

PROBLEMEN ROND DE PENSIOENFONDSBALANS

door Drs F. L. G. Slooff

§ 1. Inleiding

In deze bijdrage zal de bedrijfseconomische zijde van de balans van pensioenfondsen, waarvoor als financieringsgrondslag fondsvorming volgens het kapitaaldekkingstelsel is gekozen en waarbij aan pensioenge-rechtigden vaste, in geld uitgedrukte toezeggingen zijn gedaan, aan een onderzoek worden onderworpen. Bij dit stelsel vormt men tijdens de periode, waarin de deelnemers aan het productieproces deelnemen, door regelmatige premiebijdragen, welke rentegevend worden belegd, een vermogen, waaruit men later de toegezegde pensioenen zal kunnen bekostigen.

Ingevolge het in werking treden van de Pensioen- en Spaarfondsenwet zal de verslaggeving van de pensioenfondsen voortaan aan zekere minimumvoorwaarden dienen te voldoen. Elk fonds zal b.v. minstens éénmaal in de vijf jaren een actuariële balans moeten laten samenstellen. Het zal niet meer geoorloofd zijn slechts een staat ter verantwoording in te dienen, waarop — niet van essentiële betekenis zijnde posten daargelaten — niet meer voorkomt dan aan de debetzijde de beleggingen en aan de creditzijde het saldo der inkomsten en uitgaven sinds de stichting en eventueel een saldo winst of verlies op beleggingen. Een dergelijke opstelling kan vanzelfsprekend geen enkel inzicht geven in de mate, waarin de pensioenverplichtingen zijn gedekt. Men kan immers niet zien, welke bedragen aanwezig moeten zijn, opdat, rekening houdend met de in de toekomst te ontvangen premies en andere baten en kosten, de toegezegde uitkeringen zullen kunnen plaatsvinden. Hiertoe is een zogenaamde actuariële of wiskundige balans nodig, waarop een premiereserve voorkomt. Deze laatste geeft namelijk het bedrag aan, waarmee per balansdatum de actuariële contante waarde van de pensioenverplichtingen en kosten de actuariële contante waarde van de vordering aan premies en de te kweken rente overtreft. Het verschil dient uiteraard door activa gedekt te zijn. Voor het vaststellen van de benodigde contante waarden moet men uitgaan van een aantal veronderstellingen inzake bv. de toekomstige sterfte, toekomstige kosten en de ontwikkeling van de rentestand. Binnen het kader van onze probleemstelling is slechts de ontwikkeling van de rentestand van belang. Voor de zuiver actuariële facetten meen ik naar de desbetreffende vakliteratuur te mogen verwijzen.

Naast het in het juiste licht stellen van de verplichtingen zou er aan de verslaggeving van vele pensioenfondsen ook nog heel wat te verbeteren zijn door over te gaan tot een behoorlijk gefundeerd waarderings-systeem voor de activa lijkt mij thans, nu toch vele pensioenfondsen tot een grondige herziening van hun balanspolitiek moeten overgaan, het geschikte moment voor de bestuurders en hun adviseurs om zich hierop eens te bezinnen. Terecht zijn de laatste tijd dan ook reeds verscheidene publicaties op dit gebied verschenen, b.v. in het Maandblad voor accountancy en bedrijfshuishoudkunde onder de titel „Waardering van beleggingen bij Maatschappijen van Levensverzekering, Bedrijfs- en Ondernemingspensioenfondsen” bijdragen in het Mei- en Juninumnummer van 1952 van P. J. H. J. Bos, J. A. Th. M. Brans en E. J. Nieuwenhuis, in het Decembernummer 1952 en het Julinumnummer 1953 van C. P. A. Bakker en

in het Februarinummer 1953 van P. J. H. J. Bos alsmede in de Naamlooze Vennootschap van Juli/Augustus 1952 een bijdrage van Ir J. N. Smit onder de titel „De waardering van beleggingen op de balans van een pensioenfonds”. In mijn bijdrage wil ik nu een samenvatting en kritische beschouwing geven van het reeds bereikte, terwijl ik daarnaast een poging zal wagen een stap verder te komen op de weg naar de uiteindelijke oplossing van het waarderingsprobleem.

§ 2. *De vereiste beleggingen*

De Pensioen- en Spaarfondsenwet geeft slechts vage richtlijnen inzake de aard van de beleggingen. Deze moeten volgens art. 14 solide zijn en volgens art. 15 mogen de bezittingen van een ondernemingspensioenfonds voor ten hoogste een tiende deel bestaan uit schuldvorderingen op de werkgever of aandelen in de onderneming. Dit betekent, dat pensioenfondsen — behoudens het toezicht van de Verzekeringskamer — feitelijk zelf mogen uitmaken, welke beleggingspolitiek zij zullen volgen.

Wij moeten dus beginnen met vast te stellen, welke beleggingen in aanmerking komen. Dit wordt bepaald door de functie, die zij vervullen. 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 werking van de wet der 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. Hieruit volgt, dat de tegenover de premiereserve staande activa zich behoren te beperken tot in Guldens luidende geldwaarden, waarvan de integriteit van de hoofdsom boven elke twijfel is verheven, terwijl het netto rendement op de totaliteit der beleggingen ten minste even hoog moet liggen als de voor de berekening van de premie-reserve gebezigde rentegrondslag.

§ 3. *De voorwaarden, waaraan een behoorlijk gefundeerd waarderingsstelsel moet voldoen*

Inzake de wijze van waardering worden de pensioenfondsen — weer behoudens het toezicht van de Verzekeringskamer — geheel vrij gelaten. Het is niet te hopen, dat deze vrijheid opgevat zal worden als een vrijbrief voor het bestendigen van de huidige chaos. Ik kan een verschil van mening omtrent de te gebruiken grondslag begrijpen, doch hoe men voor de houder gelijkwaardige beleggingen op èen balans volgens verschillende maatstaven kan waarden is mij een raadsel.

