

WAARDERING VAN BELEGGINGEN BIJ MAATSCHAPPIJEN VAN LEVENSVZERZEKERING, BEDRIJFS- EN ONDERNEMINGSPENSIOENFONDSEN

door C. P. A. Bakker

In het Februarinumner van dit blad heeft de heer P. J. H. Bos gerepliceerd op mijn critische beschouwingen in het nummer van December 1952 naar aanleiding van een artikel over bovengenoemd onderwerp.

Gaarne maak ik van de gelegenheid gebruik om mijn beschouwingen op enkele punten te verduidelijken en mogelijke misverstanden uit de weg te ruimen.

Het heeft mij enigszins verbaasd te lezen dat de heer Bos zich een propagandist van de leer van de vervangingswaarde noemt, omdat het door hem voorgestane stelsel van waardering in wezen een toepassing is van de uitgaafprijsstheorie. Hieraan moet ik direct toevoegen, dat het de heer Bos niet is ontgaan, dat zijn stelsel op een bepaald moment geen toepassing meer kan vinden, want op blz. 181 van dit blad van Mei 1952 is o.m. vermeld:

„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 de 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.”

en op blz. 183:

„Komt de uit de totaliteit der beleggingen verkregen, resp. over een lange duur te verwachten opbrengst beneden de door de techische rentevoet bepaalde vereiste dotatie aan de wiskundige reserve te liggen, dan ontstaat de noodzaak van omrekening der wiskundige reserve naar een lagere technische rentevoet.”

Hiermede staat het eerste bezwaar van het stelsel van Bos c.s. vast, het gebrek aan continuïteit. Met geen woord wordt gerept over de rentevoet welke na de omrekening als maatstaf voor de berekening van de rentabiliteitswaarde der beleggingen moet dienen. Alleen al de gedachte aan deze moeilijkheid moet m.i. leiden tot verwerping van het door de heer Bos aanbevolen stelsel. Merkwaardig is het, dat niet wordt aangegeven wanneer tot omrekening naar een hogere technische rentevoet mag worden overgegaan. Wanneer tot omrekening naar een hogere technische rentevoet wordt overgegaan ontstaat uiteraard eveneens de vraag op welke wijze de beleggingen dan moeten worden gewaardeerd.

Dat de uitgaafprijsstheorie ook in het levensverzekeringbedrijf met verschillende variaties wordt toegepast, behoeft geen verwondering te wekken. De prijsfluctuaties welke in handel en industrie het besef deden groeien, dat de uitgaafprijs geen juiste waarderingsbasis kon zijn, zijn bij het grootste deel van de beleggingen van relatief veel geringere betekenis.

De heer Bos vergist zich, wanneer hij meent, dat ik de leer van de vervangingswaarde zie als een doel op zichzelf. Ik meen alleszins duidelijk te hebben aangegeven, dat deze leer voor mij slechts het middel is om

o.m. de grootte van het vermogen en van het verteerbare inkomen te bepalen.

Met de 3 punten aangehaald uit de lezing voor de leden van het Actuariëel Genootschap kan ik mij verenigen. Het is mij niet duidelijk hoe hieruit kan worden geconcludeerd tot het bestaan van een principieel verschil tussen de positie van de levensverzekeringmaatschappij en die van de spaarbank. De heer Bos laat zich hier kennelijk door de juridische verschijningsvorm misleiden. Het juridische verschil is economisch irrelevant. De spaarbank mag juridisch enige vrijheid hebben bij de vaststelling van de rentevergoeding over spaargelden, economisch gezien kan zij zich niet aan die vergoeding onttrekken. De nu door de heer Bos weergegeven opvatting is overigens niet in overeenstemming met hetgeen vermeld is op blz. 178 van dit blad van Mei 1952 ten aanzien van de bedrijfs- en ondernemingspensioenfondsen, n.l.:

„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.”

en:

„Zij zijn *in geringere mate* vrij in het aannemen of afwijzen van verzekeringen. Tariefsaanpassing 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, enz. ’

en iets verder:

„Wanneer wij toch menen, dat het onderscheid tussen beide groepen van verzekerde 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.” (cursiveringen van mij. B.).

