

Nieuw winstbegrip in het levenbedrijf

Drs. H.B. van Wijk en Drs. J. de Boer

OPINIE

Inleiding

AEGON gaat een verbetering aanbrengen in de externe verslaglegging. Het gaat om de introductie van een winstbegrip dat een beter beeld geeft van de bedrijfsprestatie. Het lange-termijn indirecte rendement op zakelijke waarden (dat wil zeggen: de waardeinstijging van aandelen en onroerend goed waarin is belegd) in het levenbedrijf zal voortaan een rol spelen bij de bepaling van de winst.

De *aanleiding* hiervoor is gelegen in een aanstaande wijziging in de wettelijke bepalingen, waardoor AEGON de huidige winstverantwoording niet langer kan gebruiken. De *reden* om te kiezen voor deze specifieke oplossing is echter zuiver bedrijfseconomisch van aard. AEGON acht het van belang dat het totale lange-termijnderendement op alle beleggingen op een evenwichtige wijze in de resultatenrekening tot uiting komt.

In vergelijking met het huidige begrip 'operationele winst' ligt de 'nieuwe winst' hoger. Over de lange termijn gemeten is het indirect rendement op zakelijke waarden twee tot drie procent per jaar. Voor de aandeelhouder betekent dit een hoger dividend. Berekeningen laten zien dat het dividend over 1994 in het nieuwe systeem ruim 15 procent hoger ligt. Voor AEGON betekent dat waarschijnlijk een betere waardering van het eigen aandeel.

De huidige situatie

De aard van het levenbedrijf is het berekenen en vervolgens beleggen van premies op een zodanige manier dat op de lange termijn aan de verplichtingen kan worden voldaan. Het beleg-

gingsresultaat is dus een essentiële grootheid om de prestatie van een levensverzekeraar te kunnen beoordelen. Maar dan wel het lange-termijn beleggingsresultaat: het gaat immers ook om lange-termijn verplichtingen.

Juist omdat het lange-termijn beleggingsresultaat cruciaal is, bestaat bij Nederlandse levensverzekeraars een duidelijke trend om een groter deel van de asset mix in *zakelijke waarden* te beleggen. Zakelijke waarden (aandelen en onroerend goed) geven op de lange termijn immers een duidelijk hoger totaalrendement dan obligaties. Daar staat tegenover dat het indirecte deel van het rendement op zakelijke waarden (de al dan niet gerealiseerde waardeverschillen) op de korte termijn sterk kan fluctueren.

Daarmee is het *dilemma* geschetst waarvoor levensverzekeraars (maar ook pensioenfondsen en beleggingsmaatschappijen) zich geplaatst zien. Jaarlijkse verantwoording van het indirect rendement op zakelijke waarden in de resultatenrekening zou theoretisch wellicht de meest complete weergave zijn, maar zou sterk fluctuerende winstcijfers tot gevolg kunnen hebben. Bovendien zou dit geen goede weergave zijn van het voor levensverzekeraars en pensioenfondsen cruciale lange-termijn rendement. Direct naar het vermogen boeken, zoals bijvoorbeeld pensioenfondsen wel doen, resulteert echter in een te lage voorstelling van de baten.

Beide handelwijzen, resulterend in respectievelijk een sterk fluctuerende winst en een onder-

Drs. H.B. van Wijk is lid van de Raad van Bestuur van AEGON. Hij schreef dit artikel met medewerking van Drs. J. de Boer, directeur KPMG Bureau voor Economische Argumentatie

schatting van de winst, kunnen bij een *beursgenoteerde* onderneming worden geïnterpreteerd als zijnde niet in het belang van de aandeelhouder. Dan kan zich de paradox voordoen dat beleggen in zakelijke waarden (met een hoger lange-termijn rendement) door de financiële markten wordt 'beloond' met een lagere waardering van het eigen aandeel.

