

WAARDERING VAN BELEGGINGEN BIJ MAATSCHAPPIJEN VAN LEVENSVZERZEKERING, BEDRIJFS- EN ONDERNEMINGSPENSIOENFONDSEN (I)

door P. J. H. J. Bos, J. A. Th. M. Brans, E. J. Nieuwenhuis

§ 1. *Inleiding.*

Door de stijging van de rentestand is het vraagstuk van de waardering van effecten voor de in hoofde genoemde instellingen opnieuw in het centrum der belangstelling gekomen. Deze stijging heeft nl. ten gevolge gehad, dat de beurskoers, meer in het bijzonder die van obligaties, aanzienlijk is gedaald. Die instellingen, welke de tot haar portefeuille behorende obligaties volgens beurskoers waardeerden, mogen verwachten, dat zij bij het opstellen der jaarrekening met een belangrijk koersverlies op effecten voor den dag zullen moeten komen, hetwelk in vele gevallen wellicht niet uit de in vroegere jaren gevormde reserve koersverschillen kan worden opgevangen.

Voor deze consequentie geplaatst, kan men, gezien het nauwe verband met de wiskundige reserve, er op wijzen, dat het in bepaalde gevallen gemotiveerd ware tegenover de lagere waardering der effecten de wiskundige reserve op een hogere technische rentebasis om te rekenen. Daaraan zijn echter vele bezwaren verbonden, zodat de vraag opnieuw naar voren komt, of de waardering naar beurskoers moet worden gehandhaafd, of dat een andere methode van waardering de voorkeur verdient, waarbij voorshands de omrekening van de wiskundige reserve op een hogere technische rentebasis buiten beschouwing kan worden gelaten.

In het verleden zijn verschillende bijzondere systemen van waardering voorgesteld, welke ten dele weder in het vergeetboek zijn geraakt en in de practijk, voorzover ons bekend, geen algemene toepassing hebben gevonden. Momenteel komen voornamelijk voor drie stelsels van waardering, te weten de waardering tegen beurskoers, de waardering naar de zogenaamde wiskundige koers en de waardering volgens aankoopkoers.

Als elk waarderingsvraagstuk, is dat van de effecten naar onze overtuiging primair een bedrijfseconomisch vraagstuk, zij het ook, dat door de structuur van het levensverzekeringsbedrijf, het probleem bijzondere aspecten van actuariële aard vertoont. Hoewel er verschillende situaties zijn, waarin een waarde-oordeel moet worden gevormd, zullen wij hieronder alleen bespreken de waardering ten behoeve van de jaarrekening van een going concern. De waardering der effecten zal dus moeten worden gezien binnen het kader van de economische betekenis van de jaarrekening der in de titel genoemde instellingen, waarbij tevens zal moeten worden nagegaan de economische functie van de beleggingen. De jaarrekening van de onderhavige instellingen dient, evenals die van productiehuishoudingen, een verslag te geven van het gevoerde beheer, waarbij het mede gaat om de vaststelling van het verteerbare inkomen, resp. van het voordelig saldo. De balans en de verlies- en winstrekening, tezamen vormende de jaarrekening, moeten als één organisch geheel worden beschouwd.

§ 2. *Bijzondere aspecten van het levensverzekeringsbedrijf.*

Het levensverzekeringsbedrijf wordt gekenmerkt door de afsluiting van contracten op lange termijn, waarbij, hetzij ineens, hetzij voor de duur van een gewoonlijk vooraf niet vaststaand aantal tijdseenheden,

bedragen worden ontvangen (premie-ontvangst), om daaruit hetzij eenmalig, hetzij voor een gewoonlijk vooraf niet vaststaand aantal tijds-eenheden, uitkeringen te verrichten. De duur der premie-ontvangst en de datum der eenmalige uitkering, resp. de ingangsdatum en de einddatum der periodieke uitkeringen per individueel contract bezien, zijn afhankelijk van het overlijden, resp. van het in leven zijn van de verzekerde. Het individuele geval levert voor de instelling uiteraard geen basis voor een zakelijk verantwoorde overeenkomst. Een voldoende aantal gelijksoortige verzekeringsgevallen vormt echter een, met behulp van levens- en sterftekansen, voor analyse vatbare massa, waardoor de mogelijkheid van het afsluiten van verzekeringsovereenkomsten als boven omschreven practisch mogelijk wordt.