Met de inhoud van deze citaten ben ik het volkomen eens, doch wat hier gezegd wordt van de rente, over het geringere vrij zijn in het aannemen van contracten en over tariefsaanpassing geldt precies zo voor de overeenkomsten welke spaarbanken plegen af te sluiten. Derhalve is er geen twijfel mogelijk ten aanzien van de vraag of de waarderingskwestie bij de spaarbanken principieel of gradueel verschilt met die van de levensverzekeringmaatschappijen. Misschien was een vergelijking van de positie van een spaarbank met die van een bedrijfspensioenfonds voor sommigen duidelijker geweest.

Het staat dus vast, dat zowel de levensverzekeringmaatschappij als de spaarbank op lange termijn beleggen, omdat zij mogen aannemen, dat de verzekeringnemers resp. spaarders steeds door nieuwe verzekeringnemers resp. spaarders zullen worden opgevolgd. Voor beide instellingen geldt, dat liquidatie van beleggingen door massale aanvragen tot afkoop resp.

door massale opvraging van spaargelden aanleiding moet geven tot bijzondere maatregelen. N'en déplaise de heer Bos blijf ik van mening, dat er geen aanleiding is onderscheid te maken tussen het beleggingsrisico van de levensverzekeringmaatschappij en dat van de spaarbank.

Teneinde niet in herhalingen te vervallen volsta ik met ten aanzien van het begrip „economische voorraad” op te merken, dat ik een ruime uitlegging voorsta. Van duurzame productiemiddelen wordt aangenomen, dat de waardering niet alleen slaat op de nog aanwezige werkeenheden doch evenzeer op de reeds verbruikte werkeenheden, waarvoor een vervangingsverplichting bestaat. Het komt mij logisch voor analoog te handelen in het geval waarin een ondernemer zich tot een bepaalde toekomstige prestatie heeft verbonden, waarvoor hij het prijsrisico loopt, of m.a.w. wanneer hij in een positie verkeert, welke ten aanzien van haar feitelijke gevolgen gelijk staat aan het houden van een economische voorraad. Ook de heer Bos is zich van deze positie bewust. Wanneer hij omrekening van de wiskundige reserve naar een lagere technische rentevoet voorstaat op het moment, dat de beleggingen niet meer voldoende rente opleveren om aan de wiskundige reserve te doteren, doet hij in principe hetzelfde als ik met dit verschil, dat ik de omrekening wil uitvoeren op het moment, waarop mij van veranderde algemeen economische omstandigheden blijkt. Practisch betekent dit, dat ik met ongunstige verwachtingen *direct* rekening houd, terwijl de heer Bos dit eerst doet, wanneer hij in het bedrijf constateert, dat de ongunstige verwachtingen niet alleen werkelijkheid zijn geworden, doch ook hun werking hebben laten voelen. Anders gezegd: de heer Bos laat de veiligheidsmarge tussen de gekweekte rente en de rentevoet van de wiskundige reserve eerst tot nul teruglopen vóór hij maatregelen neemt. De aangegeven positie is niet volledig omkeerbaar. Wanneer gunstige verwachtingen aanwezig zijn, eist de voorzichtigheid, dat men bij het tot uitdrukking brengen daarvan met beleid te werk gaat. Hoe meer de rentestand stijgt, des te groter zal als regel de veiligheidsmarge moeten zijn. De heer Bos heeft mij verweten, dat ik in het midden laat, hoe die veiligheidsmarge moet worden bepaald. Ik zou hierop kunnen antwoorden met de wedervraag hoe hij deze denkt te bepalen, want hij kent eveneens een veiligheidsmarge, al bekommert hij zich weinig om het bestaan daarvan, zoals ik hierboven reeds aangaf. De bepaling van de veiligheidsmarge is een kwestie van practisch inzicht, waarbij het oordeel omtrent de toekomstige ontwikkeling van de rentevoet een gewichtige rol speelt. Het is geen vraagstuk op zichzelf. Het is slechts een facet van het vraagstuk van de vaststelling van de technische rentevoet.