Om deze reden kiest AEGON sinds 1990 in zijn financiële rapportage een tussenweg. In de resultatenrekening wordt eerst de 'operationele' winst bepaald zonder rekening te houden met het indirect rendement op zakelijke waarden. Vervolgens worden de *gerealiseerde* waardeverschillen op zakelijke waarden als *bottom line item* opgevoerd om te komen tot de 'netto winst'. De ongerealiseerde waardeverschillen worden niet op de resultatenrekening, maar op de balans verantwoord. Eén van de overwegingen bij de introductie van dit model was dat de financiële markten het indirect rendement op zakelijke waarden hierdoor mee konden laten wegen in hun waardering van het aandeel AEGON.

Waarom een wijziging

AEGON heeft het voornemen om, met ingang van het verslag over 1995, de verantwoording van het indirect rendement op zakelijke waarden opnieuw te wijzigen. Dit voornemen is gemotiveerd door een (aanstaande) wijziging in de wettelijke bepalingen, gecombineerd met de opgedane ervaring met de huidige verslaglegging.

Met ingang van de jaarrekening 1995 moet de *Aanpassingswet* voor de jaarrekening van verzekeringsmaatschappijen worden toegepast. Krachtens deze wet wordt een nieuw model voor de winst- en verliesrekening van toepassing. Bij het levenbedrijf moet een weergave van de samenhang tussen beleggingsresultaten en verzekeringstechnische 'rentelasten' het inzicht bevorderen. Het model houdt onder andere in dat het thans door AEGON gehanteerde onderscheid tussen operationeel resultaat en netto resultaat vervalst. Waardeverschillen moeten als onderdeel van het operationeel resultaat worden gepresenteerd.

Bovenbeschreven model zou door AEGON eenvoudig kunnen worden toegepast door in de toekomst alleen nog het huidige netto-winstbegrip in de verslaglegging op te nemen. De *ervaringen* van de afgelopen jaren met dit netto-winstbegrip pleiten er echter voor om te kiezen voor een

andere verwerking van het indirect rendement op zakelijke waarden. Als aanvullende informatie bij de operationele winst voldoet het netto-winstbegrip goed, maar als enige representatie van het resultaat schiet het tekort. De belangrijkste tekortkomingen zijn:

- waardeverschillen worden in het jaar van verkoop in de resultatenrekening verantwoord. Een directe relatie tussen het verantwoorde resultaat in dat jaar en de operationele activiteiten is niet aanwezig. (Dat was juist de reden om de gerealiseerde waardeverschillen als afzonderlijk item, buiten het operationele resultaat, op te voeren.);
- de bepaling van het moment van verkoop c.q. de beslissing om al dan niet te verkopen behoort slechts in dienst te staan van optimalisatie van het lange-termijn rendement van de gehele portefeuille. Indien de beslissing directe gevolgen heeft voor de jaarwinst, kan een ongewenste tegenstelling ontstaan tussen korte- en lange-termijn belangen;
- juist omdat gerealiseerde waardeverschillen geen directe relatie hebben met de operationele activiteiten, maar slechts een 'toevallig' uitvloeisel zijn van het in het verslagjaar gevoerde beleggingsbeleid, kunnen ze van jaar tot jaar sterk verschillen. Hierdoor fluctueert ook de netto winst.

AEGON is dan ook van mening dat het huidige netto-winstbegrip door deze tekortkomingen geen goede basis biedt voor het dividendbeleid en de waardering van het aandeel AEGON. Daarom heeft AEGON het voornemen opgevat een nieuw winstbegrip te introduceren, dat rekening houdt met het indirecte rendement, maar dat niet de nadelen heeft van het huidige netto-winstbegrip.

Het voornemen

Uit het voorgaande kan worden afgeleid welke eisen AEGON aan een nieuw winstbegrip, waarin het indirecte rendement op zakelijke waarden een rol speelt, stelt.

