

PROBLEMEN RONDOM DE PENSIOENFONDSBALANS

door C. P. A. Bakker

Van de hand van Drs F. L. G. Slooff verscheen in het Februari-nummer van dit blad een artikel onder bovengenoemde titel. Dit geeft mij aanleiding tot enige opmerkingen. Ik stel mij voor daarbij tevens enige punten te bespreken, die hiermede nauw in verband staan.

Volgens de inleiding (par. 1) is de bijdrage van de heer Slooff bedoeld als een samenvatting en kritische beschouwing van het reeds bereikte en een poging om een stap verder te komen op de weg naar de uiteindelijke oplossing van het waarderingsprobleem. Reeds op deze plaats wil ik vermelden, dat het laatste op mij de indruk heeft gemaakt een stap terug te zijn geweest.

Mijn eerste bezwaar geldt de omschrijving van de functie der beleggingen en de daaruit getrokken conclusie, zoals vermeld in par. 2. Volgens de heer Slooff kan de functie als volgt worden omschreven:

„Zij dienen, met de te kweken opbrengsten, de middelen te verschaffen om de deelnemers na zekere tijd - het juiste tijdstip ligt per individu niet vast, maar voor de gezamenlijke deelnemers zijn de verplichtingen door de wet van de grote getallen met een voldoende graad van nauwkeurigheid te berekenen - in geld uitgedrukt (dat wil in Nederland zeggen in Guldens) vaste uitkeringen te kunnen geven.”

De vraag komt op of een belegging, welke alleen te beschouwen is als de contante waarde van een serie toekomstige opbrengsten (in de betekenis van revenuen) onder deze omschrijving te brengen is. Ik denk b.v. aan onaflosbare leningen, aandelen en tot op zekere hoogte onroerende goederen. Het komt mij voor, dat het antwoord ontkennend moet luiden. In dit geval is de omschrijving te eng. Mijn ruimere opvatting van de functie der beleggingen is gebaseerd op het verschijnsel, dat normaliter ook in een pensioenfonds continuïteit aanwezig is in die zin, dat door de steeds voortgaande toetreding van nieuwe deelnemers de noodzaak vervalt om de middelen ter betaling van pensioenen te putten uit de beleggingen, welke vroeger uit ontvangen premïën zijn verkregen. Dit verschijnsel is de heer Slooff blijkens de eerste alinea van par. 4 niet ontgaan. Hij heeft echter verzuimd bij de omschrijving van de functie der beleggingen hiermede rekening te houden.

Op grond van de zoëven genoemde continuïteit ben ik van oordeel, dat bij de keuze der beleggingen van een pensioenfonds aandelen en onroerende goederen niet a priori behoeven te worden uitgesloten. Een andere vraag is in hoeverre belegging in aandelen en onroerende goederen gewent is. De beantwoording van deze vraag hangt van tal van factoren af, waarvan de behandeling mij te ver van het onderhavige probleem zou voeren. Ik wil evenwel te dien aanzien toch enige praktische opmerkingen maken. Er is naar mijn mening over het algemeen meer plaats voor belegging in aandelen en onroerende goederen dan thans in de praktijk te zien is. Voor aandelen zal in de meeste gevallen 5 tot 10 % en voor onroerende goederen 20 % van het totaal der beleggingen bedrijfseconomisch verantwoord zijn. Dit betekent niet, dat ik een pensioenfonds, dat geen aandelen of onroerende goederen heeft, zou adviseren de opbouw van de beleggingsportefeuille in één jaar zodanig te wijzigen, dat aan-