De vermogenspositie van een verzekerende instelling wordt in belangrijke mate beheerst door de grootte van de wiskundige reserve. Men kan daaronder verstaan het bedrag, aangevende de waarde van hetgeen aanwezig moet zijn, op het moment waarop de berekening van de wiskundige reserve betrekking heeft, om, rekening houdende met de toekomstige contractuele verplichtingen van de verzekeringnemer, de verzekeringsinstelling in staat te stellen aan al haar contractuele verplichtingen te voldoen. Bij de berekening van de wiskundige reserve dienen daartoe de toekomstige premiebetalingen en uitkeringen te worden gewaardeerd, op basis van bepaalde verwachtingen met betrekking tot toekomstige sterfte, kosten en interest van beleggingen.

De van verzekeringnemers bij overeenkomst gevraagde prestaties — betaling van koopsommen, resp. premiën — zijn uiteraard eveneens gebaseerd op bepaalde veronderstellingen met betrekking tot sterfte, kosten en van beleggingen te kweken interest. De verwachtingen te dezer zake, op het moment waarop de verzekeringsovereenkomst wordt gesloten, beter gezegd de verwachtingen waarop de op dat moment gecontracteerde premiën zijn gebaseerd, kunnen uiteraard niet altijd ongewijzigd worden gehandhaafd bij de berekening van de wiskundige reserve ten behoeve van de opstelling der jaarrekening. Is dit wel het geval, m.a.w. zijn deze verwachtingen op de datum, waarop de wiskundige reserve wordt berekend, nog onveranderd, dan is de wiskundige reserve te definiëren als de som van de geaccumuleerde spaarpremiën, in totaal ontvangen op de contracten, welke op de berekeningsdatum nog lopende zijn. Verandering van inzicht met betrekking tot het toekomstig verloop van sterfte, kosten en interest kan in bepaalde omstandigheden leiden tot het kiezen van andere grondslagen voor de vaststelling van de wiskundige reserve.

Hoezeer de grondslagen een samenhangend complex vormen, in het kader van onze bespreking van de waardering der effecten voor de balans, zal de grondslag rente centraal staan.

De vraag moet onder het oog gezien worden of het verschil in economische situatie tussen de levensverzekeringmaatschappijen enerzijds en de bedrijfs- en ondernemingspensioenfondsen anderzijds een uniforme oplossing van het waarderingsprobleem der beleggingen niet in de weg staat. Wij menen, dat zulks niet het geval is en dat de verschillen in economische situatie, met betrekking tot het waarderingsprobleem der beleggingen, niet principieel doch gradueel zijn. De levensverzekeringmaatschappij neemt de onzekerheid, voortvloeiende uit de onbekendheid van het tijdstip van overlijden in individuele gevallen, de onzekerheid t.a.v. de van beleggingen te kweken interest en t.a.v. de aan het beheer

van een beleggings- en verzekeringsportefeuille verbonden kosten volledig van verzekeringnemers bij contract over. Zij is tegenover met haar contracterende partijen nauwkeurig, en in principe onveranderlijk, gebonden. Na de afsluiting van een contract optredende veranderingen in de verwachting met betrekking tot sterfte, interest en kosten, kunnen geen verandering brengen in de inhoud der tot stand gekomen rechtsbetrekkingen. De genoemde veranderingen kunnen alleen invloed hebben op de nieuw te sluiten verzekeringen. De levensverzekeringmaatschappij is vrij op verzekeringsaanvragen in te gaan of ze af te wijzen. Zij kan zich in het algemeen aan nieuwe situaties aanpassen. Op de balansdatum heeft zij, wat de waarderingsproblematiek betreft, in wezen slechts met de dan lopende contracten te maken.

