

Literatuur

- Wet van 10 november 1988, houdende bijzondere bepalingen voor de geconsolideerde jaarrekening (517)
- Prof. mr. drs. H. Beckman: Bijzondere voorschriften voor de geconsolideerde jaarrekening; tvvs, *maandblad voor ondernemingsrecht en rechtspersonen*, oktober 1987.
- Prof. mr. drs. H. Beckman: Te verwachten wijzigingen voor de geconsolideerde jaarrekening en enkele verwante onderwerpen; tvvs, *maandblad voor ondernemingsrecht en rechtspersonen*, november 1988.
- H. L. Brink: Bijzondere bepalingen voor de geconsolideerde jaarrekening, een nieuwe wettelijke regeling; *Maandblad voor Bedrijfsadministratie en -organisatie*, januari 1988.
- H. L. Brink: De waardering en presentatie van kapitaalbelangen; *Maandblad voor Bedrijfsadministratie en -organisatie*, juli/augustus 1988.
- J. F. Leeuwerik: Effecten van de Zevende EEG-Richtlijn op de consolidatieverplichting; *Maandblad voor accountancy en bedrijfshuishoudkunde*, december 1987.
- P. A. Wessel: Bijzondere bepalingen voor de geconsolideerde jaarrekening; de *naamloze vennootschap*, november/december 1987.
- P. A. Wessel: Geconsolideerde jaarrekening; *Bedrijfsjuridische berichten*, augustus 1988.

De waardering van beleggingen in de jaarrekening van pensioenfondsen

Drs. L. C. M. Wagemans

Inleiding¹

Om een juist beeld te verkrijgen van het beleggingsbeleid bij pensioenfondsen en de wijze van waardering van deze beleggingen, dient men zich af te vragen waarom en met welk doel pensioengelden worden belegd. Bij een pensioenfonds geldt, dat er geen sprake is van het beleggen van eigen vermogen maar eerder van het beleggen van een schuld(verplichting) en wel de verplichting geldelijke uitkeringen te doen aan de pensioengerechtigden of hun nabestaanden. Deze verplichting wordt op de balans tot uitdrukking gebracht in de post premiereserve.

Het pensioenfonds kan de haar toevertrouwde gelden in een tweetal categorieën beleggen, te weten:

- zakelijke waarden (onroerend goed en aandelen);
- vastrentende waarden (hypotheeken, leningen en obligaties).

Daar pensioenfondsen over het algemeen werkzaam zijn als stichtingen, zijn zij niet onderworpen aan de bepalingen van Titel 8 boek 2 BW; zij zijn echter wel gebonden aan de voorschriften van de Pensioen- en spaarfondsenwet (PSW).

Voorschriften voor waardering van activa en passiva, alsmede voor bepaling van het resultaat ontbreken in de PSW.

Drs. L. C. M. Wagemans
studeerde bedrijfseconomie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Werkzaam bij Deloitte Dijkster Van Dien.

De jaarrekening van een pensioenfonds geeft antwoord op de vraag of het pensioenfonds aan zijn (korte en lange termijn) verplichtingen kan voldoen. Een pensioenfonds is solvabel indien de waarde van het belegd vermogen tenminste gelijk is aan de premiereserve.

In dit artikel zal getracht worden antwoord te geven op de volgende vragen: welke waarderingsmethoden komen voor de verschillende soorten beleggingen in aanmerking (met name voor pensioenfonds) en welke waarderingsmethoden hanteren de pensioenfonds in de praktijk.

1 Theoretische beschouwing over waardering van beleggingen

Voor de waardering van de verschillende soorten beleggingen komen onder meer de volgende waarderingsgrondslagen in aanmerking: waardering tegen kostprijs, waardering tegen kostprijs of lagere beurswaarde/verkoopwaarde, waardering tegen nominale waarde en waardering tegen actuele waarde. Welke waarderingsmethode het pensioenfonds voor de diverse soorten beleggingen kan hanteren, zal mede afhangen van het gevoerde beleggingsbeleid.