delen en onroerende goederen daarin in de genoemde verhoudingen voorkomen. Voor deze soorten beleggingen geldt, dat geleidelijke aanschaffing en dan nog met bijzondere voorzichtigheid de aangewezen weg is, terwijl uit het in vergelijking tot andere beleggingen hogere rendement, gezien over een reeks van jaren, een extra reserve dient te worden gevormd. Met betrekking tot de noodzaak en de grootte van de extra reserve van levensverzekeringmaatschappijen in verband met de aard der beleggingen komt een duidelijke uitspraak van de Verzekeringskamer voor in haar verslag over het jaar 1940. Voordelige koersverschillen op aandelen dienen op een vermogensverschillenrekening, b.v. Reserve voor koersverschillen genoemd, tot uitdrukking te worden gebracht. Nadelige verschillen komen in de eerste plaats in mindering van deze reserve, vervolgens in mindering van de extra reserve en zo ook deze ontoereikend is ten laste van de rekening van lasten en baten. Vermenging van de genoemde vermogensverschillenrekening met de extra reserve moet worden ontraden, aangezien men dan de kans loopt, dat aan de extra reserve een bestemming wordt gegeven b.v. een extra verhoging van pensioenen, terwijl deze reserve eigenlijk zou moeten blijven bestaan om toekomstige verliezen op te vangen. Aldus bereikt men, dat de post aandelen per saldo nooit hoger in de balans komt dan de laagste waarde die op een balansdatum is geregistreerd. Voor onroerende goederen geldt ongeveer hetzelfde. Een normale afschrijving behoort onder de exploitatiekosten te worden opgenomen. Ook hier moet een vermogensverschillenrekening, b.v. Reserve voor afschrijving genoemd, worden aangelegd. Ten gunste van deze rekening worden gebracht de bij periodieke hertaxatie blijvende voordelige verschillen en ten laste van deze rekening de blijvende nadelige verschillen. Het verdient hierbij aanbeveling de in het jaar van aanschaffing betaalde transportkosten, provisies voor makelaars e.d. direct ten laste van de extra reserve te brengen.

Het verschijnsel, dat gelijkwaardige beleggingen op één balans volgens verschillende maatstaven worden gewaardeerd is voor de heer Slooff een raadsel. Ik geloof, dat dit het resultaat is van een historische ontwikkeling. De oplossing zal wel gezocht moeten worden bij de sleur, welke moeilijk wordt doorbroken zelfs nadat structurele veranderingen zijn opgetreden. Dat er structuurveranderingen zijn opgetreden moge blijken uit het volgende overzicht van de beleggingen bij de gezamenlijke levensverzekeringmaatschappijen:

soort:	procenten van het totaal der beleggingen per ultimo:			
	1928	1938	1952	
vaste eigendommen	4	10	6	(6)
hypotheken	42	34	14	(14)
effecten	31	20	14	(24)
leningen op schuldbekentenis...	12	27	42	(52)
polisbeleningen	7	5	2	(2)
diversen	4	4	22 ¹⁾	(2)
totaal	100	100	100	100

¹⁾ grotendeels inschrijvingen in schuldregisters en grootboeken. Zou men deze beleggingen resp. tot effecten en leningen op schuldbekentenis rekenen, dan verkrijgt men het beeld, dat tussen haakjes is vermeld.

Men ziet, dat in 1928 hypotheeken en effecten bijna $\frac{3}{4}$ van het totaal van alle beleggingen uitmaakten. Voor hypotheeken lag het wel voor de hand deze te waarderen op de nominale waarde, aangezien aflossing op korte termijn, afgezien van boetebepalingen, als regel mogelijk is. Voor effecten vond waardering naar beurskoers vrijwel algemene toepassing, met dien verstande, dat daarbij voor obligaties met een hogere koers dan pari dit laatste werd aangehouden. Leningen op schuldbekentenis werden administratief algemeen op dezelfde wijze als hypothecaire leningen behandeld. Dit heeft waarschijnlijk aanleiding gegeven tot een gelijke waardering. Dat de toeneming van de post leningen op schuldbekentenis geen aanleiding gaf tot een andere wijze van waardering dan het nominaal bedrag der vorderingen wordt vermoedelijk veroorzaakt door de omstandigheid, dat de toeneming sedert het begin der dertiger jaren gepaard ging met een geleidelijke daling van de rentestand, waardoor de oudere leningen in vergelijking tot de nieuw gesloten leningen meer waard werden, hetgeen tot een waardering boven pari aanleiding zou hebben kunnen geven, indien niet reeds de gewoonte bestond om boven pari noterende obligaties tegen pari op te nemen. Met andere woorden, de praktijk zag geen moeilijkheden zolang tengevolge van de daling van de rentestand de uitkomsten van in beginsel verschillende waarderingsmaatstaven ongeveer gelijk waren. Van moeilijkheden was eerst sprake nadat enige jaren geleden de daling van de rentestand haar voorlopig einde scheen te hebben bereikt en een stijging zich manifesteerde, waarbij de beurskoersen der obligaties begonnen te dalen.