Van de bedrijfs- en ondernemingspensioenfondsen moet gezegd worden, dat zij niet zo volledig de onzekerheid met betrekking tot sterfte, rente en kosten van de verzekeringnemers overnemen. Dit wordt primair hierdoor veroorzaakt, dat zij slechts een afgeleid continuïteitsstreven hebben, in tegenstelling tot de levensverzekeringmaatschappijen die een oorspronkelijk streven naar continuïteit hebben. De bedrijfs- en ondernemingspensioenfondsen functionneren krachtens het bestaan van de aangesloten ondernemingen. Zij zijn in geringere mate vrij in het aannemen of afwijzen van verzekeringen. Tariëfsaanpassing aan een veranderde situatie met betrekking tot te verwachten sterfte, interest en kosten kan op hun initiatief, maar niet autonoom plaats vinden. De door hen aangegane verplichtingen zijn veelal wel gedefiniëerd, maar hun rechten tegenover de aangesloten ondernemingen dragen veel minder het karakter van onveranderlijkheid en uiteindelijkheid, ja men kan zelfs starten, aan verzekerden onherroepelijke aanspraken toekennen en de dekking daarvan voor een kleiner of groter deel koppelen aan resp. funderen in de toekomstige ontwikkeling.

Op de balansdatum bestaat bij het bedrijfs- resp. ondernemingspensioenfonds de verplichting nieuwe verzekeringen op de geldende voorwaarden te accepteren.

Wanneer wij voor het onderhavige probleem de onderlinge maatschappijen buiten bespreking laten, kunnen wij stellen dat het geschetste verschil in situatie hierin culmineert, dat de levensverzekeringmaatschappij naar een netto inkomen streeft en het bedrijfs- of ondernemingspensioenfonds niet.

Wanneer wij toch menen, dat het onderscheid tussen de beide groepen van verzekerende instituten, met betrekking tot het waarderingsprobleem der beleggingen, niet principieel doch slechts gradueel is, dan is deze mening in hoofdzaak gefundeerd op de overweging, dat het al of niet gericht zijn op de vorming van een netto inkomen wel verband houdt met de mate waarin onzekerheden met economische gevolgen worden overgenomen, maar niet bepalend is voor het te kiezen waarderingsstelsel der beleggingen, noch ook voor de grondslagen volgens welke de wiskundige reserve wordt vastgesteld. Deze laatste toevoeging voert ons niet geheel buiten het onderwerp, omdat de keuze der grondslagen voor de wiskundige reserve en het waarderingsstelsel der beleggingen niet onafhankelijk van elkaar zijn.

De functie van de jaarrekening, in het bijzonder de opstelling van de organische verlies- en winstrekening, heeft dus bij de levensverzekeringmaatschappijen zeker ten doel de vaststelling van het verteerbare inkomen, maar in niet geringere mate is zij gericht op het periodiek toetsen

van de in werkelijkheid optredende sterfte-, rente- en kostenverhoudingen tegenover de met betrekking tot die grootheden gemaakte veronderstellingen bij de vaststelling der aan de bedrijfsvoering als basis gelegde grondslagen. Deze toetsing is natuurlijk niet onbelangrijk voor de vaststelling en de analyse van de resultaten uit het verleden, maar is toch wezenlijk op de toekomst gericht. Ook het bedrijfs- en ondernemingspensioenfonds, dat weliswaar niet in dezelfde onbeperkte omvang onzekerheid van anderen heeft overgenomen, is niet een instituut, dat op omslagbasis afrekent; dan zou zij in het geheel geen onzekerheid overgenomen hebben en alleen verrekeningsinstituut zijn. Hoewel dus het streven naar een verteerbaar inkomen ontbreekt, verkeert het bedrijfs- en ondernemingspensioenfonds, dat toekomstige aanspraken verleent, wat de andere technisch-economische aspecten betreft, slechts in een gradueel andere positie dan de levensverzekeringmaatschappij.

Wat bv. de rentefactor betreft, kan stellig geponeerd worden, dat de pensioenfondsen in ieder geval beogen over te nemen de onzekerheden voortvloeiende uit het, weliswaar cyclische, maar niet zuiver periodieke beloop van de rentestand. Wanneer dit zo is, krijgt onze stelling, dat het onderscheid tussen de beide groepen van verzekerende instituten, met betrekking tot het waarderingsprobleem der beleggingen, niet principieel, doch slechts gradueel is, een bijzonder reliëf.

