GRONDSLAGEN DER WAARDERING VAN BELEGGINGEN BIJ INSTITUTEN VOOR LEVENSVZERKERING

door A. P. Bakker

In de jaargangen 1952, 1953 en 1954 van dit blad is een vrij uitvoerige polemiek gevoerd over de wijze waarop de beleggingen, in het bezit van maatschappijen van levensverzekering, bedrijfs- en ondernemingspensioenfondsen, gewaardeerd dienen te worden.

Partijen in deze pennestrijd waren enerzijds het trio P. J. H. J. Bos, J. A. T. M. Brans en E. J. Nieuwenhuis, anderzijds C. P. A. Bakker, terwijl de discussie gesloten werd met een artikel van F. L. G. Slooff.

Hoewel o.i. de strijd beslecht werd in het voordeel van het hiervoren genoemde drietal, achten wij de theoretische fundering van hun betoog weinig bevredigend.

In het hiernavolgende zal dan ook getracht worden in het kort de theoretische grondslagen aan te geven waarop een juiste waardering der beleggingen dient te berusten.

De instituten voor levensverzekering vervullen in het economisch leven een bijzonder functie, welke hierin bestaat, dat zij de economische subjecten in staat stellen voorzieningen te treffen voor het geval, dat dezen zelf niet meer in staat zijn een inkomen voor zichzelf en/of voor de van hen afhankelijke personen te verwerven.

Uit de wijze waarop zij de subjecten daartoe in staat stellen, blijkt het tweeledige karakter van die functie.

Enerzijds stellen zij de subjecten in staat spaargelden bij hen in bewaring te geven, anderzijds nemen zij van hen het financiële risico over dat schuil gaat in een te vroeg of te laat overlijden.

Bij hun spaardisposities toch, laten de subjecten zich leiden, bewust of onbewust, door bepaalde veronderstellingen ten aanzien van de datum waarop zij zich zullen terugtrekken uit het actieve economische leven, het aantal jaren dat zij nadien nog te leven zullen hebben, het aantal jaren na hun overlijden gedurende welke hun nabestaanden nog behoefte aan financiële verzorging zullen hebben, en de hoogte van het bedrag dat zij jaarlijks nodig denken te hebben voor zichzelf en/of de verzorging van de van hen financieel afhankelijke personen.

Komt het subject nu te overlijden geruime tijd vòòr de datum waarop het had voorgenomen zich terug te trekken uit het actieve economische leven, dan zal veelal niet voldoende gespaard zijn om de nabestaanden die financiële verzorging te waarborgen, die het subject zich had voorgenomen hen te bieden.

Enerzijds wordt de tijd gedurende welke besparingen plaats vinden aanmerkelijk verkort, anderzijds vindt een verlenging plaats van de periode gedurende welke de besparingen moeten voorzien in de financiële behoeften van de nabestaanden.

Blijven het subject of zijn nabestaanden langer in leven dan indertijd was aangenomen, dan schieten de besparingen ook te kort om de nodig geachte gelden te fourneren.

Door de spaargelden onder te brengen bij het levensverzekeringsbedrijf in de vorm van het betalen van premies of koopsommen voor een levensverzekering of

lijfrente-overeenkomst, wentelt het subject de hiervoren genoemde risico's af op het verzekeringsbedrijf.

Dit op haar beurt kan deze risico's aanvaarden, omdat zij, op grond van de wet van de grote getallen, mag aannemen, dat de goede en kwade kansen elkaar zullen compenseren.

Het is haar functie als spaarinstituut, die binnen het kader van dit artikel het meest relevant is, zodat wij haar functie als risico-overnemer in het verdere verloop van ons betoog buiten beschouwing zullen laten.

In haar functie als spaarinstituut vertoont het levensverzekeringsbedrijf enkele opmerkelijke verschillen met de andere instellingen die besparingen tot zich trekken.

Terwijl bij deze laatsten de terugbetalingen en stortingen per individu, zowel naar omvang als tijdsmoment volkomen willekeurig zijn, de omvang van de terugbetalingen vanzelfsprekend gelimiteerd tot het bedrag van het spaartegoed, is dit bij het levensverzekeringsbedrijf niet het geval. Hier wordt immers de grootte van de stortingen, in de vorm van premies, c.q. koopsommen, reeds bij het sluiten der verzekeringsovereenkomst vastgelegd. Tussentijdse wijziging van de stortingen is natuurlijk wel mogelijk, maar dient in onderling overleg te geschieden en hangt dus niet alleen af van de willekeur van de verzekeringnemer.

Met de terugbetaling van het gespaarde is het al niet veel anders.

Terwijl bij spaarbanken e.d. men steeds zijn tegoed, vermeerderd met de gekweekte rente, kan opvragen, is dat bij het levensverzekeringsbedrijf in het algemeen niet mogelijk.

