



Waardering van het omzettingskapitaal van vergoedingsrenten naar gemeen recht

door Christian JAUMAIN

A. Rentevoet

1. Een gewijzigde traditionele benadering? Het omzettingskapitaal van een vergoedingsrente wordt traditioneel bepaald op basis van de hypothese dat dit bedrag zonder risico wordt belegd in staatsobligaties, met dien verstande dat de rentenier (het slachtoffer) vrij is om erover te beschikken zoals hij of zij dat goeddunkt¹.

Met de ineenstorting van de rentevoeten vanaf het midden van de jaren 2010 is deze traditionele benadering een bron van onbegrip, misverstand en betwisting geworden over het "risicovrije" karakter van de hypothetische belegging en van de indexerings van de vergoedingsrente.

Vandaag gaan sommige beoefenaars van het vergoedingsrecht ervan uit dat het omzettingskapitaal wordt belegd in een zogenaamde "hoog rendement"-belegging, hoewel risicovol, in plaats van in een staatsobligatie met een lager maar gegarandeerd rendement, met als doel het bedrag van het te hoog geachte kapitaal te verminderen, waarbij vaak het gewicht van de indexerings van de rente wordt genegeerd.

2. Het omzettingskapitaal wordt niet gewaardeerd op basis van het gebruik van dit kapitaal. De traditionele benadering, vooral als deze wordt gewijzigd om af te stappen van de risicovrije rentevoet, komt niet overeen met de regels van de financiële economie.

Als een eigenaar zijn huis wil verkopen, komt het dan bij hem op om de prijs vast te stellen op basis van het gebruik dat hij van het ontvangen kapitaal zal maken? Ander voorbeeld: geen enkele fan van een risicovol financieel product kan voorbijgaan aan het feit dat de waarde van een aandeel niets anders is dan die van een rente die gelijk is aan de toekomstige dividenden, en dat deze waarde op geen enkele manier afhangt van de inkomsten die zouden worden verkregen uit de herinvestering van de opbrengst van de uiteindelijke verkoop van dit aandeel.

Evenzo, waarom zou de rentenier die zijn of haar rente in kapitaal omzet, een bedrag ontvangen dat

wordt bepaald naar gelang van het gebruik dat hij of zij van dit kapitaal zal maken?

Het gebruik van het omzettingskapitaal kan trouwens even gevarieerd als legitiem zijn. Het kan onderworpen zijn aan gegarandeerde of niet gegarandeerde interesten: rentedragende termijnrekeningen, aandelen of bedrijfs- of staatsobligaties (in België OLO's). Kunnen daarentegen geen voorwerp zijn van interesten: aankoop van een woonhuis, renovatie van het dak van de gezinswoning, isolatiewerkzaamheden aan de woning, financiering van studies of het installeren van een kind, enz. Hoe kan het kapitaal worden bepaald op basis van het gebruik ervan wanneer het tot interesten geen aanleiding geeft?

3. Het bedrag van het omzettingskapitaal is afhankelijk van de solvabiliteit van de renteschuldenaar. De solvabiliteit van een natuurlijke of rechtspersoon is zijn of haar vermogen om over voldoende financiële middelen te beschikken om zijn of haar schulden af te lossen.

We kunnen ons gemakkelijk voorstellen dat hoe meer solvabel een schuldenaar van een rente is, hoe hoger de waarde van de rente. *Ceteris paribus* is de waarde van de alimentatie lager dan die van een door een verzekeraar gegarandeerde rente. Een schuldenaar met weinig solvabiliteit laat de rentenier weinig kans om de rente tot de vervaldag te ontvangen, zeker als deze termijn ver weg is. Integendeel, een solvabele schuldenaar geeft de rentenier de zekerheid dat hij de rente tot de vervaldag ontvangt, ook al is deze termijn ver weg.

Hier wordt in aanmerking genomen:

- voor een verzekeraar, de capaciteit om vergoedingsrenten uit te keren aan slachtoffers (of begunstigden).
- voor de Staat, de capaciteit om de renten te betalen die worden gevormd door intresten (coupons) en, op lange termijn, de hoofdsom van zijn obligatieleningen.