Bij een actief beleggingsbeleid tracht men door actieve aan- en verkopen vermogenswinsten te realiseren. Hierbij past de actuele waarde als waarderingsmethode. Is daarentegen nog niet bekend wanneer tot verkoop van de belegging wordt overgegaan, dan kan men kiezen voor een voorzichtige waarderingsmethode zoals kostprijs of lagere verkoopwaarde.

Bij belegging in onroerend goed kan een onderscheid gemaakt worden tussen actieve belegging in onroerend goed en exploitatie van onroerend goed. De actuele waarde (opbrengst- of verkoopwaarde) komt als waarderingsmethode in aanmerking bij actieve belegging in onroerend goed of indien het onroerend goed op korte termijn wordt verkocht. Bij exploitatie van onroerend goed gaat het niet om de huidige waarde, maar is de waarde van het onroerend goed in de toekomst van veel groter belang. Daar deze waarde

in de toekomst moeilijk te voorspellen is, zal dit pleiten voor een voorzichtige waarderingsmethode zoals boekwaarde historische kostprijs of lagere verkoopwaarde.

Waardering tegen beurswaarde lijkt de meest reële benadering te zijn om een belegging in aandelen te waarderen. Bij verkoop op de beurs kunnen de aandelen immers in het algemeen direct in liquide middelen worden omgezet. Het probleem is echter dat er niet voor alle aandelen een beursnotering is. Voor aandelen zonder beursnotering komt als waarderingsmethode in aanmerking de kostprijs of geschatte lagere verkoopwaarde.

Indien het pensioenfonds een belegging waardeert tegen de actuele waarde of beurswaarde, dient het verschil tussen de (boekwaarde) historische kostprijs en actuele waarde (= niet gerealiseerde waardeverandering) geboekt te worden op een reserverekening. Stijgingen in de actuele waarde worden aan de reserve toegevoegd, dalingen eraan onttrokken. Pas bij verkoop van de belegging kan dit niet gerealiseerde deel van de reserve als gerealiseerd worden beschouwd en, indien gewenst, aan het resultaat worden toegevoegd.

Hanteert het pensioenfonds een passief beleggingsbeleid, dan zal een belegging in vastrentende waarden tot de afloopdatum van de lening worden aangehouden en gewaardeerd kunnen worden tegen de nominale waarde of tegen kostprijs, niet boven pari. Immers op de afloopdatum ontvangt het pensioenfonds met zekerheid de nominale waarde van de lening. Het in aanmerking te nemen (dis)agio van een lening dient op een reserverekening verantwoord te worden en kan óf over de gehele looptijd van de lening worden verdeeld en als zodanig in de resultatenrekening worden verantwoord óf bij agio direct als last worden genomen. Voorwaarde voor een actief beleggingsbeleid is dat de beleggingsobjecten wel verhandelbaar zijn. Vastrentende waarden die verhandelbaar zijn of waarvan niet bekend is of deze tot afloopdatum worden aangehouden kunnen gewaardeerd worden tegen de beurswaarde.

2 Onderzoek naar waarderingsgrondslagen van beleggingen bij pensioenfondsen

In dit hoofdstuk worden de resultaten weergegeven van het onderzoek naar de waarderingsgrondslagen van beleggingen bij pensioenfondsen. Bij het onderzoek is gebruik gemaakt van gepubliceerde jaarverslagen van bedrijfs- en ondernemingspensioenfondsen over de jaren 1984/1985. Een lijst van de pensioenfondsen, waarvan de jaarverslagen zijn onderzocht is op verzoek bij de redactie verkrijgbaar. Onderzocht werden alle 63 verplichtgestelde bedrijfspensioenfondsen en 64 pensioenfondsen van ondernemingen, die ter beurse zijn genoteerd. Bij de ondernemingspensioenfondsen waren 9 fondsen ondergebracht in een bedrijfspensioenfonds, terwijl 6 bedrijfs- en 14 ondernemingspensioenfondsen (volledig) herverzekerd zijn bij een levensverzekeringmaatschappij. Voor het onderzoek bleven uiteindelijk 57 bedrijfs- en 41 ondernemingspensioenfondsen over.

