

RAPPORT

OM

**FASTSÆTTELSE AF EN RENTEKURVE TIL BRUG
VED DISKONTERING AF FORSIKRINGSFORPLIGTELSER**

FRA

**ARBEJDSGRUPPE NEDSAT AF FINANSTILSYNETS
REGNSKABSUDVALG FOR FORSIKRING**

FINANSTILSYNET, JUNI 2004

INDHOLDSFORTEGNELSE

1. Indledning

- 1.1. Arbejdsgruppens kommissorium og sammensætning**
- 1.2. Baggrunden for arbejdsgruppens arbejde**

2. De gældende regler

- 2.1. De gældende regler om diskonteringsrenter i livsforsikring og baggrunden for dem**
- 2.2. Diskonteringsrenter i skadesforsikring**

3. IAS-reglerne

- 3.1. Forsikringskontrakter**
- 3.2. Hensatte forpligtelser – IAS 37**
- 3.3. Finansielle instrumenter – IAS 39**
- 3.4. Pensionsforpligtelser – IAS 19**
- 3.5. Vurdering af IAS-reglerne**

4. Markedsværdien af forsikringsforpligtelser

5. Markedsrenter og kreditrisiko

6. Konstruktion af en rentekurve

- 6.1. Statsobligationsmarkedet**
- 6.2. Swapmarkedet**
- 6.3. Tre modeller**
- 6.4. Arbejdsgruppens anbefaling vedrørende de tre modeller**

7. Tillæg for kreditrisiko

8. Arbejdsgruppens øvrige anbefalinger

- 8.1. Mulighed for at anvende en løbetidsuafhængig diskonteringsssats**
- 8.2. Ensartet rentekurve i alle typer forsikring**
- 8.3. Mulighed for at anvende et standardfradrag for risiko og usikkerhed**
- 8.4. Offentliggørelse**

BILAG

1. Brev fra F&P af 10. december 2003 om diskonteringsrentestruktur

2. Finanstilsynets vejledning af 20. december 2001 om diskonteringsrente

1. Indledning

1.1. Arbejdsgruppens kommissorium og sammensætning

I forbindelse med arbejdet i foråret 2004 med at udarbejde et IAS-foreneligt regnskabsregelsæt for forsikringselskaber nedsatte Finanstilsynets regnskabsudvalg for forsikring en arbejdsgruppe, der fik til opgave at udarbejde nærmere regler for en rentekurve, der skulle indarbejdes i regnskabsreglerne og finde anvendelse ved diskontering af forsikringsforpligtelser.

Arbejdsgruppen fik følgende kommissorium:

”Arbejdsgruppen skal overveje, hvilke principper for fastsættelse af diskonteringsrenter til brug ved målingen af forsikrings- og pensionsforpligtelser der bør være indeholdt i et dansk IAS-foreneligt regnskabsregelsæt.

Arbejdsgruppen skal med udgangspunkt i disse principper komme med forslag til regler om estimering af en rentekurve, der skal finde anvendelse ved danske forsikringselskabers og pensionskassers måling af deres forsikrings- og pensionsforpligtelser. Reglerne skal udarbejdes med det formål så vidt muligt at sikre, at ens forpligtelser måles til samme værdi i forskellige virksomheder. Arbejdsgruppen skal i den forbindelse overveje de gældende bestemmelser, der har betydning for valg af diskonteringsrente ved målingen af forsikrings- og pensionsforpligtelser, herunder komme med forslag til regler, der kan afløse den gældende vejledning om diskonteringsrente af 20. december 2001.

Arbejdsgruppen ledes af konsulent Flemming Petersen og sammensættes af repræsentanter for Forsikring & Pension (4 medlemmer), FSR (1 medlem), Aktuarforeningen (1 medlem), ATP (1 medlem) og Finanstilsynet, der tillige varetager sekretariatsfunktionen.

Arbejdsgruppens rapport skal afleveres til regnskabsudvalget for forsikring senest 14. juni 2004.”

Arbejdsgruppen har haft følgende sammensætning:

Fra Finanstilsynet:

Konsulent Flemming Petersen (formand)
Finansinspektør Michael Harboe-Jørgensen
Forsikringsteknisk inspektør Heidi Jensen
Finansinspektør Helle Gade

Fra Forsikring & Pension:

Fondsdirektør Hasse Jørgensen (PFA Pension)
Finansdirektør Jan-Ole Hansen (Industriens Pension)
Matematisk direktør Kim Johansen (Codan)
Kontorchef Peter Skjødt (F&P)

Fra Den Danske Aktuarforening:

Matematisk direktør Frank Cederbye (SAMPENSION)

Fra Foreningen af Statsautoriserede Revisorer:

Statsaut. revisor Jesper Otto Edelbo

Fra ATP:

Matematisk direktør Chresten Dengsøe

Fra Økonomi- og Erhvervsministeriet (observatør):

Specialkonsulent Torben Mark Pedersen

Fuldmægtig Pernille Dalby Nielsen har fungeret som sekretær for udvalget.

Arbejdsgruppen har afholdt 3 møder og aflægger hermed rapport til regnskabsudvalget.

1.2. Baggrunden for arbejdsgruppens arbejde

Baggrunden for arbejdsgruppens arbejde har som nævnt været den grundlæggende revision af regnskabsreglerne for finansielle virksomheder, som blev iværksat i begyndelsen af 2004, med det sigte at gøre de danske regnskabsregler for finansielle virksomheder forenelige med IAS/IFRS.

