verplichtingen nodig zal zijn. Indien dit rationeel wordt verwacht, hebben wij in ons artikel aangegeven, op welke wijze en in welke gevallen hiermede rekening moet worden gehouden, mede wanneer in feite zal worden gefinancierd uit de premiën van na de balansdatum nieuw afgesloten contracten.

De Heer Bakker stelt ten onrechte, dat het vraagstuk van de waardering van beleggingen in wezen het vraagstuk van de waardering van voorraden is. De economische betekenis van de beleggingen bij een verzekeringsinstelling is echter een geheel andere; men dient hierbij uit te gaan van de structuur van het verzekeringsbedrijf.

4. „Voor de keuze van de grondslag rente en voor de berekening van de wiskundige reserve is eveneens de vervangingswaarde beslissend”.

Ik volsta met op te merken, dat het moment van de vervanging hier niet samenvalt met de balansdatum. De verwachting terzake van de toekomstige ontwikkeling der rentestand is hier voornamelijk beslissend. De invloed, welke de op een bepaald moment geldende rentevoet heeft, is door mij ter sprake gebracht bij de genoemde lezing voor de leden van het Actuariëel Genootschap; ik meen dit hier buiten bespreking te kunnen laten.

Wanneer de Heer Bakker stelt: „De technische rentevoet zal dus zijn: de vervangingsrente verminderd met een veiligheidsmarge enz.”, laat hij in het midden, hoe deze veiligheidsmarge moet worden bepaald. Ik verwijs in dit verband naar onze opmerkingen in § 7 sub 7 van het besproken artikel, waar is aangegeven onder welke voorwaarden een parallelle herberekening zou te motiveren zijn. Op de door ons genoemde bezwaren tegen het hanteren van de beurskoers gaat de Heer Bakker niet in.

5. *Herziening wiskundige reserve.*

Onder de in ons artikel genoemde voorwaarden zou ook o.i. een gelijktijdige herwaardering van de beleggingen en van de wiskundige reserve betekenis kunnen hebben. Ik wijs er echter weer op, dat t.a.v. de toekomstige premieën de verwachting terzake van de ontwikkeling der rentevoet mede van grote betekenis is. De Heer Bakker onderschat bovendien de moeilijkheid van de herberekening der wiskundige reserve.

6. „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”.

Ik betwijfel of de Heer Bakker, wanneer hij ons artikel nog eens rustig naleest, deze conclusie zal handhaven.

Bij de suppositie inzake een mogelijke synchronisatie tussen de opbrengsten uit de beleggingen en de uitkeringen aan de begunstigten der verzekeringscontracten en in de veronderstelling dat men alleen met premievrije posten te doen heeft, zal inderdaad bij het door ons voorgestelde stelsel geen vermogensverandering optreden. In theorie zou bij herwaardering der beleggingen op basis van de rentabiliteitswaarde volgens de dan geldende rentevoet en een overeenkomstige herberekening der wiskundige reserve, onder de gestelde voorwaarden ook het stelsel van de Heer Bakker hiertoe moeten leiden, wil het systeem juist zijn. In feite verandert dan toch voor de Maatschappij van Levensverzekering noch t.a.v. de vermogenspositie, noch t.a.v. de rentabiliteit iets. In § 7 sub 1 stelden wij echter reeds, dat dan een parallelle herberekening der wiskundige reserve moet plaats vinden dusdanig, dat de rentewinst volgens de organische verlies- en winstrekening ongewijzigd blijft. Dit betekent dus enerzijds een norm voor de door de Heer Bakker genoemde doch niet nader bepaalde veiligheidsmarge, doch anderzijds tevens, dat de wiskundige reserve tegen een gebroken percentage zou moeten worden berekend. Dusdanige herberekeningen, welke in feite geen enkel praktisch nut hebben, zijn m.i. dan echter economisch niet verantwoord.

Terecht vestigt de Heer Bakker, evenals wij dit gedaan hebben, er de aandacht op, dat de synchronisatie in feite nimmer bestaat. Hij stelt, dat de „fouten”, welke ontstaan, doordat op te korte of te lange termijn is belegd, bij het door hem voorgestelde systeem tot uitdrukking komen en dus vermogensvermindering of vermogensvermeerdering zal worden geconstateerd. Ten onrechte neemt de Heer Bakker echter aan, dat hier altijd van „fouten” sprake is. Het kan wel degelijk het gevolg zijn van een verantwoordde beleggingspolitiek. De verwachting terzake van de ontwikkeling van de rentestand speelt hierbij een grote rol. In dit verband noem ik bv. het zogenaamde „switchen”, waarbij men doelbewust obligaties met lange looptijd omzet in die met kortere looptijd of omgekeerd.