2.1 Waarderingsgrondslagen voor onroerend goed

Bij 25 bedrijfs- en 19 ondernemingspensioenfondsen werd geen onroerend goed in de beleg-

Tabel 2.1: Waarderingsgrondslagen voor onroerend goed

Waarderingsgrondslag	Bpf		Opf		Totaal	
	aan-tal	%	aan-tal	%	aan-tal	%
- historische kostprijs	2	6	1	5	3	5
- boekwaarde hist. kostprijs	25	78	10	45	35	65
- actuele waarde	4	13	11	50	15	28
- geen vermelding/ diverse	1	3	-	-	1	2
	32	100	22	100	54	100

(Bpf = bedrijfspensioenfondsen; Opf = ondernemingspensioenfondsen)

gingsportefeuille aangetroffen. In tabel 2.1 zijn de resultaten weergegeven hoe pensioenfondsen onroerend goed waarderen.

Uit tabel 2.1 kan geconcludeerd worden, dat bedrijfspensioenfondsen het onroerend goed

over het algemeen waarderen tegen boekwaarde historische kostprijs. Bij ondernemingspensioenfondsen komt een duidelijke voorkeur niet naar voren, 50% waardeert tegen (boekwaarde) historische kostprijs en 50% hanteert de actuele waarde als waarderingsgrondslag. Een verklaring voor het verschil in waardering tussen bedrijfs- en ondernemingspensioenfondsen is niet te geven. Het verschil zou wellicht verklaard kunnen worden op basis van het antwoord op de vraag of de pensioenfondsen een actief – dan wel passief beleggingsbeleid voeren. Immers bij een actief beleggingsbeleid is de actuele waarde van belang.

Tabel 2.2: Gehanteerde afschrijvingsmethoden op onroerend goed

Afschrijvingsmethode	Kostprijs		Actuele waarde		Totaal
	Bpf	Opf	Bpf	Opf	
- geen afschrijving	2	1	1	4	8
- % kostprijs	6	4	3	4	17
- % huuropbrengst	14	-	-	-	14
- annuïteit	-	2	-	-	2
- niet gegeven	6	4	-	3	13
	28	11	4	11	54

(Bpf = bedrijfspensioenfondsen; Opf = ondernemingspensioenfondsen)

Alle onderzochte pensioenfondsen verstaan onder actuele waarde de, door middel van taxatie bepaalde, geschatte verkoopwaarde, waarbij 10 fondsen nog vermelden dat wordt rekening gehouden met de verwachte opbrengst als beleggingsobject in verhuurde staat. Taxatie van het onroerend goed geschiedt bij het merendeel eens in de vijf jaar. Twee ondernemingspensioenfondsen nemen bij waardering van onroerend goed tegen actuele waarde een veiligheidsmarge in acht (15% resp. 35% van de taxatiewaarde).

De herwaardering van onroerend goed wordt door 10 pensioenfondsen ten laste/ten gunste van een reserverekening gebracht, terwijl 4 fondsen de mutaties rechtstreeks in de Winst- en Verliesrekening verantwoorden. Bij één fonds werd

de verwerkingsmethode niet vermeld (zie verder tabel 2.4).

Hoe pensioenfondsen op onroerend goed afschrijven, is in tabel 2.2 weergegeven, waarbij rekening wordt gehouden met de door het pensioenfonds gehanteerde waarderingsmethode. Uit het onderzoek komt naar voren, dat 24% van de pensioenfondsen geen uiteenzetting geeft van de gehanteerde afschrijvingsmethode.

17 bedrijfs- en ondernemingspensioenfondsen schrijven af op basis van een percentage van de historische kostprijs. Daarnaast hanteren 14 bedrijfspensioenfondsen een percentage van de huuropbrengst als afschrijvingsmethode.

2.2 Waarderingsgrondslagen voor aandelen

Bij 11 bedrijfs- en 6 ondernemingspensioenfondsen werd geen aandelenportefeuille aangetroffen. In tabel 2.3 worden de resultaten getoond op welke wijze pensioenfondsen aandelen waarderen.