Wil men aanspraak maken op een stelsel, dat de toets van de critiek kan doorstaan dan zal dit in elk geval — ik geloof tenminste niet, dat hierover verschil van opvatting mogelijk is — aan de volgende voorwaarde moeten voldoen: zo goed mogelijk de waarde aangeven, die de activa voor de betreffende belegger hebben. Hetgeen betekent, dat het niet mag leiden tot:

1. voor de betreffende institutionele belegger van geen belang zijnde waardefluctuaties voor dezelfde posten in opeenvolgende balansen;
2. afwijkende waarderungen van voor het beoogde doel gelijkwaardige beleggingen.

Verder komt het mij wenselijk voor een zodanige grondslag te kiezen, dat:

1. continuïteit in de balanspolitiek zoveel mogelijk is verzekerd;
2. het voeren van een juiste beleggingspolitiek niet wordt geremd;
3. de verslaggeving ook leesbaar is voor niet economisch of actuarieel geschoolde pensioengerechtigden.

§ 4. *Toetsing van enige waarderingssystemen op de gestelde vereisten*

Om vast te stellen hoe men in het licht van voorgaande vereisten de activa van een pensioenfonds behoort te waarderen moeten wij teruggaan tot het met de beleggingen beoogde doel. Deze zijn — zoals wij zagen — een dekkingsmiddel om de deelnemers na zekere tijd de toegezegde pensioenuitkeringen te kunnen doen toekomen. Dit betekent echter niet, dat voor de beleggingen te eniger tijd realisatie noodzakelijk zal zijn. Bij een levend pensioenfonds en zeker bij een — wat toch eigenlijk de normale situatie is — groeiend fonds zal immers de afbraak van het vermogen door uitkeringen aan gepensioneerden meer dan gecompenseerd worden door de premiebetalingen voor nog aan het productieproces deelnemende arbeiders. Men sla hier de verslagen van pensioenfondsen op na; vrijwel steeds overtreffen de inkomsten de uitgaven aanzienlijk. Een interessant beeld van de opbouw en afbraak van de reserves is door Ir Smit gegeven in het Pensioennummer van de Naamlouze Vennootschap ¹⁾.

Het lijkt mij wel raadzaam het aantal onzekerheden, dat de uitkeringen beïnvloedt, zoveel mogelijk te beperken, b.v. door voor ondernemingen of bedrijfstakingen, waar een groot verloop van arbeidskrachten regel is, bij uittreden niet een bedrag ineens, maar slechts een aanspraak op pensioen, een zogenaamd „uitgesteld pensioen” mee te geven.

Aangezien er normalerwijze geen noodzaak aanwezig zal zijn vaste rente dragende geldwaarden tussentijds te realiseren, daar deze vrijwel steeds tot de aflossing aangehouden kunnen worden, behoeft de toevallige, op de balansdatum op de effectenbeurs geldende prijs voor obligaties — met de daaraan klevende onaangename gevolgen van voortdurende waardefluctuaties voor de activa en schijnwinsten en -verliezen hierop — door pensioenfondsen niet in de waardering tot uitdrukking gebracht te worden ²⁾. Moge dit een opluchting zijn voor die pensioenfondsbestuurders, die enige jaren geleden door de scherpe rentestijging en de daaruit resulterende, onrustbarende toenemende boekverliezen op hun obligatiebezit in zak en as zaten. Dat men over de koersverlieskansen bij waardering tegen beurskoers niet te licht mag denken zou ik met de volgende gegevens uit het jongste verleden willen illustreren: gemiddeld nog 15 à 20 jaar lopende Nederlandse staatsobligaties boetten, ondanks de straffe hand, waarmede de Regering de rentestand in bedwang trachtte te houden en ondanks de vraag naar staatsobligaties voor belastingbetaling, van de hoogste koers in 1950 tot de laagste koers in 1951 ongeveer een kwart aan beurswaarde in. Thans is het „gevaar” weer geweken en heeft het koerspeil zich hersteld tot ongeveer het toerniveau van 1950, terwijl de huidige aarzelende tendens in de conjunctuur een nieuwe, van betekenis zijnde rentestijging voorlopig niet waarschijnlijk doet lijken. Men zou dus

¹⁾ Ir J. N. Smit, „Pensioen en Pensioenfinanciering”, De Naamlouze Vennootschap, April 1948, blz. 17.

²⁾ Zie ook: schr. dezes „De waardering van obligaties op de balansen van institutionele beleggers”, Economie, Maart 1953, blz. 288 en 289.

— indien men zich niet bekommert om het al of niet theoretisch gefundeerd zijn van de gebezigde grondslag — met het aanbrengen van wijzigingen in het waarderingssysteem nog wel even een afwachtende houding kunnen aannemen. Tegenover de pensioengerechtigden, die zich meestal geen juiste voorstelling zull en kunnen vormen van de betekenis van boekverliezen op effecten uit hoofde van een rentestijging, lijkt het mij, vooral psychologisch, echter verstandiger thans, nu er geen vuiltje aan de lucht is, over te stappen op een minder gevaarlijk en beter gefundeerd systeem.

In dit blad is de waardering volgens de realisatiewaarde per balansdatum in December 1952 en Juli 1953 nog verdedigd door Bakker³⁾. Hij wil de officieel genoteerde obligaties tegen beurskoers opnemen en de overige geldwaarden waarden tegen een theoretische koers berekend op basis van de op de balansdatum geldende „rentestand” (hoe bepaalt men deze voor de diverse beleggingen?⁴⁾); dat is de zogenaamde rendementswaarde.