Ter vermijding van misverstand wijzen wij er op, dat de voorgaande opmerkingen niet als argument kunnen dienen in de kwestie: eigen beheer of risico-overdracht, want de daarmede verband houdende vragen liggen in een geheel ander vlak. De beantwoording daarvan hangt niet in de eerste plaats af van de mate waarin risico's van verzekerden worden overgenomen, maar van de grootte van het draagvlak, dat door de verzekerden bij het bedrijfs- of ondernemingspensioenfonds wordt gevormd.

Wat het overnemen van risico's betreft, bestaat er tussen eigen beheer en dekking via verzekeringsovereenkomsten slechts een gering, feitelijk technisch, verschil. Het ondernemings- en bedrijfspensioenfonds nemen de risico's terzake van sterfte, interest en in beperkte mate ook van de beheerskosten over, maar, terugvallen op de aangesloten ondernemingen is mogelijk. De levensverzekeringmaatschappij neemt, zonder de mogelijkheid van terugvallen op een andere instantie, de risico's terzake van de genoemde factoren onvoorwaardelijk over.

§ 3. Economische betekenis van de beleggingen binnen het kader van het levensverzekeringsbedrijf.

De tarieven, zowel als de wiskundige reserve veronderstellen de mogelijkheid om de door verzekeringnemers verschuldigde koopsommen en premiën rentegevend te beleggen en wel tegen een rentepercentage dat ten minste gelijk is aan het rentepercentage, waarop tarieven onderscheidenlijk wiskundige reserve zijn gebaseerd (technische rentevoet). Men kan de in een bepaald tijdvak, stel boekjaar, ontvangen premiën en koopsommen gesplitst denken in de volgende bestanddelen:

- a. een deel dat dient ter dekking van uitkeringen en kosten te maken in het boekjaar;
- b. een deel dat dient ter dekking van vorenbedoelde uitgaven in volgende boekjaren.

Onder weglating van in dit verband niet ter zake dienende bijzonderheden, dient het hierboven onder b. genoemde deel per het einde van het boekjaar zodanig belegd te zijn, dat de gemiddeld gekweekte, resp.

te kweken interest minstens gelijk is aan de op basis van de technisch rentevoet der wiskundige reserve vereiste rente-dotatie. De in de toekomst te verwachten uitkeringen kunnen dan, onder overigens met de andere verwachtingen strokende omstandigheden, worden gedekt.

Achtereenvolgens zullen wij nu verschillende soorten van beleggingen aan een nadere beschouwing onderwerpen.

a. *Leningen op schuldbekentenis.*

Beschouwen wij daartoe allereerst de beleggingsvorm, welke als lening op schuldbekentenis kan worden omschreven. Voor het onderhavige probleem is irrelevant of al dan niet bepaalde zekerheden (pand, hypotheek) zijn gesteld. In vele gevallen zal er geen verschil zijn tussen de nominale en de effectieve rentevoet, waarbij onder de laatste wordt verstaan de rente, welke men in de heersende omstandigheden, bij het aanschaffen van prima beleggingen kan maken. De lening wordt dan „a pari” gesloten. Wijkt de effectieve rentevoet van de nominale af, dan zal zulks tot uitdrukking komen in een agio of disagio, al naar gelang de effectieve rentevoet lager of hoger is dan de in de leningsovereenkomst geconditioneerde nominale rente.

In alle gevallen staat, de mogelijkheid van vervroegde aflossing even uitschakelende, vooruit vast:

a. wat van jaar tot jaar is belegd;

b. wanneer de hoofdsom door aflossing weer beschikbaar komt (aflossing in totaal of in gedeelten);

c. tegen welke nominale en effectieve rente is uitgezet;

d. hoe het overeengekomen agio resp. disagio over de duur der lening zal moeten worden verdeeld, opdat werkelijk van jaar tot jaar de ten gunste van de verlies- en winstrekening gebrachte rente gelijk is aan die berekend op basis van de effectieve rentevoet, waarvan bij het sluiten der lening werd uitgegaan.