Uit het onderzoek komt met name bij de ondernemingspensioenfondsen de voorkeur voor de beurswaarde als waarderingsgrondslag naar voren. Heeft het pensioenfonds een 'voorzichtige' waardering voor ogen, dan wordt voor kostprijs of lagere beurswaarde gekozen.

Tabel 2.3: Waarderingsgrondslagen voor aandelen

Waarderings- grondslag	Bpf		Opf		Totaal	
	aantal	%	aantal	%	aantal	%
– kostprijs	1	2	2	6	3	4
– kostprijs of lagere beurswaarde	20	44	9	25	29	36
– beurswaarde	22	48	22	63	44	54
– geen vermelding	3	6	2	6	5	6
	46	100	35	100	81	100

(Bpf = bedrijfspensioenfondsen; Opf = ondernemingspensioenfondsen)

Bij waardering van aandelen tegen beurswaarde dient het pensioenfonds de waardeveranderingen tot uitdrukking te brengen. Hoe deze waardeveranderingen worden verantwoord, is in tabel 2.4 weergegeven.

Tabel 2.4: Verwerking waardeveranderingen aandelen/onroerend goed

Verwerkingsmethode	Aan- delen	On- roerend goed	To- taal
– zowel niet- als gerealiseerd via reservekening	24	5	29
– zowel niet- als gerealiseerd via resultatenrekening	6	4	10
– niet gerealiseerd via reserve- gerealiseerd via resultaten- rekening	14	5	19
	44	14	58

Het merendeel van de pensioenfondsen verwerkt de waardeveranderingen via een reservekening, waarin stringent het onderscheid gerealiseerd/niet gerealiseerd wordt aangehouden.

Een onderscheid tussen beursgenoteerde en niet beursgenoteerde aandelen maken 5 ondernemingspensioenfondsen. Hiervan waarderen 2 fondsen de niet beursgenoteerde aandelen tegen de kostprijs of lagere verkoopwaarde, terwijl de overige 3 fondsen waarderen tegen de geschatte verkoopwaarde, waarbij informatie hierover wordt verkregen van bankiers c.q. commissio-nairs.

2.3 Waarderingsgrondslagen voor vastrentende waarden

Alle onderzochte pensioenfondsen hebben obligaties in de beleggingsportefeuille. Slechts 3 bedrijfs- en 2 ondernemingspensioenfondsen hebben geen onderhandse leningen, terwijl 12 bedrijfs- en 15 ondernemingspensioenfondsen geen hypotheek hebben. In tabel 2.5 zijn de resultaten weergegeven van de door de pensioenfondsen gehanteerde waarderingsgrondslagen.

Uit tabel 2.5 kan geconcludeerd worden, dat zowel de bedrijfs- als de ondernemingspensioenfondsen de vastrentende waarden waarderen tegen de nominale waarde of tegen kostprijs, niet boven pari. Slechts 9 pensioenfondsen hanteren de beurswaarde als waarderingsgrondslag en wel alleen bij obligaties. Hiervan waarderen vijf pen-

sioenfonds de obligaties tegen beurswaarde met als maximum de nominale waarde.

Worden de vastrentende waarden tegen nominale waarde gewaardeerd, dan dient het pensioenfonds in geval van een lening met (dis)agio dit op een reserverekening of in de resultatenrekening tot uitdrukking te brengen. In tabel 2.6 is weergegeven hoe pensioenfonds het (dis)agio van een lening verwerken.