4. De solvabiliteit van verzekeraars is vergelijkbaar met die van de Staat. De solvabiliteit van de Staat wordt geacht vrij te zijn van het risico van wanbetaling².

¹ De Indicatieve Tabel volgde deze benadering tijdens de eerste 7 edities (van 1995 tot 2016) en week er vervolgens van af door af te zien van de risicovrije rentevoet, wat, zoals dit artikel aantoont, onredelijk is.

² Met uitzondering van staten als Haïti of zelfs Griekenland dat in februari 2012 gedwongen werd zijn schuld te herstructureren, wat resulteerde in verliezen van meer dan 200 miljard dollar voor investeerders.

De solvabiliteit van de verzekeringsondernemingen, die nauwlettend wordt opgevolgd door de toezichthoudende³ autoriteiten en die wordt versterkt door solidariteitsmechanismen tussen de ondernemingen⁴, ligt op een niveau dat vergelijkbaar is met de solvabiliteit van de Staat, zodat deze ondernemingen ook in termen van solvabiliteit als "risicovrij" kunnen worden beschouwd.

5. Waardering van het omzettingsskapitaal

5.1. Actualisatierentevoet⁵. De waardering van het omzettingsskapitaal is gebaseerd op een sterftetafel, een actualisatierentevoet en op een inflatiecijfer. We komen later terug op de beschouwing van de inflatie om ons eerst te richten op de actualisatierentevoet.

De actualisatierentevoet, bijvoorbeeld 3%, stelt u in staat om een "toekomstige" som geld om te zetten in een "actuele" som geld, volgens de volgende regel: € 100 in 1 jaar is gelijk aan € 100 / (1+3%) vandaag⁶, hetzij € 97,09. Als de actualisatierentevoet 4% is, is € 100 in 1 jaar gelijk aan € 100 / (1 + 4%) vandaag, hetzij € 96,15.

5.2. Hoe lager de actualisatierentevoet, hoe groter het omzettingsskapitaal. Dit voorbeeld laat zien dat hoe lager de actualisatierentevoet, hoe groter de actuele waarde is en dus hoe groter het omzettingsskapitaal, dat de som is van de actuele waarden van de rentestortingen. Omgekeerd geldt: hoe hoger de actualisatierentevoet, hoe kleiner het omzettingsskapitaal⁷.

5.3. De actualisatierentevoet van een vergoedingsrente moet op het niveau van de risicovrije rentevoet liggen. Welnu, hoe hoger de solvabiliteit van de renteschuldenaar, hoe hoger de waarde van de rente, en dus hoe lager de actualisatierentevoet. Aangezien de solvabiliteit van de verzekeringsmarkt zich op een

niveau bevindt dat vergelijkbaar is met de solvabiliteit van de Staat, moet de actualisatierentevoet van een door een verzekeraar uitgekeerde rente op een niveau liggen dat vergelijkbaar is met dat van staatsobligaties, d.w.z. dat van de risicovrije rentevoet zoals die op de financiële markt wordt vastgesteld op het moment van de waardering van het omzettingsskapitaal.

Opgemerkt wordt dat de beleggingsrentevoet over het algemeen afhangt van de duur van de belegging, zodat de vergelijking tussen rentevoeten ervan uitgaat dat de overeenkomstige beleggingen dezelfde gemiddelde looptijd hebben. Zo moet de actualisatierentevoet van een rente met een gemiddelde looptijd van 10 jaar worden vergeleken met de rentevoet van een staatsobligatie met een resterende looptijd (maturiteit) van 10 jaar.

5.4 Berekening van het omzettingsskapitaal. Het omzettingsskapitaal wordt berekend op basis van de risicovrije rentevoet, zoals weergegeven in het vereenvoudigde voorbeeld hieronder.

We nemen een vergoedingsrente van 100 euro per jaar, betaalbaar op het einde van elk jaar gedurende 3 jaar. We gaan ervan uit dat de risicovrije rentevoet 3% bedraagt, ongeacht de looptijd (1 jaar, 2 jaar en 3 jaar)⁸. Er wordt geen rekening gehouden met de waarschijnlijkheid dat het slachtoffer nog in leven is op de vervaldag van de achtereenvolgende rentestortingen, noch met de indexering van deze stortingen.