Op basis van het sub a. tot en met d. bepaalde vindt de waardering van de leningen voor de jaarrekening dan feitelijk plaats naar de effectieve rentevoet, welke bij het sluiten van de lening is bedongen. Immers wanneer men de lening voor de nominale waarde onder de activa opneemt, terwijl men daarnaast zorgt voor de plaatsing van het nog niet geamortiseerde deel van het agio of het disagio aan debet- of creditzijde van de balans, wordt per saldo bereikt, dat het onafgeloste deel der lening juist te boek staat voor de waarde berekend op basis van de effectieve rentevoet, bedongen bij het sluiten van de lening.

Een eerste leidende gedachte bij het beschreven waarderingssysteem is dus, dat het volledige agio resp. disagio bij sluiting geen rentebate resp. rentelast is van het boekjaar, waarin de lening is gesloten, maar dat dit een bate resp. last is, welke in de tijd, gedurende welke de lening uitstaat, wordt genoten, resp. geleden.

Een tweede leidende gedachte, aan het besproken waarderingssysteem verbonden, is, dat men in de opeenvolgende jaren de effectieve rentevoet, bedongen bij het sluiten der lening, als waarderinggrondslag voor de betreffende lening handhaaft. De vaststelling van de rentewinst of het renteverlies (als één der bronnen van winst of verlies bij de levensverzekeringmaatschappij, naast sterfte- en kostenresultaat) is dus, wat de reeds verworven individuele belegging aangaat, onafhankelijk van wijzigingen, welke na bedoelde verwerving in de algemene effectieve rentestand optreden. De uitzettingen worden dus gezien als evenzovele

concreet bestemde beleggingseenheden, waarop latere verandering van de algemene rentestand geen invloed meer kan hebben.

Voor de duur van de belegging zijn deze — voor zover de onderneming terecht blijvend als going concern kan worden beschouwd — aan het economisch verkeer onttrokken. In de onderstelling van volmaakte timing tussen liquidatie der beleggingen en liquidatie der verplichtingen, tot uitdrukking gebracht door de uitkomst der wiskundige reserve, kan men het ook zo zeggen: de liquidatie van de beleggingen loopt synchroon met de liquidatie der wiskundige reserve.

Een probleem rijst eerst, wanneer als gevolg van conversies of bij nieuwe aankopen de effectieve rente van deze beleggingen lager is dan de technische rentevoet.

Deze beleggingen zullen dan niet op basis van de werkelijke effectieve rentevoet mogen worden gewaardeerd, doch de hogere technische rentevoet zal dan als grondslag moeten dienen. Het bedrag van het „disagio”, berekend naar de technische rentevoet, hetwelk dan aan de creditzijde van de balans verschijnt als een correctie op het tot de nominale waarde opgenomen actief, is in dit geval feitelijk niet zozeer een correctie op een actief als wel een aanvulling van de in vergelijking tot de effectieve rente naar een te hoge rentevoet becijferde wiskundige reserve.

Indien als gevolg van de ontwikkeling van de rentestand verwacht moet worden, dat de in de komende jaren te ontvangen spaarpremiën terzake van de lopende contracten niet meer kunnen worden belegd tegen een rentevergoeding, welke minstens gelijk is aan de technische rentevoet, zal op den duur de omrekening van de wiskundige reserve naar een lagere technische rentevoet onvermijdelijk zijn. Veelal zal deze gepaard kunnen gaan met een herwaardering van de aanwezige beleggingen.

b. *Effecten-Obligaties.*

Kiest men als beleggingsvorm de obligatie, dan heeft men in vele opzichten een met de boven besproken lening op schuldbekentenis te vergelijken beleggingsobject. Het waarderingsprobleem vertoont dan ook analoge aspecten. Er is echter ook een belangrijk onderscheid. Men weet nl. vooraf niet nauwkeurig de „levensduur” van deze belegging, althans wanneer men niet een gehele lening of althans een aanzienlijk deel der lening heeft genomen. Hoe kleiner het deel is, dat men in de beleggingsportefeuille heeft opgenomen, hoe groter de kans is op afwijkingen van de gemiddelde levensduur, welke uit het aflossingsplan der lening kan worden afgeleid. De onzekerheid met betrekking tot de verwachte levensduur krijgt voorts nog een bijzonder accent indien de debiteur zich het recht van conversie heeft voorbehouden. Onder deze beleggingsvorm komt tenslotte nog voor de onaflosbare lening, waarbij men a priori van een onbepaalde levensduur dient uit te gaan. De onzekerheid met betrekking tot het tijdstip van aflossing, welke de obligatie onderscheidt van de lening op schuldbekentenis, mag ons binnen het kader van het door ons behandelde probleem niet beletten ook de obligatielening principieel te zien als een verstrekte geldlening. Dat er een instituut is, dat dagelijks tot een registratie van de „beurswaarde” komt is in dit verband irrelevant. De consequentie kan geen andere zijn dan dat ook deze belegging in principe slechts gewaardeerd kan worden op rentabiliteitsbasis, d.w.z. op grondslag van de effectieve rentevoet bij aankoop. Al hetgeen betoogd is omtrent de lening op schuldbekentenis