Naar de opvattingen van de heer Bos hadden de meeste levensverzekeringmaatschappijen na de oorlog niet tot omrekening van $3\frac{1}{2}$ % naar 3 % behoeven over te gaan. De directies van deze bedrijven hebben m.i. evenwel terecht uit de daling van de rentestand de conclusie getrokken, dat de omrekening noodzakelijk was, ofschoon de renteopbrengst van de beleggingen nog groot genoeg was om aan de wiskundige reserve de rente naar de technische rentevoet toe te voegen. De moeilijkheid is thans of, nu de rentestand weer wat gestegen is, de tijd is aangebroken om opnieuw om te rekenen en wel naar een hogere technische rentevoet, zoals ook in par. 1 van het eerste artikel werd aangegeven. De moeilijkheden verbonden aan deze herberekening worden door mij niet onderschat. Ik heb er alleen bezwaar tegen gemaakt, dat deze oplossing a priori terzijde werd geschoven, omdat daaraan „vele bezwaren verbonden zijn”. Het betreft

hier een vraagstuk, waarvan theoretisch in twee richtingen een oplossing kan worden gezocht. Ik weet zeer goed, dat de richting van de herberekening in de eerste plaats een actuariel vraagstuk en in de tweede plaats een vraagstuk van administratieve techniek is. Dit is echter geen reden om deze richting buiten beschouwing te laten. De schrijvers hadden stellig behoren aan te geven, of en in hoeverre hun conclusies verandering zouden ondergaan, indien de administratieve techniek er b.v. in zou slagen de moeilijkheden verbonden aan de herberekening tot zodanige proporties terug te brengen, dat herberekening gelijk stond met berekening van de wiskundige reserve. Door de bezwaren verbonden aan de herberekening als een datum te beschouwen is in feite de band tussen het vraagstuk van de vaststelling van de technische rentevoet en het vraagstuk van de waardering van de beleggingen losgemaakt. Het resultaat van de analyse is hierdoor voor mij niet aanvaardbaar, al moet ik toegeven, dat de toepassing van het stelsel soms tot een aanvaardbare benadering aanleiding kan geven. Een aanvaardbare uitkomst in een bepaald geval is echter nog geen maatstaf voor de wetenschappelijke juistheid van een stelsel. Zo zal men ook niet beweren, dat het stelsel van waardering naar uitgaafprijs juist is, omdat de toepassing van dit stelsel in tijden met een stabiel prijsniveau tot een ongeveer gelijke uitkomst leidt als de toepassing van de vervangingswaardeleer.

Door mij was gesteld, dat fouten, welke ontstaan doordat op te korte of te lange termijn is belegd, in het systeem van Bos c.s. onzichtbaar worden gemaakt, terwijl deze in het door mij voorgestane systeem aan het licht komen. Ik heb niet gezegd, dat, indien vermogensverminderingen blijken, de oorzaak *altijd* is terug te voeren tot een fout in de beleggingspolitiek. Door dit laatste te veronderstellen heeft de heer Bos het door mij genoemde, aan zijn stelsel verbonden, bezwaar nog niet uit de weg geruimd.

De heer Bos meent nog een onduidelijkheid te zien in mijn betoog, wanneer ik stel, dat door sommigen de keuze van het juiste waarderingsbeginsel voor de beleggingen en wiskundige reserve wordt vereenzelvigd met afhankelijkheid. Ik onderschrijf volkomen de mening van de heer Bos, dat men bij de keuze van de grondslag rente voor de waardering van de wiskundige reserve uit dient te gaan van de verwachte rente, echter *niet* zijn mening, dat deze mede wordt bepaald door de wijze van waardering der beleggingen. Men kan alleen zeggen, dat de economische omstandigheden hun invloed op de vaststelling van de technische rentevoet in dezelfde richting zullen uitoefenen als op de waarde van de beleggingen. Zo gaat men tot omrekening naar een lagere technische rentevoet over omdat men uit het waardeverloop van de beleggingen constateert, dat de rentestand is gedaald en de verwachting bestaat, dat in deze toestand op korte termijn geen of weinig verandering komt. De heer Bos doet als de particulier die bij een emissie een 3 % obligatie *à pari* verkrijgt en na enige tijd, wanneer dergelijke obligaties tegen 4 % worden geëmitteerd en de 3 % obligatie 85 noteert, zegt: „Het is wel jammer, dat ik maar 3 % van mijn geld maak.” Die particulier ziet over het hoofd, dat zijn vermogen is aangetast. Van hetgeen nog over is, maakt hij geen 3 doch 4 %.