Uit tabel 2.6 blijkt, dat bij 47 pensioenfonds wel bekend is dat de vastrentende waarden tegen de nominale waarde worden gewaardeerd, maar niet

Tabel 2.5: Waarderingsgrondslagen voor vastrentende waarden

Waarderings- grondslag	Leningen		Hyp.		Obl.		To- taal
	Bpf	Opf	Bpf	Opf	Bpf	Opf	
– kostprijs	–	5	–	2	2	3	12
– kostprijs, niet boven pari	20	3	19	–	30	11	83
– nominale waarde	29	24	23	19	16	15	126
– beurswaarde	–	–	–	–	4	5	9
– contante waarde	2	5	2	2	2	5	18
– geen vermelding	3	2	1	3	3	2	14
	54	39	45	26	57	41	262

(Bpf= bedrijfspensioenfonds; Opf= ondernemings-
pensioenfonds)

hoe zij het (dis)agio van een lening verwerken of het moet zo zijn dat de vastrentende waarden precies tegen de nominale waarde zijn uitgegeven/verkregen. Is de verwerkingsmethode wel bekend, dan wordt het disagio op een reserverekening geboekt en wordt óf op de aflooptdatum van de lening aan het resultaat toegevoegd óf dit gebeurt naarmate het verstrijken van de looptijd van de lening. De pensioenfonds brengen het agio óf in mindering op de reserverekening óf het wordt direct als last in de resultatenrekening verantwoord.

3 Samenvatting en conclusies

Pensioenfonds hebben als taak het beheren van pensioengelden en het zeker stellen van de pensioenuitkeringen.

Tabel 2.6: Verwerking (dis)agio

Verwerkingsmethode	Bpf	Opf	Totaal
– nominale waarde (min voorziening)	19	28	47
– (dis)agio via resultatenrekening	6	7	13
– disagio via reserverekening en agio via resultatenrekening	22	4	26
– (dis)agio via reserverekening	21	10	31
– diverse	–	9	9
	68	58	126

(Bpf= bedrijfspensioenfonds; Opf= ondernemings-
pensioenfonds)

De jaarrekening van een pensioenfonds dient antwoord te geven op de vraag of het fonds aan zijn verplichtingen kan voldoen. Voor de verslaggeving zijn de pensioenfonds gebonden aan de bepalingen van de PSW. Voorschriften voor waardering van activa en passiva, alsmede voor bepaling van het resultaat ontbreken in de PSW.

In dit artikel is getracht antwoord te geven op de volgende vragen: welke waarderingsmethoden komen voor de verschillende soorten beleggingen in aanmerking en welke waarderingsgrondslagen hanteren de pensioenfonds in de praktijk.

Vooraf kan gesteld worden, dat het door een pensioenfonds gevoerde beleggingsbeleid zijn invloed zal hebben op de gehanteerde waarderingsmethoden. Immers, bij een passief beleggingsbeleid wordt liquidatie van de belegging niet overwogen en kan voor een 'voorzichtige' waarderingsmethode als kostprijs of lagere beurswaarde worden gekozen. Bij een actief beleggingsbeleid speelt juist de huidige opbrengst/verkoopwaarde een rol, waarbij de actuele waarde/beurswaarde als waarderingsmethode past.

Worden de uit hoofdstuk 1 naar voren gekomen waarderingsmethoden gezet naast de in de praktijk gehanteerde waarderingsmethoden, dan kan het volgende opgemerkt worden:

- de resultaten van het onderzoek komen grotendeels overeen met de in de theoretische beschouwing naar voren gekomen waarderingsmethoden.

- bij waardering van onroerend goed blijkt er een duidelijk verschil te bestaan tussen bedrijfs- en ondernemingspensioenfondsen.
- de verwachte grote voorkeur bij aandelen voor waardering tegen beurswaarde komt in het onderzoek niet geheel naar voren.
- bedrijfspensioenfondsen kiezen voor 'voorzichtige' waarderingsmethoden, zoals kostprijs, niet boven pari of kostprijs of lagere beurswaarde. Ondernemingspensioenfondsen waarderen de beleggingen meer tegen actuele waarde/beurswaarde. Een verklaring hiervoor zou kunnen zijn, dat bedrijfspensioenfondsen een meer passief beleggingsbeleid voeren dan ondernemingspensioenfondsen.
- uit het onderzoek blijkt, dat niet alle bedrijfs- en ondernemingspensioenfondsen een uiteenzetting geven van de gehanteerde waarderingsgrondslagen van de beleggingen.