geldt ook hier, nl., dat de voor het opmaken der jaarrekening meest bevredigende bepaling van de rentewinst of het renteverlies daarbij het hoofddoel is. Als leidende gedachten komen dan ook bij deze beleggingsvorm naar voren de verdeling van agio en disagio over de leningsduur en de synchronisatie van de afwikkeling der beleggingsportefeuille enerzijds en die der verzekeringscontracten anderzijds. De onzekerheid met betrekking tot de duur van het verblijf van de individuele obligatie in de effectenportefeuille, welke schijnbaar een onoverkomelijk bezwaar is voor de toepassing van het door ons voorgestane waarderingssysteem — hoe zou men bv. op verantwoorde wijze het agio of het disagio moeten verdelen — maakt plaats voor een voldoende grote waarschijnlijkheid, zodra het gaat om een omvangrijke portefeuille. De levensduur is dan nl. niet langer een voor analyse onvatbare grootte, doch wordt een massaverschijnsel met wetmatigheid in aflossing en is als zodanig benaderbaar, ja fixeerbaar. Deze overwegingen leiden ons tot de formulering van een nieuwe leidende gedachte. Voor de obligatieportefeuille als geheel kan een gemiddelde levensduur met voor het doel bevredigende nauwkeurigheid worden geformuleerd.

Indien men zich nl. voor de waardering van elke obligatie afzonderlijk baseert op de mathematische levensduur, mag practisch worden aangenomen, dat de voor- en nadelige koersverschillen, als gevolg van de per obligatie optredende afwijkingen tussen de werkelijke en de mathematische levensduur, elkaar voor de gehele effectenportefeuille (mits van voldoende omvang) zullen compenseren.

Evenals bij de leningen op schuldbekentenis gaan wij er van uit, dat op de balansdatum de obligaties aan de actiefzijde worden opgenomen voor het op die datum uitstaand nominaal bedrag, terwijl daarnaast onder de passiva, resp. activa wordt opgenomen het op die datum over het nog uitstaande nominaal bedrag gecijferde disagio, resp. agio op basis van de effectieve rentevoet bij aankoop. Door het verschil tussen de totale waarde en vorenbedoeld disagio, resp. agio blijktens twee opeenvolgende balansen, wordt dan over het tussen die balansen gelegen jaar het rente-inkomen van de beleggingen ter grootte van de rente van het over dat jaar uitstaande nominale bedrag, op basis van de nominale rentevoet, automatisch verhoogd, resp. verlaagd tot het bedrag van het in feite over dat jaar over het uitstaande nominaal bedrag gekweekte rente-inkomen op basis van de effectieve rentevoet bij aankoop. De bij de leningen op schuldbekentenis gegeven beschouwingen voor het geval de effectieve rente bij aankoop lager is dan de technische rente, waarop de wiskundige reserve is berekend, gelden ook hier.

De enige storende invloed vormen de hierboven besproken voor- en nadelige verschillen verband houdende met de onzekerheid met betrekking tot uitloting. Als boven vermeld mag voor een grote portefeuille echter redelijkerwijze een bepaalde wetmatigheid worden verondersteld, dusdanig, dat deze verschillen elkaar in bevredigende mate zullen opheffen en te dien aanzien een nadere analyse onnodig is. Bij deze methode wordt dus ook voor de hier besproken beleggingsvorm het disagio resp. agio bij aankoop, zij het indirect, op de in bedrijfseconomisch opzicht meest bevredigende wijze over de verschillende jaren verdeeld.