Bakker vergelijkt de beleggingen van de institutionele beleggers met de voorraden van handels- of productieondernemingen, welke volgens hem gewaardeerd behoren te worden naar de vervangingswaarde. Deze vergelijking gaat echter duidelijk mank. De voorraden van handel of industrie zijn er om uiteindelijk in de een of andere vorm verkocht te worden en wel tegen de marktprijs. Obligaties daarentegen worden door spaarinstellingen op lange termijn, zoals pensioenfondsen en verzekeringmaatschappijen, normalerwijze aangehouden tot de aflossing en hebben dus voor deze instellingen een — in geld uitgedrukt — vaste, innerlijke waarde, de lossingswaarde, welke volkomen los staat van elke waardering op een markt. Ik meen zelfs, dat het gewaagd is nog een stap verder te gaan. De vervangingswaarde voor voorraden is dat niet de waarde, die deze voor de *bezitter* hebben? En is dienovereenkomstig voor een pensioenfonds de vervangingswaarde voor aan aflossing onderhevige geldwaarden niet de lossingswaarde?

Alleen bij een in liquidatie zijnd pensioenfonds is waardering tegen beurskoers te verdedigen, want dan krijgt men inderdaad te maken met een economische voorraad, die op een markt van de hand gedaan moet worden en dus voor de houder een waarde heeft, welke gelijk is aan de realisatiewaarde.

Keren wij terug tot de praktijk dan zien wij hoe in elke periode van aanmerkelijke rentestijging uitvallers te constateren zijn onder de aanhangers van de waardering volgens realisatiewaarde per balansdatum. Dat het opgeven dikwijls echt „à contre cœur” gebeurt blijkt uit het feit, dat men met hand en tand nog enige resten van het geliefde systeem probeert te redden. Een paar voorbeelden uit verslagen over 1951 mogen dit illustreren. Ik denk onder meer aan een van de grootste institutionele beleggers hier te lande, die de 3 % en hoger rentende obligaties van de overheid in plaats van tegen beurskoers tegen aankoopprijs ging waarden, doch voor de overige obligaties de beurskoers handhaafde, voor zover deze niet hoger lag dan de nominale waarde, want dan werd, evenals voor alle onderhandse leningen, de nominale waarde als grondslag gebezigd. Voorts zou in dit verband een spaarkas te noemen zijn, die, omdat het koersverlies op obligaties de reserves overtrof — na overleg met de Nederlandse Spaarbankbond — de obligaties ten laste van overheids-

³⁾ C. P. A. Bakker, t.a.p., mab 1952, blz. 493 e.v. en mab 1953 blz. 306 e.v.

⁴⁾ Zie ook schr. dezes t.a.p. blz. 290 en 291.

instellingen tegen de koers van aankoop ging waarderen, doch voor alle andere obligaties tegen beurskoers handhaafde.

De waardering tegen de aanschaffingskosten, de zogenaamde historische kostprijs, neemt wel de mogelijkheid van schijnwinsten of -verliezen weg — slechts bij realisatie komt het verschil tussen de aanschaffingsprijs en de realisatieopbrengst op de balans tot uitdrukking — maar bij dit systeem kan de balans geen antwoord geven op de vraag in welke mate de verplichtingen zijn gedekt. Voor de waardering op een later moment is de aanschaffingsprijs van geen betekenis meer of, zoals prof. Mey het met betrekking tot de waardebepaling zo kernachtig uitdrukte: „historische kosten bestaan niet”⁵⁾). Bij dit systeem krijgt men voorts met het zonderlinge verschijnsel te maken, dat volkomen gelijke beleggingen, b.v. op een verschillend tijdstip gekochte obligaties van dezelfde lening, tegen ongelijke koersen op de balans voorkomen. Dit is een inbreuk op de allereerste grondbeginselen van de bedrijfseconomie⁶⁾).

Een praktisch bezwaar is tenslotte, dat men op niet te onderschatten psychologische weerstanden stuit, zo slechts door het nemen van verlies vergeleken met de aankoopkoers van een lager op een hoger renderende belegging overgegaan kan worden. Elke adviseur van institutionele beleggers zal dat in 1952 wel hebben ondervonden, wanneer hij voorstelde gebruik te maken van de grote rendementsanomalieën voor obligaties, die de stroom van emissies toen veroorzaakte.

Wanneer men lossende geldwaarden als een blijvende belegging aanhoudt — en dit is hun normale functie bij pensioenfondsen — is de enige logische waarderingsbasis de lossingswaarde. Door het kopen van een dergelijke belegging krijgt men immers — onafhankelijk van de aanschaffingsprijs en van tussentijdse koers- of renteschommelingen — een vordering op de debiteur ter grootte van de lossingswaarde. De lossingswaarde is meestal wel gelijk aan de nominale waarde, maar het lijkt mij toch beter bij de waardering beide niet te verwarren.

Het lijkt mij moeilijk verdedigbaar om — zoals dat bij een groot aantal institutionele beleggers geschiedt — wel onderhandse leningen, maar niet de obligaties, of van de obligaties alleen de overheidsfondsen of alleen de Nederlandse stukken tegen de nominale waarde — waardering tegen lossingswaarde ben ik nog nimmer tegengekomen — op te nemen en andere obligaties tegen beurs- of aankoopkoers.

Zo men te weinig vertrouwen in een bepaalde debiteur heeft om zijn schulden voor het volle bedrag op de balans op te nemen, moet men deze links laten liggen. Voor een toch steeds gering rendementsverschil mag men de integriteit van de hoofdsom niet riskeren.

De grondslag lossingswaarde voldoet volledig aan de eisen, die wij voor een aanvaardbaar systeem stelden, te weten:

1. geen voor de houder van geen betekenis zijnde fluctuaties te veroorzaken voor dezelfde activa in opeenvolgende balansen;
2. gelijke waardering voor gelijkwaardige balansposten.

Dit systeem verdedigen ook Bos, Brans en Nieuwenhuis voor verzekeringmaatschappijen en pensioenfondsen⁷⁾ en Dr Bosch voor spaar-

⁵⁾ Prof. Dr A. Mey, „Vermogensrechtelijke Staatsboekhouding versus kameraalstijl”, mab, Sept. 1952, blz. 329.