De actuele waarde van de drie stortingen wordt als volgt berekend:

- 1^{ste} storting: € 100 / (1+3%) = € 97,09
- 2^{de} storting: € 100 / (1+3%)² = € 94,26
- 3^{de} storting: € 100 / (1+3%)³ = € 91,51

Het omzettingsskapitaal is dus gelijk aan € 97,09 + € 94,26 + € 91,51 = € 282,86.

³ In België gaat het om de Nationale Bank van België (NBB).

⁴ Het Belgisch Gemeenschappelijk Waarborgfonds (BGWF) werd opgericht om met name tussen te komen bij de herstelling van schade veroorzaakt door een motorrijtuig wanneer de herstelling verschuldigd is door een verzekeringsmaatschappij die gemachtigd is om in België een motorrijtuigenaansprakelijkheidsverzekering af te sluiten en die failliet is of die in gebreke is na intrekking of verzaking van de vergunning. Het ongeval moet in België hebben plaatsgevonden. Het BGWF heeft aldus tot gevolg dat vrijwel alle verzekeraars op hetzelfde niveau van solvabiliteit komen. Deze solvabiliteit van de verzekeringsmarkt is vergelijkbaar met die van de Staat. Het slachtoffer heeft dus het recht om dezelfde rente te vorderen voor de waardering van de rente, ongeacht de verzekeraar of zelfs, in overeenstemming met de statuten van het BGWF, als er geen verzekeraar is.

⁵ De termen "actualisatierentevoet" en "waarderingsrentevoet", zijn synoniemen.

⁶ Vanuit een beleggingsperspectief, symmetrisch ten opzichte van het actualisatieperspectief, komt € 100 vandaag overeen met € 100 × (1 + 3%) over een jaar. Vanuit dit beleggingsperspectief is 3% de beleggingsrentevoet. De beleggingsrentevoet die vanuit het oogpunt van de belegging wordt beschouwd, is derhalve gelijk aan de actualisatierentevoet die vanuit het oogpunt van de actualisatie wordt beschouwd. De termen "actualisatierentevoet", "waarderingsrentevoet", "beleggingsrentevoet" en "rentevoet", die afhankelijk van de context worden gebruikt, zijn dus synoniemen.

⁷ Het is te hopen dat de tegengestelde mening, die bij veel beoefenaars te lang heeft standgehouden, nu verdwenen is. De auteur herinnert zich een van zijn studenten verzekeringsrecht en -economie, die aan het einde van de presentatie over dit onderwerp naar hem toe kwam. We bevinden ons aan het begin van de jaren 2000, toen de referentie-OLO rentevoet, na aftrek van de roerende voorheffing en van het inflatiecijfer, ongeveer 3% bedroeg.

- Kan ik u van dienst zijn, Mevrouw?"

- Mijn vader is om het leven gekomen bij een verkeersongeval en het proces heeft onlangs plaatsgevonden. De rechter accepteerde de door onze advocaat gevraagde rentevoet van 6,5%. Ik realiseer me vandaag de omvang van de extra schade die deze fout aan mijn moeder heeft toegebracht.

In het geval van een vergoedingsduur van 15 jaar bedroeg het door de rechter toegekende kapitaal niet meer dan 80% van het billijke bedrag...

⁸ Deze rentevoet is netto na aftrek van belastingen, aangezien het nettobedrag van de vergoedingsrente in aanmerking wordt genomen in de kapitalisatie. Eventuele belastingen op het omzettingsskapitaal zijn onderworpen aan een aanvullende vergoeding door middel van een verzoek dat aan de verzekeraar moet worden gericht.

B. Rekening houden met inflatie

6. Waardering van het omzettingskapitaal van de geïndexeerde rente. Laten we teruggaan naar ons vereenvoudigde voorbeeld van een vergoedingsrente van 100 euro per jaar, betaalbaar op het einde van elk jaar gedurende 3 jaar. We gaan ervan uit dat de risicovrije rentevoet 3% bedraagt, ongeacht de looptijd. Er wordt geen rekening gehouden met de waarschijnlijkheid dat het slachtoffer nog in leven is op de vervaldag van de achtereenvolgende rentestortingen. Er wordt aangenomen dat het inflatiecijfer elk jaar 2% bedraagt gedurende de hele vergoedingsduur.