Forud for påbegyndelsen af arbejdet med de nye regnskabsregler – og uafhængigt heraf - havde Finanstilsynet i december 2003 fået en henvendelse fra Forsikring & Pension, hvori blev foreslået, at der blev fastsat nærmere regler for en rentestruktur, som skulle anvendes af livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser, når de valgte at diskontere forpligtelserne ud fra en rentekurve og ikke ud fra den flade rentesats, hvorom der allerede var fastsat præcise regler.

Forsikring & Pension konstaterede i henvendelsen, at der blandt livsforsikringsselskaberne og pensionskasserne er en stigende interesse for at anvende en rentestruktur, og at der med de gældende regler er mulighed for, at de enkelte selskaber og pensionskasser når frem til forskellige estimater for den diskonteringsats, der anvendes. Forsikring & Pension tilkendegav, at det hverken er rimeligt eller hensigtsmæssigt, såfremt forskellige selskabsspecifikke skøn over den forventede markedsrente betinger forskelle i den opgjorte værdi af forpligtelserne. Henvendelsen fra Forsikring & Pension (bilag 1) indeholdt med dette udgangspunkt et forslag til, hvorledes en rentekurve, som alle livsforsikringsselskaber og pensionskasser skulle tage udgangspunkt i ved opgørelsen af deres forpligtelser, kunne udarbejdes.

2. De gældende regler

2.1. De gældende regler om diskonteringsrenter i livsforsikring og baggrunden for dem.

Markedsværdiudvalget, der udarbejdede de nugældende regler for værdiansættelse af livsforsikringsforpligtelser, nåede frem til, at værdiansættelsen af livsforsikringsforpligtelser i et markedsværdiregnskab skulle baseres på diskontering med en markedsrente, der er uafhængig af de aktiver, som den enkelte virksomhed har investeret i. Den anvendte markedsrente skulle være en rentesats, der med hensyn til løbetid og valuta svarer til forpligtelsernes løbetid og valuta. Dvs., der skulle principielt tages udgangspunkt i en rentekurve, således at der ved diskonteringen af de enkelte betalinger i den fremtidige betalingsstrøm, der afvikler forpligtelserne, skulle anvendes en sats, der svarer til det punkt (løbetid) på markedsrentekurven på opgørelsestidspunktet, der svarer til tiden frem til betalingstidspunktet for den pågældende betaling.

På det tidspunkt, hvor de nye markedsværdiregler blev indført, var livsforsikringsselskaberne og pensionskasserne imidlertid ikke umiddelbart indstillet på eller i praksis i stand til at anvende en løbetidsafhængig diskonteringssats. Livsforsikringsselskaberne og pensionskasserne havde på baggrund af de hidtil gældende regler anvendt diskonteringssatser, der var uafhængige af forpligtelsernes løbetid.

På den baggrund blev det gjort valgfrit for livsforsikringsselskaberne og pensionskasserne, om de ville anvende en enkelt rentesats (flad rente) eller en løbetidsafhængig rentesats (rentekurve) ved opgørelsen af forpligtelserne.

I regnskabsbekendtgørelsen, der udmøntede de nye markedsværdiregler, blev det fastsat, at der ved opgørelse af værdien af garanterede ydelser skal anvendes "en rente, som er et skøn over den forrentning, der kan opnås på markedet. Finanstilsynet udarbejder en vejledning om fastsættelsen af denne rente." (§ 52, stk. 4, nr. 3).

Den vejledning, der blev udarbejdet på baggrund af denne bestemmelse, er vedhæftet som bilag 2. Som det fremgår af vejledningen, er der valgfrihed mellem anvendelse af en enkelt rentesats (flad rente), som nærmere fastsættes efter bestemmelserne i vejledningens pkt. 3-5, og anvendelse af en nul kuponrentestruktur (rentekurve) efter vejledningens pkt. 6.

Der er fastsat præcise regler for, hvorledes den flade rentesats skal beregnes, mens der ikke er fastsat nærmere regler for, hvorledes rentekurven i givet fald skal bestemmes.

Den flade diskonteringsats blev fastsat som gennemsnittet af renten på 3 statsobligationer sammenvejet således, at varigheden svarer til 10 år, og med et tillæg svarende til spændet mellem en ti-årig swaprente og en ti-årig statsobligationsrente.

Efter reglerne kan der tages hensyn til risiko og usikkerhed ved et fradrag i rentesatsen svarende til 5 pct. Fradraget kan anvendes både, når der anvendes en flad rentesats, og når der anvendes en rentekurve, jf. vejledningens pkt. 7.¹

Reglerne om diskonteringsrente blev i sin tid fastsat, så de stort set svarede til de regler om en maksimal opgørelsesrente, der fandt anvendelse forud for markedsværdireglerne. En væsentlig årsag hertil var, at der i 2002 var valgfrihed mellem anvendelse af de nye markedsværdiregler og de "gamle" regler, og at der var et ønske om at sikre ens resultater i overgangsåret mellem anvendelse af den "gamle" maksimale opgørelsesrente og den nye "markedsværdirente".