⁶⁾ Zie ook: Prof. Dr A. Mey, „Waardeverantwoording, winstcalculatie en waarde-ringsmoment, mab, Jan. 1952, blz. 19.

⁷⁾ t.a.p. mab 1952, blz. 176 e.v. en mab 1952, blz. 236 e.v.

banken⁸⁾; met het practisch van weinig betekenis zijnde verschil, dat zij zich baseren op de nominale waarde. Ir Smit wijst er echter op, dat een lening, die losbaar is à $101\frac{1}{2}\%$ ook tegen $101\frac{1}{2}\%$ gewaardeerd moet worden⁹⁾).

§ 5. *De behandeling van het verschil tussen de boekwaarde en de aankoop prijs*

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. Dat het niet overbodig is hierop te wijzen en dat deze verkeerde opvatting zelfs nog leeft in de kring van institutionele beleggers moge onder meer blijken uit het feit, dat Drs van Houten in het maandblad van de Nederlandse spaarbanken van deze foutieve opvatting uitgaande schreef over de „grove fouten”, die aan een waarderingssysteem op basis van de nominale waarde kleven en dit dan ook afwees¹⁰⁾.

Het verschil tussen de kostprijs en de lossingswaarde dient vanzelfsprekend op verantwoorde wijze gereserveerd te worden, liefst op een aparte rekening, bv. een waarderingsverschillenrekening. Hieruit kan men dan putten bij verkoop van een belegging beneden de boekwaarde. Zo er tegenover de te realiseren belegging niet meer voldoende middelen op de waarderingsverschillenrekening aanwezig zijn om het verschil tussen de lossingswaarde en de verkoopprijs aan te zuiveren, kan men — in tegenstelling tot het boekverlies door daling van de realisatiewaarde zonder dat van realisatie sprake is — van een verlies spreken; hetwelk op de resultatenrekening tot uitdrukking mag komen.

Voor de boekhoudkundige behandeling van de waarderingsverschillenrekening bestaan verscheidene mogelijkheden, waarvan wij de voornaamste de revue zullen laten passeren.

A. Men laat het verschil tussen de aankoop prijs beneden de lossingswaarde en de boekwaarde op de waarderingsverschillenrekening staan tot realisatie van de belegging; hetzij door verkoop, hetzij door aflossing. Bij aankoop boven de lossingswaarde schrijft men meteen het verschil af. Dit is de eenvoudigste en tevens de voorzichtigste methode, doch hierbij worden de verschillen, die — zo men de economische werkelijkheid in het oog wil houden — eigenlijk over een aantal jaren verdeeld zouden moeten worden en geleidelijk meer het nulpunt zouden moeten naderen naarmate de lossing dichterbij komt, in één jaar als bate of last verantwoord.

B. Men verdeelt het agio respectievelijk disagio ten opzichte van de boekwaarde dusdanig over de jaren tussen aankoop en lossing(skans) gelegen, dat men elk jaar van het overgebleven gedeelte van de belegging in verhouding even grote bedragen af- of bijschrijft. Voor de praktijk krijgt men dan de volgende oplossingen:

- a. Bij een ineens lossende lening schrijft men jaarlijks gelijke bedragen af, zodat, indien men een waarderingsverschillenrekening met begingrootte W heeft, deze na x jaar bij een totale looptijd van n jaar nog een grootte moet hebben van:

⁸⁾ Dr J. F. H. Bosch, „Waardering van obligaties in spaarbankbalansen”, Vakblad voor Nederlandse Spaarbanken, April 1952, blz. 81 e.v.

⁹⁾ Ir J. N. Smit, „De waardering van beleggingen op de balans van een pensioenfonds”, De N.V., Juli/Augustus 1952.

¹⁰⁾ Drs K. W. van Houten, „„Noodregeling” en balanswaardering””, Vakbl. Ned. Spaarb., Febr. 1952, blz. 30.

$$\frac{n - x}{n} W$$

- b. Zo een lening in vooruit vastliggende termijnen aflost, zal de waar-
deringsverschillenrekening na elke aflossing, zowel uit hoofde van
het verminderen van het in de lening belegde bedrag als uit hoofde
van het verlopen van de tijd, afnemen. Gebruik makend van de onder
a ingevoerde symbolen krijgen wij, dat, indien van de oorspronkelijke
belegging B na x jaar A is afgelost, de waarderingsverschillenreke-
ning moet bedragen:

$$\frac{B - A}{B} \cdot \frac{n - x}{n} W$$

Bij aflossing van gelijke bedragen per tijdseenheid kan men, daar
dan duur en grootte in dezelfde mate verminderen — en dus
(n — x) : n = (B — A) : B — komen tot de formule:

$$W_x = \left(\frac{n - x}{n} \right)^2 W$$

- c. Bij een belegging, waarvoor de lossingen niet vooruit vastliggen, b.v.:
- α. een post door loting lossende obligaties;
 - β. schulden met vervroegde aflossingsclausules, waarvan de debiteu-
ren afhankelijk van de toekomstige ontwikkeling van de rente-
stand gebruik zullen maken;
 - γ. leningen, waarbij de lossing afhankelijk is van andere fluctuerende
factoren, b.v. pandbrieven, welker aflossing afhankelijk is van de
beurskoers in een bepaalde periode of van de terugbetaling van
de uitstaande hypotheeken bij de maatschappij van uitgifte;
- kan men bij aankoop beneden de lossingswaarde het beste met de
langst mogelijke en bij aankoop boven de lossingswaarde met de
kortst mogelijke looptijd rekening houden en indien een gedeelte
van die belegging losbaar wordt — juist zoals bij realisatie door ver-
koop — het nog daar tegenover staande bedrag van de waarderings-
verschillenrekening laten vrijkomen. De waarderingsverschillenreke-
ning krijgt dan na x jaar de grootte:

$$\frac{B - A}{B} \cdot \frac{n - x}{n} W,$$

waarbij n bij aankoop boven de boekwaarde de kortst mogelijke en
daar beneden de langst mogelijke looptijd voorstelt. Gaat men uit van
een kostprijs boven de lossingswaarde dan wordt het nulpunt van het
agio vanzelfsprekend bereikt, zodra de geldnemer gerechtigd is de
gehele post af te lossen.