Reeds bij het sluiten der verzekeringsovereenkomst wordt het bedrag vastgesteld, dat te zijner tijd, inclusief een van te voren overeengekomen rente, zal worden terugbetaald. Terugvordering van het spaartegoed vòòr de expiratedatum van de verzekeringsovereenkomst is slechts mogelijk indien men genoeg neemt met een aanmerkelijk verlies.

Het juridische beeld van een verzekeringscontract is dus, dat wordt overeengekomen over welk bedrag de verzekeringnemer te zijner tijd kan beschikken, het tijdstip met ingang van wanneer dat kan gebeuren, alsmede de daartoe vereiste premiebetalingen, waarbij de hoogte van die premie afhankelijk is van het uit te keren bedrag, de sterftekanen, het kostenverloop en de gehanteerde rekenrente.

Bezien vanuit een economisch gezichtspunt verkrijgt men echter een geheel ander beeld. Economisch gezien is iedere verzekering de belichaming van een ruil. Geruild worden namelijk toekomstige guldens tegen een reeks van huidige guldens. De ruilverhouding of prijs wordt hierbij bepaald, afgezien van sterftekanen en kostenverloop, door de hoogte van de gebezigde rekenrente. Als die prijs eenmaal vastgesteld is ligt zij normaliter voor de gehele duur van de overeenkomst vast.

De consequentie van deze handelwijze is, dat bij het levensverzekeringsbedrijf een negatieve economische voorraad toekomstige guldens gevormd wordt, daar meer toekomstige guldens verkocht worden dan waarop beslag is gelegd.

Onder het begrip economische voorraad moet toch verstaan worden het totaal der productiemiddelen i.c. toekomstige guldens, waarop het bedrijf reeds beslag heeft gelegd en welke nog niet afgestoten zijn, terwijl in mindering gebracht moe-

ten worden die productiemiddelen, i.c. toekomstige guldens, waarover de beschikkingmacht reeds is verloren gegaan, maar waarvan nog geen vervanging heeft plaats gevonden.

Deze voorraad kan dus zowel positief als negatief zijn, en zij wordt hierdoor gekenmerkt dat men over deze voorraad een prijsrisico loopt als gevolg van volgtijdelijke prijsveranderingen op de inkoop- zowel als verkoopmarkt.

Iedere levensverzekeringsovereenkomst nu die gesloten wordt, vergroot de negatieve economische voorraad toekomstige guldens terwijl elke gulden die belegd wordt deze voorraad verkleint, want beleggen betekent het beslag leggen door het levensverzekeringsbedrijf op toekomstige guldens. Zolang echter de premiebetaling doorgaat blijft er een negatieve economische voorraad bestaan; pas op het moment dat de laatste premiebetaling is ontvangen en belegd, is ten opzichte van het betreffende contract iedere economische voorraad verdwenen; zij is dan nul geworden.

Het beleggen van de ontvangen premies is dus een beslag leggen op toekomstige guldens waardoor de negatieve economische voorraad verminderd wordt.

Waarvan is nu de prijs afhankelijk welke het levensverzekeringsbedrijf moet betalen voor die toekomstige guldens?

Deze is afhankelijk van de vergoeding welke bedongen kan worden voor de beschikbaarstelling van het vermogen wat in de vorm van premies ontvangen is, en de duur van de beschikbaarstelling. De rentevergoeding op het ter beschikking gestelde vermogen eenmaal vastgesteld zijnde, ligt deze, afgezien van conversiemogelijkheden, voor vele jaren vast, en is dus het prijsrisico ten aanzien van een gedeelte der verplichtingen, welk prijsrisico bestaat uit volgtijdelijke fluctuaties in de rentevoet, uitgeschakeld.

Voor dat gedeelte van de verplichtingen waarvoor nog geen dekking verkregen kan worden blijft het prijsrisico onverminderd bestaan, en blijft de ontwikkeling van de rentestand van belang. Ten aanzien van de beleggingen in het bezit van instituten voor levensverzekering is die ontwikkeling volkomen irrelevant. De vergoeding op deze beleggingen ondergaat door die ontwikkeling geen wijziging meer. De marktrente gaat pas weer een rol spelen op het moment dat de belegging expireert (hieronder begrepen conversie), en herbelegging moet plaats vinden van de vrijkomende gelden.

Ook dan is er echter, zoals C. P. A. Bakker stelt, geen sprake van een vervangingsprobleem t.a.v. de beleggingen, maar gaat het om vernieuwing van de dekking der verplichtingen die ontstaan zijn door het sluiten van verzekeringsovereenkomsten, welke verplichtingen resulteren in een negatieve economische voorraad van toekomstige guldens. T.a.v. die verkochte toekomstige guldens ontstaat een vervangingsverplichting, waarvan het niet-nakomen zou kunnen leiden tot een verlies. Iedere aankoop van toekomstige guldens, m.a.w., iedere belegging van ontvangen gelden, betekent een vermindering van het prijsrisico, daar deze belegging met zich brengt dat wederom voor een gedeelte der aangegane verplichtingen de vervanging wordt nagekomen, waardoor de economisch voorraad vermindert.