De berekening van de vermogensvermeerdering of vermogensvermindering op basis van de op het moment der balansopneming geldende rentevoet is m.i. dan ook onjuist, daar de basis dan zou moeten zijn de rentevoet, welke geldt op het moment, dat herbelegd moet worden resp. beleggingen moeten worden geliquideerd resp. overgaan in beleggingen van premieën van na de balansdatum afgesloten contracten. Deze percentages zijn echter niet bekend. Trouwens ook indien deze bekend waren

en indien men per afzonderlijk boekjaar zou ramen de afwijkingen tussen de opbrengsten uit de beleggingen en de voor uitkeringen vereiste bedragen, zou een dergelijke berekening m.i. in veel gevallen onjuist zijn. Dit zou toch gewoonlijk in strijd komen met de eis, dat men geen winsten tot het verteerbare inkomen rekent, die niet gerealiseerd zijn.

In ons artikel hebben wij daarom nagegaan in welke gevallen wel rekening moet worden gehouden met de wijzigingen resp. te verwachten wijzigingen in de rentevoet. Hiervoor verwijs ik naar de door ons in § 5 gegeven beschouwingen, die in feite neerkomen op de regel, dat men bij langlopende contracten wel reeds rekening houdt met te verwachten verliezen, doch geen rekening houdt met de nog niet gerealiseerde winsten. De Heer Bakker houdt bij de herwaardering der wiskundige reserve op basis van zijn interpretatie van de vervangingswaarde voor de grondslag rente, in feite ook rekening met de contante waarde der te verwachten daling resp. stijging van de rentewinst in de komende jaren en dan nog op een onvolkomen wijze; in feite neemt hij toch aan, dat ook in de toekomst tot aan de expiratiedatum der contracten de nieuwe rentevoet zal gelden. Dit laatste moge, indien herwaardering op basis van de nieuwe rentevoet is geschied, juist zijn voor de bestaande beleggingen voorzover een volkomen synchronisatie zou bestaan en er uitsluitend premievrije posten waren, doch is beslist onjuist, zodra de synchronisatie niet bestaat (op te korte of te lange termijn belegd) en zodra men rekening houdt met de in de toekomst nog te ontvangen premiën en interest, waarvoor van jaar tot jaar nieuwe beleggingen plaats zullen vinden tegen de dan bestaande rentevoet. Ik meen dan ook, dat de in ons artikel gegeven analyse van het probleem tot een juister inzicht en tot een betere oplossing leidt. Ik heb de indruk, dat het verschil in opvatting tussen de Heer Bakker en ons voornamelijk gelegen is in een andere opvatting t.a.v. het winstbegrip en t.a.v. de normen voor de balanswaardering. Daarnaast kan ik mij echter niet aan de indruk onttrekken, dat de Heer Bakker onvoldoende rekening heeft gehouden met de structuur van het levensverzekeringsbedrijf en ten onrechte de vervangingswaarde tot leuze heeft verheven, zonder zich bij dit probleem opnieuw op de inhoud van dit begrip te bezinnen.

Ik moge tenslotte mijn verwondering uitspreken over de op blz. 494 van het M.A.B. 1952 voorkomende alinea:

„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 waarderingsstelsel 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”.

Door ons is bij de inleiding uitsluitend gewezen op het nauwe verband en is opgemerkt, dat de keuze der grondslagen voor de wiskundige reserve en het waarderingsstelsel der beleggingen niet onafhankelijk van elkaar zijn. De betekenis van de tweede zin uit de aangehaalde alinea, ontgaat mij dan ook volkomen.

Op zichzelf kan men de balanswaardering van activa en passiva van één zaak al nimmer los zien van het geheel, daar men bij de keuze van het waarderingsstelsel toch steeds de economische betekenis van de jaarrekening als uitgangspunt dient te nemen. Bij de keuze van de grondslag rente voor de waardering der wiskundige reserve dient men voorts

toch uit te gaan van de verwachte rente. T.a.v. de reeds bestaande beleggingen wordt deze mede bepaald door de wijze van waardering der beleggingen.

Overigens wil ik ter vermindering van misverstand nog opmerken, dat het systeem van waardering tegen beurskoers, mits men de voordelige koersverschillen reserveert en de nadelige koersverschillen hierop afboekt, ook naar mijn mening gedurende een reeks van jaren een praktisch aanvaardbare methode is geweest. Theoretisch was zij echter fout. Nu in 1951 vele effecten belangrijk onder pari zijn gekocht en de bij het stelsel van waardering tegen beurskoers naar voren komende koersverliezen bij vele maatschappijen niet uit de bestaande reserve voor koersverschillen konden worden opgevangen, kwamen de fouten van dit systeem sterk naar voren.

Het stelsel van herberekening der wiskundige reserve en gelijktijdige herwaardering van de overige beleggingen (niet-obligaties), ondervangt het bezwaar slechts zeer ten dele. Niet alleen dat een jaarlijkse herberekening van de wiskundige reserve praktisch op grote bezwaren stuit wat betreft de hoeveelheid rekenwerk, doch het is tevens praktisch ondoenlijk de technische rentevoet dusdanig vast te stellen, dat het verterbare inkomen juist wordt berekend.

Uit de door mij gegeven beschouwingen volgt m.i., dat de Heer Bakker, ondanks zijn loffelijk streven in die richting, geen bijdrage tot de oplossing van het onderhavige probleem heeft vermogen te geven.