Aan een behoorlijk gefundeerd waarderingssysteem stelt de heer Slooff o.m. de eis, dat het niet mag leiden tot voor de betreffende institutionale belegger van geen belang zijnde waardefluctuaties voor dezelfde posten in opeenvolgende balansen. Uit de verdere behandeling blijkt, dat hij bedoelt, dat de uitkomsten van het systeem van jaar tot jaar geen grote verschillen mogen geven. Dit is een redenering van achteren naar voren. Hier wordt het gewenste resultaat vooropgesteld en het systeem daarbij aangepast. Een dergelijke opvatting miskent het waarderingsvraagstuk. Het leidt ertoe, dat een waarderingssysteem vervalt tot een systeem zonder waardering. De oorzaak ligt bij het uit het oog verliezen van hetgeen zich met de passiva afspeelt, zoals duidelijk uit de derde alinea van par. 4 blijkt. Koersverliezen op effecten zijn geen schijnverliezen doch werkelijke verliezen. Dat men hierover niet bezorgd behoeft te zijn schuilt niet in de omstandigheid dat men t.z.t. 100 % terugontvangt, doch in het feit dat tegelijk met de koersverliezen op effecten winsten bij de vaststelling van de wiskundige reserve optreden.

De heer Slooff noemt het door mij verdedigde stelsel: waardering volgens realisatiewaarde. Dit doet onwillekeurig denken aan verkoop of liquidatie. Ik geef er daarom de voorkeur aan te spreken van waardering op basis van de vervangingswaarde. Op de tot mij gerichte vraag: hoe bepaalt men voor de diverse beleggingen de „rentestand” op de balansdatum wil ik gaarne antwoorden. Men behoeft zich hiervoor alleen af te vragen tegen welke rentevoet men eenzelfde belegging op de balansdatum zou accepteren. Voor hypotheeken is dit meestal zeer gemakkelijk, daar deze veelvuldig voorkomen. Voor leningen op schuldbekentenis kan voor de meeste gevallen als basis worden genomen het effectieve rendement van obligaties, zoals dat uit de beurskoers voortvloeit. Een nauwkeurigheid van $\frac{1}{4}$ % (afgerond naar boven) is voldoende. Ook in de industriële onderneming staat men voor een dergelijk probleem n.l. bij de waardering

van het machinepark. Voor de berekening van de contante waarden van de werkeenheden zou men in theorie moeten werken met het gewogen gemiddelde van de vervangingsprijzen voor het doelmatig aangewende vermogen. In de practijk lost men dit vraagstuk misschien wel wat te gemakkelijk op, maar dit neemt niet weg, dat de rentevoet toch altijd moet worden afgerond om de berekeningen met de gangbare rentetafels mogelijk te maken.

Voor de critiek die de heer Slooff heeft op de toepassing van de vervangingswaardegedachte moet ik hem verwijzen naar mijn artikelen opgenomen in de nummers 11 van 1952 en 7 van 1953 van dit blad. Ik heb daar uiteengezet, dat de beleggingen een *onderdeel* uitmaken van de positie die het fonds inneemt, een positie die niet alleen voortvloeit uit de aanwezige voorraad doch ook uit de verplichtingen, welke het fonds ten aanzien van de toekomst op zich heeft genomen. Deze positie is tot op zekere hoogte te vergelijken met die van een handelsonderneming, welke behalve een technische voorraad nog een groot aantal termijntransacties heeft lopen. Bij het opmaken van de balans zal men teneinde te komen tot een waardering van de economische voorraad naast de technische voorraad ook de hausse of baisseposities moeten waarderen.