Zo men op bovenstaande wijze handelt, loopt de vermindering van
de waarderingsverschillenrekening zo volkomen mogelijk parallel met de
vermindering van het aantal stukken, dat in portefeuille is en met het
verkorten van de looptijd.

- d. Bij perpetuele leningen, waarbij n oneindig is en niet beïnvloed kan
worden door de grootte van x, zal het verschil tussen de aankoopprijs
en de aflossingswaarde — en dus de grootte van de waarderings-
verschillenrekening — steeds constant blijven, totdat de debiteur, in-
dien daartoe gerechtigd, vrijwillig tot aflossing overgaat.

De middelen, die vrijkomen uit de waarderingsverschillenrekening zou
men, in plaats van deze meteen ten goede te laten komen aan de resul-

tatenrekening en dus aan de vrije reserve (of anders gezegd aan het eigen vermogen van het pensioenfonds), zolang men de betreffende belegging nog in portefeuille heeft, in reserve kunnen houden, bv. op een „reserve tegen beleggingen”. Deze kan dan worden aangesproken, indien bij verkoop van een belegging niet voldoende daartegenoverstaande middelen aan de waarderingsverschillenrekening zijn te onttrekken om het verschil met de balanswaarde te compenseren. Men mag immers nooit uit het oog verliezen, hoe de grootte van de waarderingsverschillen weer afhankelijk is van de toevallige aankooprijzen. Op deze waarheid, die bij het streven naar „exactheid” niet vergeten mag worden, hoop ik later nog terug te komen.

Voor institutionele beleggers, die slechts nominale terugbetalingen aan de inleggers, doch geen vaste inleggersrente garanderen (spaarbanken, boerenleenbanken), is het waarderingsprobleem hiermede opgelost. Voor pensioenfondsen en verzekeringmaatschappijen, welke om aan hun verplichtingen te kunnen voldoen, een bepaald minimuminkomen uit hun beleggingen moeten kunnen trekken, verdient het aanbeveling ook de opbrengst van de activa op de balans tot uitdrukking te brengen. Doet men dit niet dan zal, zo b.v. bij een rekenrente van $3\frac{1}{2}\%$, tegenover een premiereserve beleggingen staan, die slechts een inkomen van 3% afwerpen, toch een sluitende actuariële balans te voorschijn te toveren zijn, terwijl er in feite een aanzienlijk tekort is.

§ 6. *Het tot uitdrukking brengen van de opbrengsten op de balans*

Bos c.s. trachten via de amortisatie van de waarderingsverschillenrekening de opbrengst in de waardebepaling te betrekken ¹¹⁾. Zij becijferen op basis van het bij aankoop voor de belegging bedongen effectieve rendement jaarlijks het agio respectievelijk het disagio ten opzichte van de nominale waarde (zoals gezegd, zou ik zelf de voorkeur willen geven aan de lossingswaarde). Zodoende worden de afschrijvingen op de waarderingsverschillenrekening — en dus het voor- of nadelige koersverschil tussen aankoopprijs en lossingswaarde — voor een gehele lening of voor ineens lossende obligaties — de belegging als „concreet bestemde beleggingseenheid” op zich zelf beschouwend — uitgaande van de historische kostprijs inderdaad op de meest exacte wijze verdeeld over de tijd gedurende welke de vordering uitstaat.

In het licht van de moeilijkheden, die zich voordoen bij het berekenen van de benodigde contante waarden — men zal dikwijls moeten uitgaan van effectieve rendementen (b.v. $3,28\%$), waarvoor niet uit de in gebruik zijnde rendementstafels bij een gegeven restant looptijd de wiskundige koers is af te lezen — vraag ik mij echter af of hier geen sprake is van een overmaat van perfectie. Voor een aantal beleggingen is de looptijd trouwens een onbekende grootte in verband met de niet vastliggende aflossingsdata ¹²⁾.

Voor zover men de waarderingsverschillenrekening beschouwt als een reserve voor eventuele gedwongen voortijdige verkopen met verlies, zal het vaststellen van de exacte grootte van de contante waarden van weinig betekenis zijn, daar deze immers afhankelijk is van de toevallige aankoopkoersen, die toch slechts een zwakke indicatie vormen voor het bepalen van later benodigde reserves. Met het oog hierop stelde ik voor ¹³⁾ —

¹¹⁾ t.a.p. mab 1952 blz. 180 e.v.

¹²⁾ zie blz. 7 van dit artikel.

¹³⁾ zie blz. 8 van dit artikel.

zo men zo voorzichtig mogelijk wil handelen — de uit de waarderingsverschillenrekening vrijkomende middelen pas bij realisatie van de belegging te laten overgaan naar het eigen vermogen van het pensioenfonds.

Voor door loting lossende obligaties betogen Bos c.s., dat per obligatie de looptijd wel niet is te bepalen, maar voor een omvangrijke effectenportefeuille zullen, indien men zich voor de vaststelling van de waarderingsverschillen voor de afzonderlijke obligaties op de mathematische looptijd baseert, de afwijkingen elkaar nagenoeg compenseren, zodat men bij de waardering kan handelen alsof men de gehele obligatielening en niet een gedeelte daarvan in portefeuille heeft. Dit houdt uiteraard het werken met gemiddelde looptijden in, waardoor uitlotingen geen wijziging in de waarderingsverschillenrekening veroorzaken. Het lijkt mij, dat voor lotende obligaties in elk geval het in § 5 onder B sub c genoemde systeem de voorkeur verdient. Dat zowel, daar de uitlotingen voor de betreffende portefeuille op de voet worden gevolgd als vanwege de grotere eenvoud.