Het bedrag van de opeenvolgende stortingen bedraagt:

- voor de 1^e storting, $€ 100 \times 1,02 = € 102,00$
- voor de 2^e storting, $€ 100 \times (1,02)^2 = € 104,04$
- voor de 3^e storting, $€ 100 \times (1,02)^3 = € 106,12$

De actuele waarde van de drie stortingen wordt als volgt berekend:

- 1^{ste} storting: $€ 102,00 / (1+3\%) = € 99,03$
- 2^{de} storting: $€ 104,04 / (1+3\%)^2 = € 98,07$
- 3^{de} storting: $€ 106,12 / (1+3\%)^3 = € 97,12$

Het omzettingskapitaal van de geïndexeerde rente is dus gelijk aan $€ 99,03 + € 98,07 + € 97,12 = € 294,22$. Dit kapitaal van € 294,22 is uiteraard hoger dan dat van de niet-geïndexeerde rente (€ 282,86).

7. Een ingenieuze waarde benadering dat echter nutteloos is geworden. Het omzettingskapitaal van de geïndexeerde rente is ongeveer gelijk aan dat van de niet-geïndexeerde rente, berekend tegen de fictieve actualisatierentevoet van 1% = 3% (effectieve actualisatierentevoet) min 2% (inflatiecijfer).

Tegen deze fictieve actualisatierentevoet van 1% wordt de actuele waarde van de stortingen van de niet-geïndexeerde rente inderdaad als volgt berekend:

- 1^{ste} storting: $€ 100 / (1+1\%) = € 99,01$
- 2^{de} storting: $€ 100 / (1+1\%)^2 = € 98,03$
- 3^{de} storting: $€ 100 / (1+1\%)^3 = € 97,06$

Het omzettingskapitaal dat eruit resulteert, is gelijk aan $€ 99,01 + € 98,03 + € 97,06 = € 294,10$. Het verschil met de exacte waarde (€ 294,22) is slechts € 0,12. Dit verschil is des te kleiner naarmate het inflatiecijfer dichter bij de risicovrije rentevoet ligt.

Opgemerkt wordt dat het verschil van 1% tussen 3% (actualisatierentevoet) en 2% (inflatiecijfer) geen werkelijke actualisatie- of beleggingsrentevoet vertegenwoordigt. Er wordt geen belegging gemaakt tegen een rentevoet van 1%. De werkelijke actualisatie- of beleggingsrentevoet is en blijft 3%. In feite is het gebruik van deze hybride rentevoet van 1% als fictieve actualisatierentevoet (kapitalisatie coëfficiënt genoemd) een ingenieuze manier om het omzettingskapitaal van de geïndexeerde rente (benaderend) te waarderen⁹.

In het computertijdperk zou de beoefenaar in staat moeten zijn om een *ad-hoc* software te gebruiken, waarin hij wordt uitgenodigd om enerzijds een beleggingsrentevoet en anderzijds een inflatiecijfer vast te stellen, zonder zich bezig te houden met het verschil tussen deze twee cijfers.

8. Hypothese betreffende toekomstige inflatie. Na de pieken van 9,25% in 2022 en 4,33% in 2023 zal de inflatie in 2024 nog steeds boven de 3% uitkomen. Het Federaal Planbureau voorspelt 2% in 2025. Voor de daaropvolgende jaren raden we het streefcijfer aan van de Europese Centrale Bank van 2%, te vermeerderen met 0,25% om inflatiepieken om de 30 à 40 jaar te dragen.

Opgemerkt moet worden dat slachtoffers die vóór 2024 kozen voor het omzettingskapitaal ter vervanging van de rente, nooit zullen worden gecompenseerd voor de gevolgen van de inflatiepieken van 2022-2023, wat tot de grootste aandacht zou moeten aanzetten bij het in aanmerking nemen van de toekomstige inflatie.

In de huidige context van risicovrije rentevoeten van ongeveer 3% bruto, d.w.z. 2,1% netto, en uitgaande van een toekomstige inflatie van 2,25%, ligt het verschil 2,1% – 2,25% dicht bij 0%. Een hybride rentevoet (of kapitalisatie coëfficiënt) hoger dan een benaderend percentage van 0% zou erop neerkomen dat een nieuwe schade wordt toegebracht voor de slachtoffers.