2.2. Diskonteringsrenter i skadesforsikring

Reglerne om diskonteringsrente i skadesforsikring findes i § 52, stk. 4, i regnskabsbekendtgørelsen for skadesforsikringsselskaber.² Bestemmelsen fastslår følgende: "Den ved diskonteringen anvendte rente må ikke overstige den gennemsnitlige nyplaceringsrente for et repræsentativt udsnit af selskabets rentebærende aktiver." Reglen kæder således umiddelbart den diskonteringsrente, der kan anvendes, sammen med de aktiver, der er investeret i.

Ud over denne regel findes der særregler for diskonteringsrente i forbindelse med opgørelsen af hensættelser for løbende ydelser i arbejdsskadeforsikring.³ Disse regler giver valgfrihed mellem anvendelse af en "fastrentemetode" eller en "variabelrentemetode". Efter fastrentemetoden skal hensættelserne opgøres ved diskontering med en fast rente, der højst må udgøre 2,75 pct. p.a.⁴ Ved anvendelse af variabelrentemetoden diskonteres de enkelte betalinger ud fra den forventede tid til betalingsafvikling med en rentesats fastsat ud fra en nul kuponrentestruktur, der estimeres ud fra enten statsobligationsrenter eller swaprenter.

3. IAS-reglerne

Arbejdsgruppen har gennemgået de regler i IAS/IFRS, der omhandler diskontering, herunder principperne for valg af diskonteringsrentesats med henblik på at vurdere, hvorvidt disse regler kunne danne udgangspunkt for udarbejdelsen af en diskonteringsrentestruktur i de danske regler.

¹ Reduktionen i renten med 5 pct. er en forenklet måde at tage hensyn til det risikotillæg, der beskrevet i regnskabsbekendtgørelsens § 51, nr. 9: "Det skønnede pristillæg, som selskabet på markedet må forventes at skulle betale til en erhverver af selskabets forsikringsbestand, for at denne vil påtage sig risikoen for udsving i størrelsen af og betalingstidspunkterne for de garanterede ydelser."

² Finanstilsynets bekendtgørelse af 18. december 2002 om skadesforsikringsselskabers årsregnskaber.

³ Bekendtgørelse nr. 963 af 2. december 2002 om beregningsgrundlaget for hensættelser til dækning af løbende ydelser efter lov om sikring mod følger af arbejdsskade.

⁴ Anvendelse af fastrentemetoden kræver, at der samtidig afsættes udjævningshensættelser, således at den faktiske diskonteringsrentesats ikke bliver 2,75 pct., men 2 pct. De nævnte satser anvendes på ydelser, der indeksreguleres, hvorfor satserne ikke er sammenlignelige med markedrenter, men derimod med realrenter.

3.1. Forsikringskontrakter

IASB har endnu ikke udstedt en standard, der fastlægger, hvorledes forsikringsforpligtelser skal måles. Den eksisterende standard om forsikringskontrakter, IFRS 4, fra marts 2004 er en midlertidig standard (fase 1), der senere skal afløses af en standard (fase 2), der til forskel fra den nugældende IFRS 4 vil indeholde nærmere principper for måling af forsikringsforpligtelser og –aktiver, dvs. aktiver og forpligtelser, der udspringer af, at en virksomhed er part i en forsikringskontrakt.

Den gældende IFRS 4 fastsætter derfor heller ikke pligt til at diskontere forsikringsforpligtelser. Tværtimod tillader standarden udtrykkeligt, at virksomhederne kan fortsætte en hidtidig praksis, der indebærer, at forsikringsforpligtelser ikke diskonteres, jf. IFRS 4(25). Standarden fastsætter dog samtidig, at en virksomhed, der hidtil har haft en regnskabspraksis med diskontering af forsikringsforpligtelser, ikke må ændre denne til en praksis, der indebærer, at forsikringsforpligtelserne ikke længere diskonteres. Det er omvendt tilladt virksomheder, der hidtil ikke har diskonteret forsikringsforpligtelser, at påbegynde en praksis med diskontering af forsikringsforpligtelser med henblik på, at værdien af forpligtelserne kan afspejle aktuelle markedsrenter, jf. IFRS 4(24).

IASB har truffet enkelte ”tentative beslutninger” vedrørende indholdet af den kommende standard (fase 2) om forsikringskontrakter. Blandt disse beslutninger er, at forsikringsforpligtelser og –aktiver skal måles til dagsværdi (fair value), hvilket indebærer, jf. IFRS 4 (BC6):

- 1) en udiskonteret måling er ikke i overensstemmelse med måling til dagsværdi,
- 2) forventninger til aktivernes afkast må ikke inddrages i målingen af forsikringskontrakter, med mindre de beløb, forsikringstagerne har krav på i henhold til forsikringskontrakterne, afhænger af bestemte aktivers afkast,
- 3) målingen til dagsværdi skal indbefatte en regulering for den betaling (præmie), som markedsdeltagere ville forlange for risici og tillæg (mark-up) ud over de forventede betalingsstrømme og
- 4) måling til dagsværdi af forsikringskontrakter skal afspejle kontraktens kreditkarakteristika, herunder betydningen af beskyttelse af forsikringstagerne og sikring, der ydes af statslige myndigheder, eller andre garantier.