Bos c.s. geven toe, dat het volgens hun opvattingen theoretisch ideale systeem bij volledige doorvoering tot geen geringe moeilijkheden aanleiding zal geven en zij doen dan ook enige meer op de praktijk afgestelde oplossingen aan de hand ¹⁴⁾).

Een van die stelsels houdt in, dat jaarlijks op basis van de „levensduur van de delen der portefeuille als geheel beschouwd” een bepaald percentage van de waarderingsverschillenrekening wordt afgeschreven ¹⁵⁾. Daar schrijvers wederom uitgaan van gemiddelde looptijden, geven uitlotingen evenmin aanleiding tot bij- of afboekingen. Deze waardebepaling vindt bij enige pensioenfondsen toepassing.

Om de tekortkomingen van bovenstaande, wel zeer grove benadering te ondervangen doen Bos c.s. nog enige andere voorstellen ¹⁶⁾, maar zij komen daarbij tot, naar mijn mening, voor de praktijk te ingewikkelde formules.

Nu zullen wij nog nagaan in hoeverre het stelsel van Bos, Brans en Nieuwenhuis een oplossing geeft voor het betrekken van de opbrengst in de waardering. Het kan voor gehele leningen met een onveranderlijk aflossingsschema en voor ineens lossende obligaties, *de belegging op zich zelf beschouwend*, op de boekhoudkundig meest exacte wijze het reële jaarlijkse inkomen — hierbij wordt behalve met de nominale rente ook rekening gehouden met het verlies respectievelijk de winst bij aflossing — tot uitdrukking brengen op basis van de historische kostprijs. Dit is echter niet de opbrengst, die op de pensioenfondsbalans tot uitdrukking moet komen. Bij pensioenfondsen — in tegenstelling tot bv. spaarbanken, die geen vaste renteverplichtingen hebben — gaat het er immers om, dat de beleggingen zodanig zijn, dat zij voldoende inkomsten afwerpen om het fonds in staat te stellen aan zijn verplichtingen te kunnen voldoen. Dat zal slechts gaan, indien het totale rendement op de gezamenlijke beleggingen ten minste gelijk is aan de rentevoet op basis waarvan de premie-reserve — de contante waarde van alle toekomstige lasten minus baten — is berekend. Aan het betrekken van de juiste opbrengst „an sich” in de waardering hebben wij dus niets, indien hierbij wordt uitgegaan van een rendement, dat afwijkt van de rekenrente, welke is gebruikt voor het

¹⁴⁾ t.a.p. blz. 240.

¹⁵⁾ t.a.p. blz. 240 en 241.

¹⁶⁾ waarvoor ik de belangstellende lezer om herhalingen te vermijden verwijs naar de uiteenzettingen van de schrijvers, t.a.p. blz. 241-243.

vaststellen van de verplichtingen. Bos c.s. schijnen dit ook enigmater aan te voelen, daar zij, ingeval bij aankoop het effectieve rendement lager is dan de technische rentevoet en er ten opzichte van de premiereserve sprake is van „onderrente”, de wiskundige koers voor de beleggingen willen laten berekenen op basis van de hogere technische rentevoet. Op deze wijze wordt wel het ernstigste bezwaar, dat tegen de waardebeoordeling op basis van het effectieve rendement bij aankoop valt in te brengen — het versluieren van tekorten ten opzichte van de verplichtingen — ondervangen, maar zo krijgt hun advies iets tweeslachtigs.

Het falen van Bos c.s. bij het aangeven van de opbrengst moge blijken uit het voorbeeld, dat zij, bij een technische rentevoet van 3 %, een bij zeer hoge rentestand aangeschafte 4 % lening bij een bepaalde restant looptijd feitelijk zullen waarderen voor b.v. 90 %, terwijl een 3 % lening met eenzelfde restant looptijd, doch bij lage rentestand gekocht, voor b.v. 99 % te boek kan staan, zonder dat hiervoor op enigerlei wijze op de balans een correctie is aangebracht, ofschoon de eerste belegging voor de pensioengerechtigden toch een grotere dekking vertegenwoordigt dan de tweede.

Voorts meen ik uit de uiteenzettingen van Bos c.s. te mogen opmaken, dat zij bij het plaatsgrijpen van een conversie alleen een correctie willen aanbrengen, indien de nieuwe rentevoet lager is dan de rekenrente voor de premiereserve en dat zij dus in alle andere gevallen niet de depreciatie tot uitdrukking willen brengen, die de belegging door conversie voor het pensioenfonds heeft ondergaan ¹⁷⁾).

Tenslotte vraag ik mij af, wat schrijvers doen met de activa, indien zich ooit de noodzakelijkheid zou voordoen de wiskundige reserve om te rekenen. Zij uiten zich slechts terloops over een mogelijke verlaging van de technische rentevoet met: „veelal zal deze gepaard kunnen gaan met een herwaardering van de aanwezige beleggingen” ¹⁸⁾. Verder gaan zij helaas niet op dit probleem in.

Na onze kanttekeningen bij de door Bos c.s. voorgestelde oplossingen, zullen wij onderzoeken hoe de opbrengst dan wel op de balans tot uitdrukking behoort gebracht te worden. De balans kan slechts een juiste weerspiegeling geven van de positie van een pensioenfonds, indien de activa volgens dezelfde maatstaf zijn verantwoord als de passiva ¹⁹⁾. Dit houdt in, dat naast de vermelding van de lossingswaarden nog een correctiepost op de balans moet verschijnen voor de verschillen tussen de rekenrente op basis waarvan de premiereserve is berekend en het rendement, dat de beleggingen afwerpen. Zo een bepaalde balanspost op 4 % rendementsbasis staat bij een rekenrente van 3 % is de balans niet in evenwicht. Er is een overdekking, die voor de pensioengerechtigden niet zichtbaar is gemaakt.