Uit het feit, dat spaarinstellingen op lange termijn obligaties plegen aan te houden tot zij worden afgelost, leidt de heer Slooff af, dat deze obligaties een - in geld uitgedrukt - vaste innerlijke waarde hebben, de lossingswaarde. Mag men zeggen, dat een obligatie voor deze instellingen haar waarde ontleent aan de hoofdsom? Het is mij een raadsel hoe iemand een dergelijke eenzijdige opvatting kan huldigen. Zulk een waardebegrip heeft m.i. met waarde niets te maken. Voor de waarde zijn hoofdsom, rentevoet en tijd als bepalende factoren niet te scheiden. Het is dan ook geen wonder, dat de heer Slooff bij de praktische toepassing in zijn eigen strikken verward raakt en genoodzaakt wordt concessies te doen. Het is meer dan gewaagd, het is onverantwoord te vragen of de vervangingswaarde niet de lossingswaarde is. De consequenties heeft de heer Slooff blijkbaar niet overwogen. Denkt hij, dat hij voor een bij een inbraak bij een pensioenfonds gestolen effect dat beneden pari noteert, met enige kans op succes bij de verzekeringsmaatschappij de lossingswaarde kan claimen? Zou hij heus genoeg nemen met de lossingswaarde indien het effect boven pari noteerde? Ik kan het moeilijk geloven. De opvatting van de lossingswaarde blijkt later (op pag. 69) nog een juridische grond te hebben n.l. het verkrijgen van een vordering ter grootte van de lossingswaarde. Dit is ongetwijfeld juist, doch voor de waardebepaling op de balansdatum volkomen irrelevant.

De hierboven reeds gesignaleerde verwarring komt tot uiting in par. 5 De behandeling van het verschil tussen de boekwaarde en de aankoopprijs.

„Bij waardering van de beleggingen tegen de lossingswaarde mag men uiteraard het voordelige verschil tussen de kostprijs en de boekwaarde niet meteen als winst beschouwen” aldus de heer Slooff.

De betekenis van het woord uiteraard ontgaat mij. Is de lossingswaarde dan niet de waarde? De vraag rijst verder, wat onder kostprijs moet worden verstaan. Uit de verdere behandeling blijkt, dat hier bedoeld is de uitgaafprijs. De waarderingsverschillenrekening blijkt in beginsel te moeten dienen als een amortisatierekening van agio en disagio en daarmee een verlengstuk van de waardering te zijn. Het saldo van deze rekening

stelt dus voor het saldo van disagio en agio voorzover nog niet ten gunste resp. ten laste van de rekening van lasten en baten gebracht, waarbij de oorspronkelijke grootte van het geboekte disagio of agio afhangt van de uitgaafprijs van de belegging. Hieruit kan worden geconcludeerd, dat tot zover het systeem van de heer Slooff in beginsel overeenstemt met het systeem verdedigd door Bos c.s. Er is alleen verschil in de practische uitwerking. De heer Slooff laat bij een beneden pari gekochte obligatie de waarderingsverschillenrekening in het credit van de balans dalen, terwijl Bos c.s. de waarde van de obligatie in het debet van de balans evenveel laten stijgen.

Na te hebben vastgesteld, dat het systeem van Bos c.s. tweeslachtig en onvolledig is, concludeert de heer Slooff, dat de balans slechts een juiste weerspiegeling van de positie van een pensioenfonds kan weergeven, indien de activa volgens dezelfde maatstaf zijn verantwoord als de passiva. Deze uitspraak kan ik onderschrijven, doch niet de betekenis die de heer Slooff hieraan geeft. Zoals ik in mijn hierboven reeds genoemde artikelen heb aangegeven, moet zowel ten aanzien van de activa als ten aanzien van de passiva de vervangingswaarde-gedachte worden toegepast. Dit behoeft niet te betekenen, dat er gelijkheid moet zijn tussen de rekenrente en het rendement van de beleggingen. De reden hiervan eist enig actuariel inzicht. Actuariel gezien behoort de wiskundige reserve zodanig te zijn berekend, dat zij ten aanzien van elk der drie grondslagen: rente, sterfte en onkosten, een veiligheidsmarge bevat. Het is daarom een illusie te menen door het in de balans opnemen van de contante waarde der rentemarge, dus één van de drie veiligheidsmarges, een juist beeld van de financiële positie van een pensioenfonds te krijgen. Doch zelfs indien men alleen de rentemarge tot uitdrukking wil brengen, krijgt men geen juist beeld, indien men de rekenrente als basis neemt, daar deze rekenrente door de wiskundige met inachtneming van een veiligheidsmarge moet worden bepaald. Met andere woorden, door met de rekenrente te werken, wordt de contante waarde van de „overrente” te hoog tot uitdrukking gebracht, daar het werken met een lagere rentevoet voert tot een hoger getal. Nog erger wordt het wanneer men de door de heer Slooff met A aangegeven weg ter vaststelling van de contante waarde volgt. De terwille van de veiligheid ingevoerde „ongunstigste omstandigheden” maken, dat het verkregen beeld in ieder geval van de werkelijkheid afwijkt. De met B aangegeven weg is overigens weinig beter.