Het stelsel van Bos c.s. faalt, zoals hierboven reeds werd geconstateerd, wanneer omrekening van de reserve naar een hogere of lagere rentevoet noodzakelijk is, hetgeen practisch betekent, wanneer een sterke stijging of sterke daling van de rentestand optreedt. Aangezien deze wijzigingen van de rentestand een normaal verschijnsel van de conjunctuur zijn, is de practische betekenis van het stelsel beperkt tot de perioden

waarin de rentestand slechts kleine schommelingen vertoont. In de perioden waarin het stelsel zou kunnen worden toegepast, bestaat daaraan echter geen behoefte, omdat in die perioden de waardeveranderingen van de beleggingen gering zijn. De heer Bos geeft zelf toe, dat gedurende een reeks van jaren het systeem van waardering van effecten tegen beurskoers, hoewel z.i. theoretisch fout, een praktisch aanvaardbare methode is geweest. Het wekt daarom bevreemding, dat Bos c.s. de aanleiding voor hun systeem hebben gevonden in een tijd, waarin dat systeem geen toepassing kan vinden.

Het voorgaande meen ik als volgt te kunnen samenvatten:

Er is in de practijk behoefte aan een bedrijfseconomisch juist gefundeerd stelsel van waardering voor de beleggingen. Wanneer men aanneemt, dat aan de omrekening van de wiskundige reserve belangrijke bezwaren zijn verbonden, rijst de vraag of men juist handelt, wanneer men bepaalde concessies doet bij de waardering van beleggingen, welke concessies ten doel hebben de bezwaren verbonden aan de omrekening te mitigeren.

In het stelsel van Bos c.s. wordt een oplossing gezocht door enerzijds de rentevoet van de wiskundige reserve zoveel mogelijk constant te houden en anderzijds de opbrengsten van de beleggingen over de gehele levensduur naar een zelfde effectieve rentevoet te verdelen. Op deze wijze worden de gevolgen van de daling en stijging van de rentestand over verschillende jaren verdeeld, hetgeen, afgezien van incidentele factoren leidt tot een zekere gelijkheid in de jaarlijkse uitkomsten van het bedrijf. Het streven naar gelijkheid in de uitkomsten heeft m.i. geen betekenis. De kwestie van gelijkheid in winstuitkeringen staat los hiervan. Voor de gelijkheid van uitkomsten wordt als offer gebracht de juistheid van de balans als middel tot weergave van de grootte en samenstelling van kapitaal en vermogen, hetgeen zich in het bijzonder manifesteert in afwijkingen bij de waardering van de beleggingen, doch evenzeer in een van jaar tot jaar verschillende grootte van de marge tussen de gekweekte rente en de technische rentevoet van de wiskundige reserve.

Mijn gedachten gaan uit naar een stelsel, waarbij de vervangingswaardeleer als leidraad geldt. Dit brengt mede, dat meerdere omrekeningen van de wiskundige reserve nodig kunnen zijn. Voor zover die omrekeningen uit kostenooqpunt bezwaren ondervinden, zouden de aanvullingen van of onttrekkingen aan de wiskundige reserve in sommige gevallen kunnen worden vastgesteld op basis van stelselmatig uitgevoerde proefberekningen. Deze oplossing is ingegeven door de gedachte, dat een goede benaderingsmethode beter is dan systeemloosheid. Voor de beleggingen moet de vervangingswaarde worden bepaald, welke voor effecten de beurswaarde is. Het voordeel van dit systeem is, dat men een met de werkelijkheid zoveel mogelijk overeenkomend beeld verkrijgt ten aanzien van de grootte en samenstelling van kapitaal en vermogen. Een ander voordeel is, dat het in tegenstelling tot het systeem van Bos c.s., altijd kan worden toegepast.

Gelet op de bezwaren welke aan het systeem van Bos c.s. zijn verbonden en in aanmerking nemende, dat de heer Bos geen steekhoudende argumenten tegen de toepassing van de vervangingswaardegedachte naar voren heeft gebracht, meen ik de conclusie te mogen trekken, dat het aanbeveling verdient de door mij aangegeven richting verder te onderzoeken. Het heeft mij verheugd, dat ik naast de critiek van de heer Bos van verschillende deskundige zijden heb mogen vernemen, dat men in beginsel met mijn opvattingen instemt.