



## Oslo Pensjonsforsikring

Finansdepartementet

Deres ref.

Vår ref.

Jnr. ref.  
080009

Arkiv

Dato  
04. januar 2008

### HØRINGSBREV FRA OSLO PENSJONSFORSIKRING AS VEDRØRENDE TILPASNING TIL ÅRSREGNSKAPSFORSKRIFT FOR FORSIKRING TIL IRFRS

Det vises til høringsnotat av 9 november 2007 med høringsfrist 4 januar 2008. Oslo Pensjonsforsikring AS (OPF) ønsker å kommentere høringsnotatets forslag om å fjerne adgangen til å regnskapsføre aksjer som anleggsinvesteringer. OPF har ikke kommentert andre forhold i forslaget.

#### **OPFs anleggsaksjer**

OPF har siden juli 2003 bygget opp en betydelig portefølje av aksjer som er bokført til historisk kost, noe som etter vår kunnskap er relativt uvanlig blant norske livselskaper. OPFs portefølje av anleggsaksjer består i dag av aksjer notert på norsk og svensk børs, og inneholder per 31.12.07 aksjer i 14 ulike selskaper. I tillegg er en investering i ett unotert selskap bokført til historisk kostpris i tråd med IAS 39 da det ikke eksisterer noe velfungerende marked for denne aksjen. OPF har per 31.12.07 en samlet urealisert gevinst på disse plasseringene på NOK 1.671 mill. tilsvarende om lag 4,2% av forvaltningskapitalen.

Ved valg av aksjer til anleggspoteføljene er det lagt vekt på aksjenes langsiktige egenskaper. Aksjene må være knyttet til selskaper som over tid har vist en stabil og robust kontantstrøm. Porteføljen består dermed i hovedsak av selskaper som er ferdig utviklet og som konkurrerer i globale markeder. Selskapene har gjennomgående en meget etablert og transparent forretningsmodell, har utviklet en sterk bedriftskultur, og har vist over tid evne til å holde sin markedsposisjon. Det er videre lagt vekt på at selskapene skal gi en direkte avkastning (utbytte eller tilbakekjøp av egne aksjer) til investorene slik at den årlige avkastningen til en viss grad kan motsvare rentegarantien. At selskapet betaler utbytte anses også å være et positivt signal om at ledelsen ønsker å stabilisere avkastningen til aksjonærene og at de ønsker å forfølge en aksjonærvennlig strategi for selskapet.

#### **Anleggsaksjer - definisjon**

I henhold til OPFs fortolkning av dagens regnskapsføringspraksis skal anleggsinvesteringer i aksjer ha en investeringshorisont på minimum 12 måneder. I forhold til en ordinær aksjepotefølje innebærer dette dermed en sterk begrensning i porteføljens likviditet som ikke er



markedsmessig begrunnet. Bindingstiden understreker porteføljens langsiktige karakter, og medfører at porteføljen blir en "kjøp-og-hold" portefølje. Bindingstiden reflekterer også at man anser at det i løpet av denne perioden er lite sannsynlig at aksjene dramatisk vil endre karakter slik at de ikke lenger vil tilfredsstillere kravene til slike investeringer, eller at det vil oppstå likviditetsforhold i den samlede livporteføljen som tilsier realisering.

### **Nedskrivning av bokført verdi**

Investeringer i obligasjoner klassifisert som anleggsmidler skal vurderes til anskaffelseskost justert for overkurs/underkurs. Dersom virkelig verdi er lavere enn anskaffelseskost, skal det foretas nedskrivning dersom verdifallet forventes ikke å være forbigående. OPF legger til grunn at dette tilsvarende gjelder for anleggsaksjer. Det vil dermed i prinsippet være sammenfallende analyser som vil ligge til grunn for en vurdering av om investeringen skal nedskrives. Et selskap kan i praksis velge å finansiere sine investeringer gjennom gjeld eller egenkapital. Kredittvurderingen for disse to aktivaklassene vil derfor i hovedsak være sammenfallende. Selv om obligasjonseierne har fortrinnsrett i situasjoner hvor selskapet kommer opp i finansielle problemer, innebærer en finansiell løsning som regel at også obligasjonseierne må ta økonomiske tap. Dette kan være i form av forlengelse av låneavtaler til ugunstige vilkår, nedskrivning av gjeld eller andre for långiver ugunstige løsninger. Risikoen for nedskrivning av anleggsaksjer bør derfor være om lag den samme som for en anleggsobligasjon selv om man formelt ikke har samme beskyttelse.