Voor dat gedeelte van de verkochte toekomstige guldens waarvoor de vervangingsverplichting reeds is nagekomen is het prijsrisico uitgeschakeld, wat betekent dat in deze gevallen de uitgaafprijs samenvalt met de vervangingswaarde.

Deze uitgaafprijs der toekomstige guldens, samenvallend met de vervangings-

waarde dier guldens, wordt bepaald door de bedongen rente en de looptijd der belegging, en het is tegen deze waarde, de vervangingswaarde der toekomstige guldens dus, dat de verworven toekomstige guldens op de balans opgenomen moeten worden.

In die gevallen echter waarin de vervanging alleen plaats kan vinden tegen een prijs hoger dan de verkoopprijs, is het deze laatste welke relevant is voor de waardering, daar de waarde van een goed nooit hoger kan zijn dan de opbrengst die er voor bedongen kan worden.

Hier verschijnt dus ook weer het begrippenpaar vervangingswaarde-opbrengst-waarde, waarvan de laagste bepalend is voor de waarde, waarde opgevat als de quantitatieve voorstelling van de betekenis die een goed heeft voor het welvaarts-streven van de bezitter.

De waardering van de beleggingen in het bezit van instituten voor levens-verzekering dient dus plaats te vinden door discontering van de toekomstige opbrengsten tegen de bedongen rente zo deze hoger is dan de rekenrente; in die gevallen waarin de bedongen rente lager is dan de rekenrente, vindt discontering plaats tegen laatstgenoemde rente.

Het voorgaande is volkomen in overeenstemming met de theorie van de vervangingswaarde zoals die door Limperg ontwikkeld is en welke theorie wij bekend veronderstellen.

Alvorens deze theorie toe te kunnen passen op het Levensverzekeringsbedrijf, was het nodig enig inzicht te verwerven in de afwijkende structuur van dat bedrijf.

Is eenmaal dat inzicht verkregen, en is men zich bewust van de concrete aard der door de levensverzekeringsbedrijven verleende diensten, dan levert de toepassing van genoemde theorie geen onoverkomelijke moeilijkheden meer op en leidt vanzelf tot de juiste waarderingsmethode. De fout van diegenen die meenden door te waarden tegen beurswaarde de vervangingswaarde-theorie toe te passen, is dan ook, dat zij die theorie toepasten zonder zich te verdiepen in de betekenis van de beleggingen voor het levensverzekeringsbedrijf, gezien de bijzondere aard en structuur van dat bedrijf.

De beurswaarde is voor een levensverzekeringsbedrijf de liquidatiewaarde van de beleggingen en voor een lopend bedrijf, in het kader van het waarderingsvraagstuk dus van geen belang.

Tenslotte nog enkele opmerkingen over de praktische toepassing van de door ons voorgestane methode. T.a.v. onderhandse leningen, al dan niet met een of andere zekerheidsstelling, en obligaties verwijzen wij naar de uitwerkingen gegeven door Bos c.s. en Slooff in hun reeds eerder gereleveerde artikelen. Onze voorkeur gaat uit naar die methode welke, hoewel niet exact zijnde, het eenvoudigst hanteerbaar is en geen omslachtige berekeningen vergt, daar wij menen dat de grotere nauwkeurigheid die te bereiken is, niet opweegt tegen de kosten die daarmee gepaard gaan.

Aandelen dienen in overeenstemming met het voorgaande o.i. op de balans opgenomen te worden tegen aankoopkoers, met de restrictie echter, dat zodra het rendement daalt beneden de rekenrente, een zodanig bedrag ten laste van de Verlies- en Winstrekening en ten bate van b.v. een rekening „Reserve voor berekende

koersverschillen" gebracht dient te worden, dat het rendement berekend over het saldo van deze rekening en de rekening „Aandelen", juist weer de rekenrente oplevert. Onroerende goederen, m.n. huizen, dienen op de balans te verschijnen tegen de prijs waarvoor zij verkregen zijn, verminderd met de afschrijvingen gebaseerd op de technische dan wel economische levensduur, al naar gelang welke van beiden de kortste is.

In het voorgaande hebben wij getracht de richting aan te geven waarin naar onze mening de oplossing van het vraagstuk van de waardering van de beleggingen in het bezit van instituten van levensverzekering, gezocht moet worden.

Wij pretenderen geenszins volledig te zijn geweest, en zijn er ons van bewust dat bepaalde onderdelen wellicht nog een nadere uiteenzetting en precisering behoeven.

De grondslagen echter waarvan is uitgegaan achten wij in principe de enig juiste.