3.2. Hensatte forpligtelser - IAS 37

IAS 37 indeholder bl.a. regler om den regnskabsmæssige behandling af hensatte forpligtelser, som er forpligtelser, hvis indfrielsestidspunkt og størrelse er usikker. Forsikringskontrakter omfattes dog ikke af IAS 37, fordi regler om måling af forsikringsforpligtelser som nævnt ovenfor er planlagt at skulle være indeholdt i en særskilt standard. Hvis forsikringskontrakter ikke havde været udtrykkeligt undtaget fra anvendelsesområdet for IAS 37, ville de falde ind under definitionen af en hensat forpligtelse.

IAS 37 henviser ikke til dagsværdien (fair value), som en målsætning for værdiansættelsen af hensatte forpligtelser. De principper, som er fastsat i standarden, synes dog i praksis at svare til en måling til dagsværdi.

Hovedprincippet er, at ”det beløb, der indregnes for en hensat forpligtelse, skal udgøre det bedste skøn over de omkostninger, der er nødvendige for at indfri den aktuelle forpligtelse på balancedagen” (IAS 37(36)). Det fastsættes yderligere, at beløbet om nødvendigt skal diskonteres: ”Når virkningen af penges tidsmæssige værdi er væsentlig, skal den beløbsmæssige størrelse af en hensat forpligtelse være nutidsværdien af de omkostninger, som forventes at være nødvendige for at indfri forpligtelsen” (IAS 37(45)).

Med hensyn til diskonteringssatsen er fastsat: ”Diskonteringssatsen (eller -satterne) skal opgøres før skat og skal afspejle aktuelle markedsvurderinger af penges tidsmæssige værdi og de risici, som er specifikt forbundet med forpligtelsen. Diskonteringssatsen (eller -satterne) skal ikke afspejle risici, der er foretaget regulering for i skøn over fremtidige betalingsstrømme” (IAS 37(47)).

Hensyntagen til usikkerhed ved fastsættelsen af det beløb, der skal indregnes for en hensat forpligtelse, kan principielt ske på to måder. Enten kan usikkerheden indregnes i vurderingen af den fremtidige betaling (betalingsstrøm), eller også kan usikkerheden indregnes i diskonteringssatsen⁵. IAS 37 fastlægger ikke, hvilke af disse fremgangsmåder (eller eventuelt hvilken kombination heraf), der skal anvendes, men det understreges, at dobbeltregning for risikoen skal undgås. Dvs., der må ikke tages hensyn til den samme risiko, både ved vurderingen af den fremtidige betaling (betalingsstrøm) og ved fastsættelsen af den diskonteringssats, der anvendes.

3.3. Finansielle instrumenter – IAS 39

IAS 39 er den standard, der indeholder de mest udførlige regler om måling til dagsværdi. Standarden retter sig mod finansielle instrumenter og omfatter ikke forsikringsaktiver og –forpligtelser, der som nævnt er tiltænkt en særskilt standard.

IAS 39 fastslår, at det bedste udtryk for et aktivs eller en forpligtelses dagsværdi fås i form af noterede priser på et aktivt marked for det pågældende instrument. Når sådanne noterede priser ikke forefindes, skal dagsværdien estimeres ved hjælp af en værdiansættelsesteknik, der inddrager alle de aktuelle markedsdata, som markedsdeltagere ville tage hensyn til, hvis de skulle blive enige om en pris på det pågældende instrument.

Et af de væsentligste elementer, som markedsdeltagerne vil tage hensyn til ved prissætningen af finansielle instrumenter er den basale rente, der afspejler pengenes tidsmæssige værdi. Herom anføres bl.a.(IAS 39(AG82(a))):

”The time value of money (ie interest at the basic or risk-free rate). Basic interest rates can usually be derived from observable government bond prices and are often quoted in financial publications. These rates typically vary with the expected dates of the projected cash flows along a yield curve of interest rates for different time horizons. For practical reasons, an entity may use a well-accepted and readily

⁵ Sidstnævnte, altså indregning af risikoen i diskonteringssatsen, er typisk den fremgangsmåde, der anvendes i forbindelse med kreditrisici.

observable general rate, such as LIBOR or a swap rate, as the bench mark. (Because a rate such as LIBOR is not the risk-free interest rate, the credit risk adjustment appropriate to the particular financial instrument is determined on the basis of its credit risk in relation to the credit risk in this benchmark rate.)”

Den konkrete rentesats, der skal diskonteres med, vil ud over denne basale rente skulle indeholde et tillæg, der afspejler den kreditrisiko, der er knyttet til betalingerne fra det pågældende finansielle instrument. Herom hedder det (IAS 39(AG82(b))):

”*Credit risk.* The effect on fair value of credit risk (ie the premium over the basic interest rate for credit risk) may be derived from observable market prices for traded instruments of different credit quality or from observable interest rates charges by lenders for loans of various credit ratings.”

3.4. Pensionsforpligtelser - IAS 19

IAS 19 fastlægger bl.a., hvorledes pensionsforpligtelser over for ansatte skal behandles regnskabsmæssigt. Standarden fastslår (IAS 19(78)):

”Den sats, der anvendes til diskontering af pensionsforpligtelser (både afdækkede og uafdækkede), skal opgøres med udgangspunkt i markedsafkastet på balancedagen af erhvervsobligationer af høj kvalitet. I lande, hvor der ikke er noget omfattende marked for sådanne obligationer, skal markedsafkastet (på balancedagen) af statsobligationer anvendes. Valuta og løbetid for erhvervs- eller statsobligationer skal stemme overens med valutaen og den skønnede løbetid for pensionsforpligtelserne.”