### **Aksjerisiko**

Det er i reguleringen av livselskaper nedfelt som hovedprinsipp at risiko knyttet til finansielle eiendeler kan måles i volatilitet, som regel definert som årlig standardavvik. Anleggsbokføring bryter med dette prinsippet. Volatilitet i en obligasjon kan anses å være forbigående da obligasjonen ved forfall skal innløses til pari. Slike egenskaper eksisterer ikke for aksjer. OPF anser likevel at prinsippet om varig verdifall tilsier at volatilitet er et ufullstendig mål for aksjerisiko for livselskaper og pensjonskasser. For en langsiktig investor med god soliditet og bufferkapital har ikke kurssvingninger varig effekt. Anleggsbokføring bidrar til at aksjerisiko i porteføljen i større grad knyttes til risikoen for et varig verdifall, og ikke til mer eller mindre tilfeldige fluktasjoner i markedsprisen. Investoren blir imidlertid låst til markedskursen på *investeringstidspunktet*, noe som ikke gir noe godt uttrykk for selskapets underliggende verdier på *verdsettingstidspunktet*. Fordelen med anleggsbokføring kan derfor i hovedsak knyttes til at man får et annet uttrykk for volatilitet i aksjeporteføljen.

### **Overgangsregler**

OPF er kjent med at internasjonal praksis går i retning av at markedsverdivurdering i større grad skal legges til grunn, og at dette i framtiden sannsynligvis vil omfatte alle aktivaklasser, inklusive obligasjoner. Det vises i denne forbindelse til arbeidet med Solvens II-regelverket. I en situasjon hvor anleggsbokføring av finansielle investeringer skal fases ut, ser OPF det som naturlig at det i en mellomperiode bør være mulig å videreføre dagens praksis. Dette vil sikre at regnskapsreglene ikke bidrar til feilallokering av aktiva. OPF vil peke på at anleggsbokføring av obligasjoner bidrar til lavere rapportert risiko (volatilitet) i porteføljene, noe som isolert sett bidrar til å gjøre denne aktivaklassen mer attraktiv enn en tilsvarende omløpsportefølje. Ved å fjerne anleggsbokføring for aksjer, men ikke for obligasjoner, opprettes et insentiv til å vri porteføljen mot obligasjoner.

### **Hensynet til sammenlignbarhet**

OPF er enig i at hensynet til sammenlignbarhet, statistikk og kontroll isolert tilsier at markedsverdiprinsippet bør legges til grunn. OPF vil imidlertid peke på at dette bør gjelde for



alle aktivaklasser. Livselskapene samlet har historisk hatt en stor andel av sine midler i eiendom og anleggsobligasjoner og en marginal andel i anleggsaksjer. Hensynet til sammenlignbarhet tilsier derfor at man prioriterer å se på flere aktivaklasser enn kun aksjer. Det er, slik OPF oppfatter det, ulik praksis blant livselskapene når det gjelder verdivurdering av investeringseiendom. Videre vil det være ulikheter i vurderingen av risiko i ulike obligasjonsporteføljer knyttet til kredittrisiko og durasjon som ikke framkommer ved anleggsbokføring. Opplysninger om avvik mellom markedsverdi og regnskapsmessige verdier vil framkomme i noter til livselskapenes regnskaper.

### Oppsummering

OPF vil påpeke at forslaget til ny årsregnskapsforskrift for forsikring innebærer at adgangen til å bokføre aksjer til historisk kostverdi opphører, mens slik adgang skal videreføres for obligasjoner. OPF vil påpeke at den reelle risikoen knyttet til et varig verdifall på aktiva er vanskelig å vurdere både for obligasjoner og for aksjer. Imidlertid viser praksis at obligasjonsinvestor i stor grad er eksponert mot den samme kredittrisiko som en aksjeinvestor. Aksjeinvestoren har normalt noe større volatilitet (målt som årlig standardavvik) på sin investering og har ikke et aktiva som over tid skal innløses til pari kurs. Imidlertid er det fullt mulig å bygge opp en portefølje av aksjer som gir en stabil direkteavkastning og som har gode porteføljeegenskaper for et livselskap. Ved å fjerne adgangen til anleggsbokføring for aksjer vil det oppstå et ytterligere insentiv til å vri porteføljene i retning av anleggsobligasjoner fordi disse gir god regnskapsmessig *risikojustert* avkastning. Dette kan igjen medføre at en stor del av porteføljen låses i aktiva som gir lav fleksibilitet og som innebærer en allokering med lavere forventet avkastning for livselskapet enn under et fullt ut markedsvurdert regime.

OPF har merket seg at adgangen til anleggsbokføring over tid sannsynligvis skal fases ut også for obligasjoner. OPF mener at det i en overgangsperiode på samme måte bør være mulig å videreføre dagens praksis for anleggsaksjer og at dette vil ha minimale konsekvenser for livselskapene sett under ett.

Olaf Gohn  
Administrerende direktør

Kjetil Houg  
Finansdirektør