Het voorbeeld dat moet demonstrenen, dat de door Ir Smit aanbevolen contante-waardemethode de beleggingspolitiek op ongewenste wijze kan beïnvloeden is onjuist. Indien een 75 jarige ineens lossende $3\frac{1}{2}$ % lening een effectief rendement geeft van 4 % en op hetzelfde moment is verkrijgbaar een 10 jarige ineenslossende 5 % lening, welke een rendement geeft van $4\frac{1}{2}$ %, dan kan men er zeker van zijn, dat de laatste lening een groter risico betekent dan de eerste, want bij een gelijk risico zou het rendement van de eerste lening niet lager doch hoger moeten zijn. Deze gedachte vindt men o.m. terug in de z.g. rentegamma's. Een hoger effectief rendement is geen maatstaf, die de voorkeur voor de belegger doet ontstaan. Op hetzelfde ogenblik dat dit zo was, zou het verschil in rendement verdwijnen door de verhoogde vraag naar de stukken met het hogere rendement en het wegvallen van de vraag naar de stukken met het lagere rendement.

Ik ben het eens met de heer Slooff, wanneer hij bij waardering naar de contante waarde het opnemen van een maximum (pari) als een inconsequentie beschouwt.

De heer Slooff geeft geen toepassing van het door hem aanbevolen systeem. Ik heb gemeend dit wel te moeten doen. Ik neem daarvoor een tweetal willekeurig gekozen voorbeelden.

I. Stel een 3 % obligatie nominaal f 1000.—, losbaar à pari wordt op 31 December aangekocht tegen de koers 82 — de reserve wordt berekend op basis van $3\frac{1}{2}$ % — de rentabiliteitswaarde op basis van $3\frac{1}{2}$ % is 90.

BALANS VOLGENS DE HEER SLOOFF
(in guldens)

Activa	Passiva
1. Obligatie 1000 3. Contante waarde rente- verschillen (negatief) ... 100	2. Waarderingsverschillen- rekening 180 4. Contante waarde rente- verschillen (negatief) ... 100

Toelichting:

1. lossingswaarde.
2. verschil tussen lossingswaarde en uitgaafprijs.
3. en 4. verschil tussen de lossingswaarde en de contante waarde op grondslag van de rekenrente.

II. Stel een $3\frac{1}{2}$ % obligatie nominaal f 1000.—, losbaar à pari wordt op 31 December aangekocht tegen de koers 101 — de reserve wordt berekend op basis van 3 % — de rentabiliteitswaarde op basis van 3 % is 106.

BALANS VOLGENS DE HEER SLOOFF
(in guldens)

Activa	Passiva
1. Obligatie 1000 3. Contante waarde rente- verschillen 60	2. Waarderingsverschillen- rekening (negatief) 10 3. Contante waarde rente- verschillen 60

Naar mijn mening verschijnt in de eerste en de tweede balans alleen: Obligatie met resp. f 820.— en f 1010.—.

Ik laat aan de lezer over te beoordelen in hoeverre de ideale balans van de heer Slooff voldoet aan de door hem uitgesproken wenselijkheid, dat de verslaglegging ook leesbaar is voor niet economisch of actuair geschoolde pensioengerechtigden.

De heer Slooff verklaart, dat het door mij aanbevolen systeem op een praktisch bezwaar stuit n.l. het te doen krijgen met allerlei mogelijke gebroken percentages. Hiermede geeft hij blijk mijn artikelen oppervlakkig te hebben gelezen. In beide artikelen heb ik nadrukkelijk verklaard, dat deze moeilijkheid moet worden opgelost door een verantwoorde benaderingsmethode, ingegeven door de gedachte, dat een goede benaderingsmethode beter is dan systeemloosheid.

Mijn beschouwingen meen ik als volgt te kunnen samenvatten:

Het systeem van de heer Slooff stamt uit het door Bos c.s. verdedigde systeem met de daaraan verbonden uitgaafprijsgedachte. Het zichtbaar maken van de rentemarge door deze contant te maken mist door de eenzijdigheid en onnauwkeurigheid elke betekenis. De poging van de heer Slooff is daarom niet geslaagd, zij is een stap terug op het reeds bereikte.

Ik hoop, dat deze bijdrage anderen mag aansporen hun opvatting over dit onderwerp kenbaar te maken.