Senere i standarden anføres (IAS 19(81)):

”I nogle tilfælde er der ikke noget omfattende marked for obligationer med en tilstrækkelig lang løbetid til at matche den skønnede løbetid af alle ydelser til betaling. I sådanne tilfælde anvender virksomheden aktuelle markedssatser med passende løbetid til at diskontere de mere kortsigtede betalinger og skønner diskonteringssatsen for længere løbetider ved ekstrapolering af rentekurven på grundlag af gældende markedsrenter. Den samlede nutidsværdi af en ydelsesbaseret pensionsforpligtelse vil sandsynligvis ikke være nævneværdig påvirket af den diskonteringssats, der anvendes på den del af ydelserne, som forfalder efter udløbet af de erhvervs- og statsobligationer, der findes på markedet.”

3.5. Vurdering af IAS-reglerne

IAS-reglerne stiller p.t. ikke krav om diskontering af forsikringsforpligtelser, fordi der endnu ikke foreligger en standard, der fastlægger de nærmere regler for måling af forsikringsforpligtelser. Det følger dog, at en regnskabspraksis, der indebærer diskontering af forpligtelserne vil være bedre i overensstemmelse med IAS end en regnskabspraksis, der ikke indebærer diskontering. Det følger endvidere, at den diskonteringssats, der i så fald skal anvendes, skal være en markedsrente på opgørelsestidspunktet, der med hensyn til løbetid og valuta svarer til de forpligtelser, der diskonteres. Der skal m.a.o. anvendes en løbetidsafhængig sats

eller en rentekurve. Dette kan konkluderes på baggrund af de IAS-regler, der er fastsat for andre typer af forpligtelser, herunder forpligtelser, der minder om forsikringsforpligtelser, samt på baggrund af de "tentative beslutninger", som IASB har offentliggjort, om indholdet af den kommende forsikringsstandard.

På de områder, hvor IAS-reglerne har fastsat regler om diskontering, er det fastsat, at den konkrete diskonteringssats, der skal anvendes, skal indeholde to elementer, dels den basale rente, der afspejler pengenes tidsmæssige værdi, dels et tillæg hertil for den kreditrisiko, der er knyttet til betalingerne.

Disse forhold gælder ifølge IAS-reglerne tilsyneladende ensartet for måling af både aktiver og forpligtelser. Anvendt på forpligtelser har principperne den kontroversielle konsekvens, at en virksomheds egen kreditværdighed får indflydelse på størrelsen af forpligtelserne, eller med andre ord, jo lavere en virksomheds kreditværdighed er, jo større er kreditrisikoen på virksomhedens forpligtelser og jo højere er dermed også den diskonteringssats, der skal anvendes ved målingen af virksomhedens forpligtelser. Følgen er, at forpligtelsernes værdi falder, når virksomhedens kreditværdighed falder.

Det følger af IAS-reglerne, at det i givet fald er kreditrisikoen knyttet til den pågældende forpligtelse, der skal reflekteres i diskonteringssatsen. Der kan være forskellige grader af kreditrisiko knyttet til forskellige forpligtelser i samme virksomhed. Dette forhold er bl.a. afspejlet i IASB's tentative beslutninger vedrørende principperne for måling til dagsværdi af forsikringsforpligtelser i den kommende standard om forsikringskontrakter. Det fastslås her, at der skal tages hensyn til effekten af foranstaltninger til beskyttelse af forsikringstagernes interesser, når kreditrisiko-elementet indregnes i diskonteringssatsen.

Principperne om diskontering i IAS 37, IAS 39 og i IASB's tentative beslutninger vedrørende den kommende forsikringsstandard synes ikke at muliggøre tillæg i diskonteringssatsen i forhold til en basal rentesats, der afspejler pengenes tidsmæssige værdi, ud over et tillæg, der kan begrundes i kreditrisikoen på den pågældende forpligtelse.

Reglerne i IAS 19 afviger på dette punkt, idet denne standard – uden nærmere begrundelse - som udgangspunkt kræver anvendelse af renten på erhvervsobligationer af høj kreditkvalitet ved diskontering af pensionsforpligtelser. Reglen gælder udtrykkeligt uden hensyn til, om pensionsforpligtelserne er afdækkede eller uafdækkede, og er heller ikke i øvrigt knyttet an til kreditrisikoen på de pågældende pensionsforpligtelser.

Der er ingen nærmere forklaring på denne diskrepans mellem standarderne ud over, at de er udstedt på forskellige tidspunkter, og at der har været lagt forskellige principper til grund ved deres udarbejdelse. IAS-reglerne peger således ikke på en entydig definition af "den tidsmæssige værdi af penge".

4. Markedsværdien af forsikringsforpligtelser

Der findes ikke et marked for forsikringssekskabers forpligtelser, hvor dagsværdien af forpligtelserne uden videre kan aflæses. Hvis man ønsker at fastlægge dagsværdien af forpligtelserne, må det derfor ske ud fra en værdiansættelsesteknik, der tager udgangspunkt i en simuleret handel mellem uafhængige og vidende parter.