Volkomen evenwicht tussen debet- en creditzijde valt te bereiken door jaarlijks het verschil aan te geven tussen de lossingswaarde van de beleggingen en de contante waarde, op grondslag van de rekenrente voor de verplichtingen, van alle uit die beleggingen te verwachten ontvangsten aan rente en lossingen. Dit verschil komt dan b.v. onder het hoofd „Contante waarde rentevershillen” op de balans.

Men kan voor het vaststellen van de contante waarden:

A. De voorzichtigste weg bewandelend, slechts vermelden, wat bij

¹⁷⁾ t.a.p., blz. 238.

¹⁸⁾ t.a.p., blz. 181.

¹⁹⁾ Zie ook Smit, t.a.p., blz. 73.

normaal nakomen van de verplichtingen door de debiteur onder de ongunstigste omstandigheden ontvangen zal worden en dienovereenkomstig uitgaan van:

- a. de kortst mogelijke looptijd, indien de nominale rente hoger ligt dan de rekenrente;
- b. de langst mogelijke looptijd, indien de nominale rente lager ligt dan de rekenrente.

B. Zich baseren op de gemiddelde looptijd, voor zover deze tenminste is te bepalen. Voor een grotere portefeuille is dit wel verdedigbaar, daar dan de voor- en nadelige verschillen tussen prognose en toekomstige werkelijkheid elkaar waarschijnlijk in redelijke mate zullen compenseren. Voor een aantal gevallen — b.v. daar waar vervroegde aflossing mogelijk is ²⁰⁾ — zal men echter toch in elk geval de voorzichtigste waarde-bepaling moeten kiezen.

Het lijkt mij niet juist de beleggingen in het jaar van aankoop zonder meer te herwaarderen tot hun contante waarde en dan het verschil met de aankoop prijs als rentewinst respectievelijk -verlies voor dat ene jaar te boeken. Dit gebeurt bij de constante-waardemethode van Ir Smit ²¹⁾, welke in de praktijk ook reeds door een aantal pensioenfondsen wordt gevolgd. Deze methode valt wel verre te prefereren boven waardering tegen realisatiewaarde op de balansdatum of tegen historische kostprijs en zij heeft ook niet het bezwaar, dat nog aan het systeem Bos c.s. kleeft in geval het effectieve rendement op basis van de historische kostprijs hoger ligt dan de rekenrente (wat uiteraard het normale geval behoort te zijn), maar zij doet de economische werkelijkheid weer geweld aan, doordat zij in èèn jaar, het jaar van aankoop, het gehele tijdens de looptijd van de belegging te behalen verschil tussen het effectieve rendement en het bedrag, hetwelk nodig is voor de premiereserve, als rentewinst respectievelijk -verlies ten goede aan of ten laste van de resultatenrekening laat komen inplaats van dat over de duur van de belegging te spreiden. Dit is niet alleen boekhoudkundig een tekortkoming, maar daarnaast kan de beleggingspolitiek op ongewenste wijze worden beïnvloed. Zo zijn tekorten immers voorlopig weg te werken door aankoop van fondsen, die zo'n groot mogelijk renteververschil geven. Een 75-jarige, ineens lossende $3\frac{1}{2}$ % lening met een effectief rendement van ca 4%, welke te koop is tegen ca 89 % heeft b.v. bij een rekenrente van 3 % een contante waarde van ca 116 % en zal dus een „rentewinst” laten van ca 27 %, terwijl een 10-jarige ineens lossende 5 % lening, welke bij een koers van ca $104\frac{1}{2}$ % een effectief rendement van ca $4\frac{1}{2}$ % geeft — en dus uit beleggingsoogpunt de voorkeur verdient — slechts een „rentewinst” geeft van 13 %.

Door de gewoonte van de meeste tegen contante waarde waarderende institutionele beleggers geen hogere koers dan pari voor de beleggingen op de balans op te nemen, wordt bovengenoemd bezwaar in de praktijk wel grotendeels ondervangen, doch dan werkt men weer met verschillende maatstaven en komt de overrente niet meer volledig tot uitdrukking.

Ir Smit stelt nog voor eventueel tegen beurskoers te waarderen en daarnaast dan het verschil tussen beurskoers en wiskundig berekende rendementswaarde expliciet op de balans te brengen als „contante waarde overrente” om zodoende de afwijking met de beurskoers aan te geven, terwijl desnoods ook nog de contante waarde van geselecteerde over-

²⁰⁾ zie blz. 7.

²¹⁾ t.a.p., blz. 74.

rente op de wiskundige reserve in mindering gebracht zou kunnen worden ²²⁾. Wij zagen echter, dat — afgezien van de betekenis van hun opbrengst — de waarde van blijvende beleggingen de lossingswaarde is en niet de beurswaarde. Ir Smit schrijft trouwens elders in zijn bijdrage zelf, dat voor de waardering historische kostprijs noch verkeerswaarde (beurskoers) van enige betekenis is ²³⁾.

De beste oplossing lijkt mij tegenover de post „contante waarde renteverschillen” aan de actiefzijde van de balans, onder de passiva een even grote bestemmingsreserve, b.v. genaamd „renteverschillenrekening”, te laten verschijnen, welke dan natuurlijk gelijk met de contante waarden van de renteverschillen fluctueert. Zo kan men op de juiste wijze aangeven, welke „overrente” er in de beleggingen schuilt en toch de extra inkomsten boven de dotatie aan de premiereserve overeenkomstig de werkelijkheid in de loop der jaren via de resultatenrekening aan de vrije reserves ten goede laten komen.