In bijzondere omstandigheden, bv. bij een ingetreden of te verwachten liquidatie der onderneming, welke gepaard gaat met de liquidatie der portefeuille, (ook overdracht der portefeuille is een vorm van liquidatie der portefeuille voor de betrokken onderneming) zal het waarderings-

systeem op basis van de effectieve rentevoet bij verkrijging der beleggingen niet gehandhaafd mogen worden. Op dit probleem zal in het onderstaande nog nader worden ingegaan.

§ 4. *Verband tussen beleggingen en wiskundige reserve.*

Wij beginnen met enkele opmerkingen te maken over de gemaakte suppositie inzake mogelijke synchronisatie tussen de opbrengsten uit de beleggingen en de uitkeringen aan de begunstigten der verzekeringscontracten. Deze synchronisatie is de facto niet waarneembaar, gaat normaliter schuil onder de werking van nieuw gesloten contracten, welke al of niet volledig de middelen verschaffen voor uitkeringen op de oude contracten; zij is dus slechts virtueel. Men kan daarom de vraag opwerpen of met de synchronisatie als richting gevende factor bij de oplossing van het waarderingprobleem niet een ontoelaatbare verwijdering van de werkelijkheid wordt geschapen. Het is zeker waar, dat in principe de ontvangen premiën en koopsommen worden belegd, maar het is praktisch onuitvoerbaar om de normale opbrengsten van beleggingen terzake van rente en aflossing zo te plannen, dat zonder aanvullende maatregelen de uitkeringen t.z.t. met behulp van vorenbedoelde opbrengsten zonder meer zullen geschieden. Ook hier biedt de overgang van de individuele beschouwingwijze op de massale de oplossing. Er is een beleggingscomplex, dat rente-opbrengsten en aflossingen produceert en een complex van verzekeringsverplichtingen en rechten, dat premiebedragen doet toevloeien en uitkeringen opeist. Beide complexen hebben de eigenschap dat zij, behoudens bijzondere omstandigheden, zich vernieuwen en vervormen en tijdens dat vernieuwings- en vervormingsproces meestal nog groeiende zijn. Het is dus veelal zo, dat de stroom van belegging zoekende premiën en koopsommen een grotere intensiteit heeft dan de stroom van, normale opbrengsten van beleggingen eisende, uitkeringen. Er is dus in de regel steeds een positief saldo, dat voor nieuwe belegging in aanmerking komt. Men kan echter volhouden, dat hiermede een resultante zichtbaar wordt van de talloze afzonderlijke, door ons als virtueel gesynchroniseerd voorgestelde geldstromen. Zolang de beleggingsimpulsen domineren boven de impulsen, welke de liquidatie van beleggingen zouden bewerken, moet daarom het beschreven waardeeringssysteem als legitiem worden beschouwd. Wij hebben er reeds op gewezen, dat bijzondere omstandigheden afwijkingen noodzakelijk maken. In tegenstelling met de normale situatie ontstaat er dan een economische voorraad en de waardering daarvan dient aan geheel andere principes te worden getoetst dan de uitsluitend technische voorraad, als hoedanig de beleggingen in het normale geval zijn te beschouwen.

Zolang echter de continuïteit niet door bijzondere omstandigheden wordt doorbroken, blijft de primaire eis, de vaststelling van het in bedrijfseconomisch opzicht meest bevredigende rente-inkomen per jaar, onverzwakt gelden. De wiskundige koersmethode op basis van de effectieve rentevoet bij aankoop voldoet theoretisch aan vorenbedoelde eis, zolang deze effectieve rentevoet ten minste gelijk is aan de technische rentevoet, welke de vereiste dotatie aan de wiskundige reserve bepaalt. Komt de uit de totaliteit der beleggingen verkregen, resp. over een lange duur te verwachten opbrengst beneden de door de technische rentevoet bepaalde vereiste dotatie aan de wiskundige reserve te liggen, dan ontstaat de noodzaak van omrekening der wiskundige reserve naar een lagere technische rentevoet. Dit gedeelte van het probleem kwam ook in het voorgaande reeds ter sprake.

(Slot volgt).