Det kan være afgørende for værdiansættelsen, hvilken handelssituation man i så fald tager udgangspunkt i. For så vidt angår forsikringsforpligtelser, synes der at være to muligheder. Man kan tage udgangspunkt i en handelssituation, hvor et andet forsikringssekskab overtager forsikringsbestanden fra det sekskab, der har forpligtelserne, og vurdere dagsværdien af forpligtelserne ud fra den "pris", som det overdragende sekskab i en sådan situation skulle betale til det andet sekskab, for at dette vil overtage forpligtelserne. En anden mulighed er at vurdere værdien af forpligtelserne i en aktuel "handelssituation" mellem forsikringstagerne og sekskabet, eller med andre ord, hvilken "pris" ville blive fastlagt mellem de enkelte forsikringstagere og sekskabet, hvis de var enige om en øjeblikkelig afvikling af forpligtelsen.

En vurdering, der baserer sig på den førstnævnte handelssituation, synes ikke at give mulighed for at inddrage den kreditrisiko, der er knyttet til det "sælgende" sekskab i vurderingen. Det overtagende sekskab må forvente at skulle indfri forpligtelserne over for forsikringstagerne uden hensyn til den kreditrisiko, der måtte være knyttet til det "sælgende" sekskab.

I en vurdering, der baserer sig på den sidstnævnte handelssituation, synes det derimod relevant at inddrage kreditrisikoen på sekskabet. Hvis der er en stor kreditrisiko på sekskabet, vil forsikringstagerne være villige til at afvikle deres tilgodehavender for en pris, der er lavere, end hvis der ikke havde været knyttet en så høj kreditrisiko til tilgodehavendet. Det vil i givet fald også være relevant at inddrage de foranstaltninger, der er sat i værk for at beskytte forsikringstagernes interesser, eksempelvis registrerede aktiver, kapitalkrav, garantiordninger og løbende tilsyn. Eksistensen af disse foranstaltninger trækker i retning af, at kreditrisikoelementet i relation til forsikringsforpligtelser i mindre omfang, end tilfældet er for de fleste andre typer af forpligtelser, er knyttet til den enkelte virksomhed.

Det må vurderes som uafklaret, hvorvidt de kommende IAS-regler om måling af forsikringsforpligtelser vil basere sig på den førstnævnte eller den sidstnævnte "handelssituation" eller eventuelt på dem begge to.

Flere repræsentanter i arbejdsgruppen har peget på, at en værdiansættelse med udgangspunkt i en overdragelse af forsikringsbestande mellem forsikringssekskaber fører til, at der skal diskonteres med en højere sats end den basale rente uden kreditrisikoen på forpligtelsen, fordi en potentiel erhverver af

forsikringsforpligtelserne vil forvente at kunne opnå et højere afkast på markedet. Denne forventning vil afspejle sig i prisen på forpligtelserne.

5. Markedsrenter og kreditrisiko

Den væsentligste forskel på erhvervs- og statsobligationer er kreditrisikoen. Kreditrisikoen udtrykker, at investor risikerer at miste en del af eller hele hovedstolen og eventuelle rentebetalinger, hvis virksomheden, der har udstedt obligationen, ikke er i stand til at honorere sine forpligtelser.

Kreditrisikoen er baseret på en kreditvurdering af de udstedende virksomheder. Denne rating foretages af en række internationale kreditbureauer f.eks. Standard & Poor's (S&P). Kreditvurderingen udtrykkes ved forskellige ratingkategorier. Nedenfor er angivet de ratingklasser, som S&P anvender for gæld med lang løbetid.

Rating (S & P)	Beskrivelse
AAA	Bedste rating
AA	Meget høj rating
A	Øverste medium rating
BBB	Laveste medium rating
BB	Lav rating, spekulativ
B	Meget spekulativ
CCC	Betydelig risiko
CC	Stor konkursrisiko
C	Står foran konkurs
DDD	Konkurs

Den danske stats indenlandske og udenlandske gæld er tildelt den højeste rating (AAA) hos Standard & Poor's. Statens indenlandske gæld blev tildelt ratingen AAA hos Standard & Poor's i marts 1981, og den udenlandske gæld blev tildelt ratingen AAA i februar 2001. Den danske stats gæld kan således med rimelighed betragtes som værende risikofri.

6. Konstruktion af en rentekurve

Arbejdsgruppen har diskuteret, hvilke markedsrenter der kan lægges til grund ved konstruktionen af en basal rentekurve. Diskussionen er afgrænset til statsobligationer og swapmarkedet, mens det i afsnit 7 diskuteres, hvorvidt diskonteringsratserne skal fastlægges med et tillæg i forhold til ratserne i henhold til en sådan kurve.

6.1. Statsobligationsmarkedet

Anvendelsen af danske statsobligationer som grundlag for fastsættelsen af en diskonteringsrentekurve er ikke uproblematisk, særligt som følge af den begrænsede eller ikke-eksisterende aktivmasse for lange løbetider. Den længst

løbende danske statsobligation er 7'24-eren med en cirkulerende mængde (nominelt) på 25 mia. kr. Antallet af obligationer til estimering af rentekurvens lange horisont er begrænset. Kun ca. 50 mia. kr. ud af en samlet udestående mængde statsobligationer på ca. 500 mia. kr. har en løbetid på over 10 år. Med kortere løbetid end 7'24 findes obligationer med udløb i 2015 og 2017. Dette forhold gør rentestrukturen særligt følsom over for ændringer i 7'24 - en u hensigtsmæssighed, der blandt andet var baggrunden for den seneste ændring af beregningen af opgørelsesrenten.