Uiteraard is ook een evenwichtstoestand op de balans te verkrijgen door de wiskundige reserve te laten variëren. Bakker verdedigt deze wijze van correctie om toch tot evenwicht te komen bij waardering tegen beurskoers ²⁴⁾. Voor de praktijk stuit men hierbij echter op te grote moeilijkheden; men zal onder meer met allerlei mogelijke gebroken percentages te doen krijgen.

§ 7. *Het kiezen van de rekenrente*

Daar zowel de omvang van de verplichtingen als die van de contante waarde aan renteverschillen afhankelijk is van de gekozen rentevoet, is het zorgvuldig vaststellen hiervan een eerste vereiste.

De betekenis van de rentegrondslag moge blijken uit het feit, dat een huidige storting van f 100,— over 50 jaar bij een rekenrente van 3 % f 438,39, bij $3\frac{1}{4}$ % f 494,88, bij $3\frac{1}{2}$ % f 558,49 en bij 4 % f 710,67 zal belopen. Daartegenover zal bij een rekenrente van 3 % een 4 % ineens lossende 80-jarige lening bij halfjaarlijkse couponbetaling een overwaarde geven van ca 31 %, terwijl er bij een rentegrondslag van 4 % vrijwel geen overwaarde zou zijn.

Bij vermelding van de contante waarde van de renteverschillen krijgt men wel op elk niveau van de theoretische rente een evenwichtstoestand op de balans, maar het lijkt mij toch aanbevelenswaardig om een negatieve contante waarde aan renteverschillen — ook al mag men aannemen, dat deze slechts van tijdelijke aard zal zijn — zoveel mogelijk te vermijden door de rekenrente redelijk aan de lage kant te houden, b.v. op 3 %. Zo bedoelde balanspost een negatief karakter dreigt te krijgen zullen de bestuurders van een pensioenfonds immers te gemakkelijk geneigd zijn om — zelfs ten koste van de kwaliteit — beleggingen te zoeken, die ten minste een rendement afwerpen gelijk aan de rekenrente. In verscheidene pensioenfondsverslagen kan men gemakkelijk de bewijzen voor deze bewering vinden.

Een ander motief om de rekenrente aan de lage kant te houden lijkt mij, dat men zo grote vrije reserves kan krijgen, die wellicht nog wel eens van nut zullen kunnen zijn, indien men door de voortdurende daling van de sterftecijfers niet zal kunnen ontkomen aan het omrekenen van de

²²⁾ t.a.p., blz. 74.

²³⁾ t.a.p., blz. 74.

²⁴⁾ Bakker, t.a.p., mab 1952, blz. 494.

premiereserve op basis van hogere leeftijden. Het vormen van grote vrije reserves zal — om onaangename verrassingen te voorkomen — zeker wenselijk zijn bij pensioentondsen, waar niet in geld vaste uitkeringen toegezegd zijn, maar pensioenen, die op een of andere wijze mede fluctueren met de salarissen ²⁵⁾).

Bij het aanbrengen van wijzigingen in de rekenrente mag men zich zeker nooit laten beïnvloeden door kortstondige fluctuaties in de rentestand, zoals b.v. de conjuncturele schommelingen. Slechts bij duidelijk structurele veranderingen zal men — mede gezien de vele daaraan verbonden arbeid — een omrekening mogen overwegen. Het gaat er immers om, hoe het gemiddelde rentepeil gedurende een gehele generatie zal zijn ²⁶⁾. Dat het rentepeil ingevolge de grote investeringsbehoeften na de tweede wereldoorlog met zijn ontzaglijke verwoestingen moest gaan stijgen, was even waarschijnlijk als dat na de naoorlogse hausse weer een daling moest volgen naar een voor de huidige tijd, met zijn grote honger naar risicomijdend kapitaal als belegging, meer normaal renteniveau van 3 à 3½ %.

§ 8. Slotbeschouwing

Bij het toepassen van het door mij aanbevolen systeem krijgt men een balans, waaruit op eenvoudige wijze is af te lezen:

1. De waarde, welke de hoofdsommen van de geldvorderingen hebben voor de betreffende houder. Dat is voor het pensioenfonds de lossingswaarde, welke gewoonlijk gelijk of bijna gelijk is aan de nominale waarde. Hierdoor is onderlinge vergelijking van de verschillende soorten beleggingen op één balans en van de balansen van verschillende instellingen mogelijk. Dit is ook uit statistisch oogpunt de wenselijke oplossing.
2. De waarde, welke de geldvorderingen, rekening houdend met hun opbrengst, hebben voor de premiereserve en dus voor de pensioenge-rechtigden. Door het invoeren van de rentevershillenrekening geeft het vermelden van de contante waarde van de rentevershillen ten opzichte van de rekenrente geen aanleiding tot boekhoudkundige onvolkomenheden.

Hiermede is dan de bespreking van de pensioenfondsbalans, waarop slechts geldwaarden voorkomen teneinde. Een aantal fondsen bezit ook nog wel goederenwaarden, waarvoor het waarderingsprobleem evenmin is opgelost, maar goederenwaarden vormen een zo afwijkende vorm van belegging, dat het mij beter lijkt hier een aparte beschouwing aan te wijden.

Ik zou deze bijdrage thans willen besluiten met de hoop uit te spreken geslaagd te zijn in mijn poging de weg uit te stippelen, waarlangs de zo nodige oplossing van het waarderingsprobleem voor de geldwaarden op de pensioenfondsbalans is te vinden.

²⁵⁾ Zie voor de rekenrenteproblemen ook Dr H. Thierry, „Pensioen- en spaarfondsen in de private sector van het economische leven”, 1952, blz. 59 en 60.

²⁶⁾ Zie voor een stem uit de praktijk ook het jaarverslag over 1945 van de Eerste Nederlandsche Verzekering-Maatschappij op het leven en tegen invaliditeit N.V.