Het belangrijkste uitgangspunt is het *causaliteitsbeginsel*. Met elkaar verband houdende baten en lasten worden in de winst- en verliesrekening op een gelijkmatige manier met elkaar geconfronteerd. 'Gelijkmatig' betekent dat het moment van realisatie van de waardeverschillen minder belangrijk wordt. Ook ongerealiseerde waardever-

schillen moeten op de een of andere wijze meewegen. Toch mag niet voorbij worden gegaan aan het *voorzichtigheidsbeginsel*. In praktische zin moet het model een *lange-termijn benadering* kennen, wat resulteert in een stabiel beeld van (dit deel van) het resultaat.

Ten slotte is er het criterium van *helderheid*, dat wil zeggen: ondubbelzinnig, niet gevoelig voor toevallige aan- en verkoopbeslissingen, niet al te sterk fluctuerend en controleerbaar.

Het voornemen van AEGON komt er in essentie op neer dat, naast het directe rendement, voor zakelijke waarden in de toekomst ook een berekend indirect rendement in de resultatenrekening wordt verantwoord. Dit verloopt in de volgende vijf stappen:

- 1 gerealiseerde waardeverschillen worden (net zoals nu al de ongerealiseerde waardeverschillen) geboekt op een *herwaarderingsreserve* op de balans;
- 2 het *lange-termijn totaal rendement* (voortschrijdend gemiddelde over dertig jaar) op zakelijke waarden wordt berekend (een percentage);
- 3 dit percentage wordt vermenigvuldigd met de gemiddelde unitwaarde van de portefeuille zakelijke waarden over de laatste zeven jaar. De gevonden unitwaarde wordt weer vermenigvuldigd met het aantal units aan het begin van de verslagperiode. Hieruit volgt het *totaal rendement* in guldens;
- 4 door hiervan het actuele direct rendement af te trekken wordt een *lange-termijn indirect rendement* in guldens berekend;
- 5 het (gemeten) actuele direct rendement en het (berekende) lange-termijn indirect rendement worden, rekening houdend met belastingen, in de resultatenrekening verantwoord. Het indirect rendement wordt ten laste van de herwaarderingsreserve gebracht, voor zover deze een positief saldo vertoont.

Twee keer in de berekening wordt een gemiddelde genomen. Eerst wordt het lange-termijn totaal rendement op zakelijke waarden berekend als een voortschrijdend gemiddelde over dertig jaar. 'Dertig jaar' als benadering van 'de lange termijn' is uiteraard enigszins arbitrair. De motivatie is gelegen in het feit dat dertig jaar overeenkomt met een halve Kondratiev (de langste conjunctuurgolf), zodat inderdaad de trendmatige

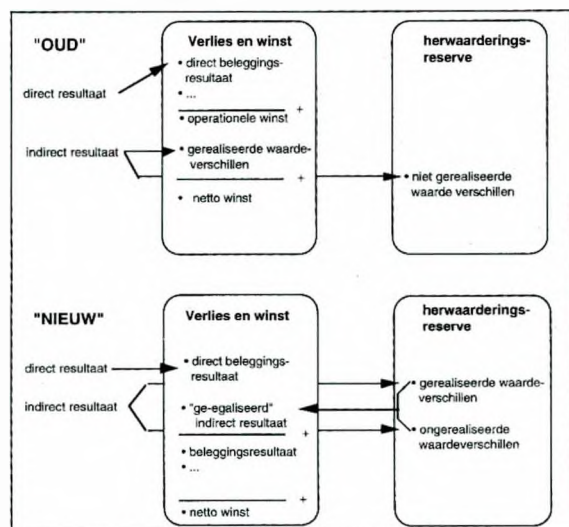
waarde-ontwikkeling (los van conjunctuurinvloeden) wordt berekend.

Vervolgens wordt het totaal rendement vermenigvuldigd met de gemiddelde unitwaarde van de portefeuille zakelijke waarden over de laatste zeven jaar. Deze periode van zeven jaar middelt de schommelingen van korte cycli en schuift het waarderingspunt op de trendlijn gemiddeld 3,5 jaar terug. Een zelfde soort terugstelling doet zich voor in de waarderingsystematiek van vastgoed, waar namelijk de portefeuille over een periode van 5 jaar wordt geherwaardeerd. Door bovendien in twee stappen te werken (eerst de gemiddelde unitwaarde berekenen en die vervolgens vermenigvuldigen met het aantal units) wordt de invloed van aan- en verkopen op de portefeuille geëlimineerd.