In de PSW zijn geen bepalingen opgenomen op welke wijze de beleggingen gewaardeerd dienen te worden. Men kan zich afvragen of het niet zinvol is om voor pensioenfondsen duidelijk omliggende waarderingsgrondslagen voor te schrijven?

Literatuur

- Bank Mees en Hope (BMH), *Beleggingsbeleid institutionele beleggers in jongste verleden en in de toekomst*, enquête 1983.
- Beleggingswet 1928, *editie Schuurman & Jordens*, Tjeenk Willink, Zwolle.
- Blaisse, D. H., Samenstelling van de beleggingsportefeuille van de institutionele beleggers, *Syllabus studiedag de Geldstroom*, 1983.
- Dijkema, W. en N. W. Veer, Beleggen in vastrentende waarden, oude wetten en nieuwe wegen, *ESB*, 1983 p. 972-976.
- Eeftink, E. en D. Korf, Externe verslaggeving van beleggingsinstellingen, *Maandblad voor accountancy en bedrijfshuishoudkunde*, 1987, p. 2-58-2-82.
- Hoepen, M. A. van, Externe verslaggeving van beleggingsinstellingen, *Bedrijfskunde*, 1983/3 p. 223-231.
- Klaassen, J. en de With, Waardering van vastrentende waarden in de jaarrekening van pensioenfondsen, in *Het financiële systeem*, Stenfert Kroese, Leiden, 1984 p. 217-235.
- Loo, P. D. van, *De beleggingen van pensioenfondsen*, Rotterdam, Stichting Rotterdamse Monetaire Studies, 1984.
- Man, L. J. de en G. S. Postma, *Beleggen in vastrentende waarden in het financiële systeem*, Stenfert Kroese, Leiden, 1984 p. 167-215.
- Meeles, D. A. M. en F. J. Burger, Th. A. M. Velthuyse, C. J. Rijk, *Pensioenen*, Kluwer, Deventer, 1984.

- Oostveen, A. J. van en J. W. Wagner, Beleggen in aandelen, *ESB*, 1983 p. 968-971.
- Paverd, P. A. van de, De beleggingspolitiek van institutionele beleggers onder andere t.a.v. risicodragend vermogen, *Risicodragend vermogen*, NIBE, 1982, p. 33-78.
- Pensioen en spaarfondsenwet 1952, *Editie Schuurman & Jordens*, Tjeenk Willink, Zwolle.
- Rijn, C. van, Beleggen in onroerend goed, een aantrekkelijk alternatief, *ESB*, 1983, p. 977-981.
- Schwenke, P. De reële vraag naar risicodragend vermogen *Risicodragend vermogen*, NIBE, 1982, p. 79-112.
- Stevens, L. G. M. en P. van Yperen, *Kernpunten van pensioen*, Kluwer, Deventer, 1978.
- Stevens, L. G. M., Pensioen in de winstfeer, *FED Deventer*, 1984.
- Stigter/Ploeg, *Levensverzekering*, Tjeenk Willink, Zwolle, 1983.
- Thierry, H. *Pensioen- en spaarfondsen*, Alphen aan den Rijn, 1955.
- Troost, C. A. *Maatschappij voor industriële projecten in Financieringsbronnen, subsidieregelingen en belastingfaciliteiten voor het Nederlandse bedrijfsleven*, Samsom, Deventer, 1983.
- Verbraak, H., Accountant en actuaire, *Maandblad voor accountancy en bedrijfshuishoudkunde*, 1981 p. 15-24.
- Veer, G. ter, *Beleggingsbeleid in heden en verleden bij Nederlandse pensioenfondsen*, Kluwer, Deventer, 1972.
- Weston, J. F. en E. T. Brigham, *Managerial Finance*, H&T Saunders, 1981.
- Wytzes, H. C., *Financiële instellingen en markten*, Stenfert Kroese, Leiden, 1978.

Noot

- 1 Een woord van dank gaat uit naar Prof. Dr. M. A. van Hoepen voor zijn suggesties ten aanzien van dit artikel.