Et andet problem er likviditeten i det danske statsobligationsmarked. Likviditeten er størst i det toårige og tiårige segment, mens den er relativt begrænset for 7'24.

Der er ikke noget der tyder på, at der fremover og løbende vil blive udstedt statsgæld med lang løbetid. Den naturlige løbetidsforkortelse vil således på sigt helt fjerne estimeringsgrundlaget for den lange del af en rentekurve baseret på danske statsobligationer.

6.2. Swapmarkedet

Et alternativ til statsobligationer er det danske swapmarked. Swaprenterne er de rentesatser, som førsteklasses banker låner til hos hinanden. Forskellen mellem swaprenten og renten på en statsobligation med en given løbetid afspejler den kreditrisiko, som er på den udstedende bank. Kreditrisikoen på swaps vil i øjeblikket kategoriseres et sted mellem AA og AAA.

Der er i øjeblikket fire danske banker, der aktivt kvoterer danske swaps. Det danske swapmarked har desuden deltagelse fra udenlandske banker, Nationalbanken og obligationsudstedere.

I det danske marked kan der handles swaps med op til 30 års løbetid. Likviditeten er dog bedst i det to- til syvårige segment væsentligst som følge af aktiviteten i asset swaps i forbindelse med rentetilpasningslån. Likviditeten i swaps med løbetid over ti år er relativt begrænset. Swaps i segmentet med løbetider op til 10 år handles med et bid-ask spænd på 1,5 basispunkter. I det 10- til 20-årige segment er spændet i størrelsesordenen 2 basispunkter.

Til sammenligning er likviditeten i euromarkedet væsentligt bedre, og bedst på løbetiderne 2, 5, 10, 15, 20 og 30 år. I euromarkedet kvoteres swaps med løbetider over 30 år, typisk 40 og 50 år. Bid-ask spændet i euromarkedet i segmentet med løbetider op til 10 år er i størrelsesordenen 0,75 basispunkter, mens det i det 10- til 20-årige segment er omkring 1 basispunkt og i det 20-30-årige segment i størrelsesordenen 1,5 basispunkter.

Det danske swapmarked er dog tæt knyttet til euromarkedet. Korrelationen mellem ændringer i danske swaprenter og i euroswaprenter er generelt høj - over 90 procent på alle løbetider. Prisfastsættelsen i det danske marked kan som følge af denne tætte sammenhæng til euromarkedet siges at være stabil og retvisende. Særlige

omstændigheder kan dog påvirke denne sammenhæng, hvilket eksempelvis var tilfældet ved euro-afstemningen i september 2000.

Fastlæggelsen af en rentekurve på basis af swapmarkedet vil være i overensstemmelse med princippet bag fastlæggelsen af den gældende flade diskonterings-sats, som principielt indebærer, at den anvendte flade diskonterings-sats svarer til en dansk swaprente for en løbetid på 10 år.

6.3. Tre modeller

På baggrund af ovenstående har arbejdsgruppen udelukket anvendelsen af statsobligationsrenter, men har overvejet tre mulige andre modeller for fastlæggelsen af en rentekurve. Udgangspunktet har været en konstatering af, at der ikke findes en ideel model, men at der vil være ulemper ved en hvilken som helst model, og at der følgelig må foretages et valg på baggrund af de ulemper og fordele, der er ved hver enkelt model. De tre modeller er følgende:

Model 1

Efter denne model fastlægges rentekurven ud fra danske swaprenter. Modellen har den ulempe, at den danske swaprente ikke er likvid specielt for løbetider over 10 år. Kurven vil således være påvirkelig af enkeltinteresser og større enkelttransaktioner. Danske swaprenter bliver dog fastsat under hensyn til euro-swaprenten, hvorfor det må formodes, at en påvirkning fra enkeltinteresser eller større enkelttransaktioner, vil være kortvarig og ustabil. En kortvarig påvirkning vil imidlertid også kunne få væsentlig betydning, hvis den finder sted på de tidspunkter, hvor regnskabsværdierne opgøres.

Modellen har den fordel, at danske swaprenter fastsættes umiddelbart i danske kroner svarende til valutaen for de forpligtelser, der skal diskonteres.

Model 2

Efter denne model fastlægges rentekurven for løbetider op til 10 år ud fra danske swaprenten. Fra 10 år og opefter fastlægges kurvens form ud fra euro-swaprenten.

Modellen har den fordel, at niveauet for kurven bliver fastlagt på baggrund af DKK-swaprenten, men for løbetider, hvor DKK-swaprenten er illikvid (over 10 år) overføres kurvens form og hældning fra euro-swapmarkedet. Kurven vil således i væsentligt mindre omfang, end tilfældet er med model 1, være påvirkelig af enkeltinteresser og større enkelttransaktioner.

Modellen har den ulempe, at den ikke vil afspejle situationer, hvor formen på den danske rentekurve systematisk afviger fra kurven for euro-swaprenten. Modellen lever således ikke fuldt op til kravet om, at kurven så vidt muligt skal afspejle renten i DKK. Modellen har endvidere den ulempe, at den i forhold til de to andre modeller er mindre gennemskuelig og mere kompliceret at implementere og vedligeholde.