9. Opmerking. We herinneren eraan dat de actualisatierentevoet gelijk is aan de netto OLO-rentevoet zoals die op de financiële markt wordt vastgesteld op het moment van de waardering van het omzettingskapitaal. Er is dus geen reden om zich vragen te stellen over de evolutie van deze rentevoet over de vergoedingsduur.

Daarentegen is het inflatiecijfer het resultaat van een hypothese die betrekking heeft op de evolutie van de inflatie over de gehele vergoedingsduur.

C. Samenvatting en conclusie

Overeenkomstig de regels van de financiële economie hangt de waarde van een rente af van de solvabiliteit van de renteschuldenaar, en niet van het gebruik dat van dit kapitaal zal worden gemaakt. Aangezien de solvabiliteit van de verzekeraars op een niveau ligt dat vergelijkbaar is met de solvabiliteit van de Staat, mag de waarderingsrentevoet van het omzettingskapitaal, zoals die van staatsobligaties, niet verschillen van de netto rentevoet van de staatsobligaties (OLO).

In de huidige context van risicovrije rentevoeten van ongeveer 3% bruto, d.w.z. 2,1% netto, en uitgaande van een toekomstige inflatie van 2,25%, ligt het verschil 2,1% – 2,25% dicht bij 0%. Een kapitalisatie rentevoet hoger dan een benaderend percentage die hoger is dan 0% zou erop neerkomen dat een nieuwe schade wordt toegebracht voor de slachtoffers.

Lexiek

- De volgende termen, die afhankelijk van de context worden gebruikt, zijn synoniemen:
 - actualisatierentevoet
 - waarderingsrentevoet
 - beleggingsrentevoet
 - rentevoet
- Hetzelfde geldt voor de volgende termen:
 - fictieve actualisatierentevoet
 - kapitalisatie coëfficiënt
 - hybride rentevoet
- Risicovrije rentevoet: rentevoet op een belegging die als zeker mag beschouwd worden (voorbeeld: staatsobligaties).

⁹ Ook al heeft dit cijfer in de economie de betekenis van *reële* rentevoet, d.w.z. wat een belegging daadwerkelijk oplevert als de inflatie in aanmerking wordt genomen.

NAWOORD

De Indicatieve Tabel 2024 en de kapitalisatie coëfficiënt: op weg naar de terugkeer naar rede?

1. Evolutie van de positie van de Indicatieve Tabel in termen van kapitalisatie coëfficiënt. De Indicatieve Tabel is een zeer uitgebreid en nuttig instrument voor het vergoeden van slachtoffers. In termen van kapitalisatie coëfficiënt wordt zijn positie sinds de editie van 2016 hieronder in herinnering gebracht.

Indicatieve Tabel 2016: Rekening houdend met de actuele rendementen van **beleggingen, verricht door 'een goede huisvader'**, en gelet op de adviezen van de actuarissen die werden geraadpleegd, stellen de auteurs van de Indicatieve Tabel voor om een gemiddelde rentevoet van 1% in aanmerking te nemen. Deze is vatbaar voor aanpassingen, in meer of in min, rekening houdend met de concrete omstandigheden¹⁰.

Indicatieve Tabel 2020: Rekening houdend met de actuele rendementen van **financiële beleggingen of investeringen waarover het slachtoffer beschikt**, evenals het vrije gebruik dat deze heeft over het kapitaal dat hem/haar voortijdig ter beschikking wordt gesteld, stellen de auteurs van de Indicatieve Tabel voor om een rentevoet van 1 % in aanmerking te nemen. Deze is vatbaar voor aanpassing in meer of in min, rekening houdend met de concrete omstandigheden.

Indicatieve Tabel 2024: Rekening houdend met de actuele rendementen van **financiële beleggingen of investeringen waarover het slachtoffer beschikt**, evenals het vrije gebruik dat deze heeft over het kapitaal dat hem/haar voortijdig ter beschikking wordt gesteld, stellen de auteurs van de Indicatieve Tabel voor om de volgende rentevoeten in aanmerking te nemen:

- 0,5% in geval van kapitalisatie over een periode van minder dan 15 jaar;
- 1% in geval van kapitalisatie over een periode van meer dan 15 jaar.