Figuur 1 geeft een schematische vergelijking tussen het huidige ('oud') en het voorgestelde ('nieuw') systeem.

Wordt dit voornemen getoetst aan de eerder

Figuur 1: Huidige en voorgenomen verantwoording waardeverschillen



Bron: AEGON, bewerking BEA.

geformuleerde criteria, dan blijkt het volgende. Het causaliteitsbeginsel krijgt vorm door zowel gerealiseerde als ongerealiseerde waardeverschillen mee te nemen in de bepaling van het lange-termijn rendement. Het voorzichtigheidsbeginsel wordt in acht genomen door middel van de geschetste 'omweg' via de herwaarderingsreserve. Dat betekent dat nooit méér winst in de resultatenrekening kan worden verantwoord dan beschikbaar is in gerealiseerde en ongerealiseerde vorm. Dat wordt voldaan aan de eis van een lange-

termijn benadering spreekt voor zich; dit uitgangspunt ligt aan de basis van het model. Helderheid, tenslotte, is een subjectief begrip, maar in ieder geval resulteert dit model in een eenduidig, controleerbaar en stabiel lange-termijn indirect rendement.

Bedrijfseconomische voordelen

AEGON ziet in het voorgestelde systeem drie bedrijfseconomisch voordelen.

Het eerste is, dat beleggingsresultaten op zakelijke waarden voortaan in de verslaglegging net zo worden behandeld als resultaten op vastrentende waarden. Het is het lange-termijn totaal rendement dat telt. Hierdoor is een betere rapportage mogelijk van de resultaten van het AEGON beleggingsbeleid. In het 'oude' stelsel is het zo dat het beleggen uitsluitend in vastrentende waarden in veel gevallen op papier de hoogste operationele winst oplevert.

Het tweede voordeel is, dat het al dan niet realiseren van opgetreden waardeverschillen van ondergeschikt belang wordt. Zo hoort het ook. Aan- en verkoopbeslissingen dienen te zijn gemotiveerd door de optimalisatie van het lange-termijn rendement, niet door de resultatenrekening van een willekeurig jaar.

Deze twee voordelen samen garanderen dat er in het nieuwe systeem geen potentieel spanningsveld bestaat tussen het korte-termijn belang (winstmaximalisatie) en het lange-termijn belang

(continuïteit) van het beleggingsbeleid. Zowel bij het samenstellen van de *asset mix* als bij het nemen van aan- en verkoopbeslissingen vallen deze twee belangen voortaan samen.

Het derde voordeel is, dat de onderschatting van het bedrijfsresultaat, die in de huidige operationele winst ligt besloten, verdwijnt. Zolang er een positief lange-termijn indirect rendement op zakelijke waarden is, zal de winst van AEGON onder de nieuwe definitie hoger zijn dan de huidige 'operationele winst'. Hierdoor zal AEGON in staat zijn een hoger dividend uit te keren, wat waarschijnlijk een positief effect zal hebben op de koers van het aandeel AEGON.

Ten slotte

Voor de aandeelhouder AEGON is het uiteraard prettig dat de winst in het nieuwe systeem hoger is dan in het huidige. Dat betekent immers (bij ongewijzigde pay out ratio) een hoger dividend. Voorlopige berekeningen laten zien dat, bij toepassing van het nieuwe systeem, het dividend over 1994 16 tot 17 procent hoger kan zijn dan in het huidige systeem.

Voor AEGON is echter vooral van belang dat het totale rendement op zakelijke waarden voortaan mede basis voor de winst- en dividendbepaling zal zijn. Een goed beleggingsbeleid zal hierdoor positief uitwerken op de koers van het eigen aandeel. Nu is eerder het tegendeel het geval.