Model 3

Efter denne model fastlægges rentekurven fuldt og helt ud fra euro-swaprenten dog således, at kurven korrigeres for at tage hensyn til forskellen mellem euro-renter og swaprenten i danske kroner.

Modellen har den fordel, at kurven afspejler det mest likvide rentemarked, og at kurven dermed også vil være upåvirkelig af danske enkeltinteresser.

Modellen har den ulempe, at kurven reelt ikke er en rentekurve i danske kroner, og at den derfor heller ikke vil kunne reflektere ændringer i forholdet mellem – den danske rentestruktur og euro-rentestrukturen.

6.4. Arbejdsgruppens anbefaling vedrørende de tre modeller

Der er på baggrund af en vurdering af fordele og ulemper ved de enkelte modeller blevet enighed i arbejdsgruppen om som udgangspunkt at foreslå anvendelsen af model 3, fordi hensynet til likviditeten i markedet må veje tungt. Der er enighed i arbejdsgruppen om, at der skal indarbejdes et spænd der afspejler forskellen mellem det danske renteniveau og euro-renteniveauet. Dette rentespænd skal fastlægges, så det er så aktuelt som muligt under hensyntagen til, at det så vidt muligt bør være upåvirkeligt af danske enkeltinteresser.

Der er endvidere enighed i arbejdsgruppen om at foreslå, at der efterfølgende laves en teknisk udredning af estimationsmetode, fastsættelse af rentespænd m.v. Der skal fastlægges principper for fastsættelse af renter ud over datagrundlagets tidshorisont (30 år). Det skal desuden besluttes, hvorledes spændet skal indarbejdes, og på hvilke data det skal baseres. Der er enighed om, at såfremt den valgte model i særlige situationer medfører misvisende opgørelser i forhold til det danske renteniveau, skal der være en mulighed for, at Finanstilsynet kan fravige modellen.

7. Tillæg for kreditrisiko

Anvendelsen af diskonteringsratser ud fra en rentekurve baseret på swaprenter er ensbetydende med, at de anvendte diskonteringsratser indeholder et mindre tillæg for risiko i sammenligning med en risikofri rente. Risikotillægget er af en størrelse, så det modsvarer markedets vurdering af risikoen på solide virksomheder i den finansielle sektor.

F&P's repræsentanter i arbejdsgruppen har argumenteret for, at diskonteringsrentekurven skal indeholde et højere tillæg end det, der er indeholdt i swaprenten. Dette tillæg skulle være af en størrelse, så diskonteringsraten kommer til at svare til den rente, der kan opnås på erhvervsobligationer i AA-kategorien. Da der ikke findes et marked for sådanne obligationer i Danmark foreslår F&P, at det pågældende tillæg indhentes fra markeder, hvor sådanne obligationer er noteret. Der henvises til bilag 1 for en nærmere beskrivelse af F&P's forslag.

Det tillæg, F&P har foreslået, vil imidlertid ikke være i overensstemmelse med det tillæg, der hidtil har fundet anvendelse i forbindelse med den flade diskonterings-sats.

8. Arbejdsgruppens øvrige anbefalinger

Arbejdsgruppen har vurderet en række øvrige elementer i forbindelse med fastsættelse af diskonterings-satser. Arbejdsgruppens anbefalinger i den forbindelse er gengivet nedenfor.

8.1. Mulighed for at anvende en løbetidsuafhængig diskonterings-sats

Der er enighed blandt arbejdsgruppens medlemmer om, at der ikke er faglige begrundelser for at anvende en diskonterings-sats, der er uafhængig af løbetiden på de forpligtelser, der diskonteres. Arbejdsgruppen anbefaler derfor, at det overvejes, at muligheden for fortsat at anvende den flade 10-årige diskonterings-sats i livsforsikring gøres tidsbegrænset.

8.2. Ensartet rentekurve i alle typer forsikring

Der er enighed blandt arbejdsgruppens medlemmer om, at der ikke er forhold der gør, at principperne bag den anvendte rentekurve skal være forskellig for forskellige typer af forsikringsforpligtelser. Den foreslåede rentekurve bør følgelig kunne finde anvendelse også i skadesforsikring, i det omfang det er relevant at diskontere skadesforsikringsforpligtelser. Dette gælder også for hensættelser til løbende ydelser i arbejdsskadeforsikring.

8.3. Mulighed for at anvende et standardfradrag for risiko og usikkerhed

De nugældende regler giver mulighed for at anvende et standardfradrag på 5 pct. i diskonterings-satsen for at tage hensyn til risiko og usikkerhed på betalingsstrømmen. Der er enighed i arbejdsgruppen om, at størrelsen af tillægget for risiko, usikkerhed og værdien af garantier principielt bør vurderes og begrundes af det enkelte selskab og om, at tillægget bør indregnes i betalingsstrømmen og ikke som et fradrag i diskonterings-satsen. Arbejdsgruppen foreslår derfor, at det overvejes at gøre muligheden for at anvende 5 pct.-standardfradraget tidsbegrænset.

8.4 Offentliggørelse

Der er enighed blandt arbejdsgruppens medlemmer om, at det vil være hensigtsmæssigt, at Finanstilsynet dagligt offentliggør rentekurven. Det skal dog være muligt for de enkelte institutter selv at beregne kurven ud fra de angivne forskrifter.