Deze kapitalisatie coëfficiënt (of "technische rentevoet") vertegenwoordigt het verschil tussen het nettorendement op de investering en het inflatiecijfer.

Dit is vatbaar voor aanpassing in meer of in min, rekening houdend met de concrete omstandigheden.

2. Afwijzing van de risicovrije rentevoet. De waarde van een rente hangt af van de solvabiliteit van de renteschuldenaar, en niet van het gebruik dat van dit kapitaal zal worden gemaakt.

Aangezien de solvabiliteit van de verzekeraars op een niveau ligt dat vergelijkbaar is met de solvabiliteit van de Staat, mag de waarderingsrentevoet van het omzettingsskapitaal, zoals die van staatsobligaties, niet verschillen van de netto rentevoet van de staatsobligaties (OLO).

Door de regels van de financiële economie te negeren en zich te richten op "*financiële beleggingen of investeringen waarover het slachtoffer beschikt*", wijst de Indicatieve Tabel het exclusieve gebruik van de risicovrije rentevoet af en verlaat een principe dat in al zijn edities vóór die van 2020 werd gevolgd.

3. Een enige coëfficiënt: bron van misverstanden. Door in de Indicatieve Tabel 2024 de kapitalisatie coëfficiënt te definiëren als "*het verschil tussen het nettorendement op de investering en het inflatiecijfer*", zet de Indicatieve Tabel 2024 een stap die zal worden toegejuicht.

De kapitalisatie coëfficiënt, die het verschil is tussen twee cijfers van verschillende aard, de beleggingsrentevoet en het inflatiecijfer, is daarom een hybride percentage. De (risicovrije) rentevoet aan de ene kant en het inflatiecijfer aan de andere kant niet apart bekijken, is een bron van misverstanden. Een kapitalisatie rentevoet van 1% wordt inderdaad te vaak beschouwd als een beleggingsrentevoet, terwijl de echte beleggingsrentevoet bijvoorbeeld 3% kan zijn met een inflatiecijfer van 2% (aangezien $3\% - 2\% = 1\%$), of 2% met een inflatiecijfer van 1% (aangezien $2\% - 1\% = 1\%$).

Mogen we nu hopen dat de Indicatieve Tabel voortgaat in de richting van duidelijkheid en transparantie, door de enige hybride kapitalisatie coëfficiënt te vervangen door de twee onderliggende percentages, met name de rentevoet en de inflatievoet?

4. De huidige context. In de huidige context (december 2024) van risicovrije rentevoeten van ongeveer 3% bruto, d.w.z. 2,1% netto, en uitgaande van een toekomstige inflatie van 2,25%¹¹, ligt het verschil $2,1\% - 2,25\%$ dicht bij 0%. Een kapitalisatie coëfficiënt dat hoger is dan een benaderend percentage van 0% zou erop neerkomen dat een nieuwe schade wordt toegebracht voor de slachtoffers.

De kapitalisatie coëfficiënten aanbevolen in de Indicatieve Tabel 2024 (0,5% en 1%) zijn dus buitensporig, zeker als we weten dat slachtoffers die vóór 2024 kozen voor het omzettingsskapitaal ter vervanging van de rente, nooit zullen worden gecompenseerd voor de gevolgen van de inflatiepieken van 2022-2023.

¹⁰ Er waren inderdaad twee afzonderlijke actuariële bronnen geraadpleegd, die onafhankelijk van elkaar tot de conclusie waren gekomen dat het passend was om 0,5% aan te nemen, uiteindelijk afgerond op 1%, gezien de wens van de Indicatieve Tabel om een geheel getal vast te stellen.

¹¹ Cijfer berekend op basis van de prognoses van het Federaal Planbureau voor 2025 voor 2025 (2%) en het streefpercentage van de Europese Centrale Bank (2%), te verhogen met 0,25% extra om rekening te houden met de mogelijkheid van een inflatiepiek die zich om de 30 tot 40 jaar zou voordoen.