

## Danske forsikringssselskabers pengeanbringelser og motiverne for deres valg af investeringsobjekter\*)

Af HANS E. MARTENS\*\*).

Danske forsikringssselskaber ejer værdipapirer, der ved udgangen af 1953 stod bogført til ca. 4 milliarder kroner. Dette beløb stiger for tiden med omkring 200 millioner pr. år, og da forsikringssselskaberne således spiller en betydelig rolle for vort kapitalmarked m. v., kan det antagelig – også udenfor forsikringsverdenen – have interesse at vide, efter hvilke regler investeringen af disse store beløb foregår.

### *Gældende regler for selskabernes pengeanbringelser.*

Danske livsforsikringssselskaber (herunder pensionsforsikringssselskaber) skal ifølge „Lov om livsforsikringsvirksomhed af 30. juni 1922 med senere ændringer“ anbringe langt den største del af deres midler i ganske bestemte typer af aktiver, jfr. lovens § 18, der i sin nugældende skikkelse har følgende ordlyd:

„De til dækning af forsikringsfonden afsatte midler skal anbringes på følgende måde:

1. i obligationer, der er udstedte af, eller for hvilke en vis rente er garanteret af den danske stat;
2. i sådanne kreditforeningsobligationer, i hvilke umyndiges midler efter gældende ret kan anbringes;
3. i indlånsbeviser fra danske banker eller sparekasser;

\*) Foredrag holdt i „Forsikringsklubben“ den 29. september 1955. Med udgivelse for øje er manuskriptet blevet omarbejdet noget. Herved har overassistent Tjel Tjellesen, H.D., ydet værdifuld assistance.

\*\*\*) Direktør, cand. polit.

## Danske forsikringssselskabers pengeanbringelser og motiverne for deres valg af investeringsobjekter\*)

Af HANS E. MARTENS\*\*).

Danske forsikringssselskaber ejer værdipapirer, der ved udgangen af 1953 stod bogført til ca. 4 milliarder kroner. Dette beløb stiger for tiden med omkring 200 millioner pr. år, og da forsikringssselskaberne således spiller en betydelig rolle for vort kapitalmarked m. v., kan det antagelig – også udenfor forsikringsverdenen – have interesse at vide, efter hvilke regler investeringen af disse store beløb foregår.

### *Gældende regler for selskabernes pengeanbringelser.*

Danske livsforsikringssselskaber (herunder pensionsforsikringssselskaber) skal ifølge „Lov om livsforsikringsvirksomhed af 30. juni 1922 med senere ændringer“ anbringe langt den største del af deres midler i ganske bestemte typer af aktiver, jfr. lovens § 18, der i sin nugældende skikkelse har følgende ordlyd:

„De til dækning af forsikringsfonden afsatte midler skal anbringes på følgende måde:

1. i obligationer, der er udstedte af, eller for hvilke en vis rente er garanteret af den danske stat;
2. i sådanne kreditforeningsobligationer, i hvilke umyndiges midler efter gældende ret kan anbringes;
3. i indlånsbeviser fra danske banker eller sparekasser;

\*) Foredrag holdt i „Forsikringsklubben“ den 29. september 1955. Med udgivelse for øje er manuskriptet blevet omarbejdet noget. Herved har overassistent Tjel Tjellesen, H.D., ydet værdifuld assistance.

\*\*\*) Direktør, cand. polit.

4. i obligationer, udstedte eller garanterede af danske kommuner;
5. i lån, sikret ved pant i fast ejendom efter reglerne for anbringelse af umyndiges og andre under offentligt tilsyn stående midler;
6. i lån mod pant i selskabets egne forsikringer indtil deres genkøbsværdi;
7. i lån mod sikkerhed, som må anses for lige så betryggende som de under nr. 5 og 6 nævnte, og i værdipapirer, som efter deres art og den sikkerhed, de frembyder, kan stilles i klasse med de under numrene 1-4 nævnte;
8. i fast ejendom, som selskabet i egenskab af ufyldestgjort pant-haver har måttet overtage, dog kun i højst 2 år efter overtagelsen og ikke med større beløb end lånets restgæld ved overtagelsen, samt i fast ejendom, som selskabet ejer, og hvori det har sit hovedkontor, med et sådant beløb, som forsikringsrådet finder passende, dog ikke ud over fire femtedele af ejendoms-skyldens beløb.

Midler, der før nærværende lovs ikrafttræden er båndlagte efter reglerne i lov af 29. marts 1904 § 18, kan fremdeles tjene som dækning af forsikringsfonden.“

Indholdet af denne lovbestemmelse er i det væsentlige identisk med indholdet af § 18 i den første livsforsikringslov af 29. marts 1904, i hvilken punkterne 5 og 8 havde følgende indhold:

- „5. i lån, sikret ved pant i fast ejendom indtil halvdelen af dens ved den sidste i henhold til lov af 19. marts 1869 eller lov af 15. maj 1903 om ejendomsskyld foretagne vurdering fastsatte værdi eller – for visse arter af ejendomme efter forsikringsrådets nærmere forskrift – indtil to trediedele af nævnte vurderingssum;“
- „8. i fast ejendom, som selskabet i egenskab af ufyldestgjort pant-haver har måttet overtage, dog kun i højst to år efter overtagelsen, og ikke med større beløb end lånets restgæld ved overtagelsen, samt i fast ejendom, som selskabet ejer, og hvori det har sit hovedkontor, med et sådant beløb, som forsikringsrådet finder passende.“

De ændringer, der har fundet sted ved revisionen i 1922, er med andre ord nærmest udtryk for en skærpelse af anbringelsesreglerne.

Af de midler, livsforsikringsselskaberne ialt forvalter, skal omkring 90 % anbringes efter de regler, der indeholdes i § 18.

Langt den største del af disse 90 % modsvares af passivposten „forsikringsfond“. Livsforsikringslovens § 15 giver en nærmere redegørelse for, hvad der forstås herved, og i paragraffen gives der endvidere visse regler for, hvorledes forsikringsfonden skal beregnes.

Ud over forsikringsfonden kan der også blive tale om at anbringe sikkerhedsfonden efter reglerne i § 18, jfr. lovens § 34, og endvidere vil aktie- eller garantikapitalen måske blive anbragt efter § 18, jfr. lovens § 19, næstsidste stykke. Fordelt bonus, der er anvendt til forhøjelse af forsikringsydelse, skal også anbringes efter de nævnte regler, idet sådanne bonusbeløb må anses for at være en del af forsikringsfonden.

De såkaldte „frie midler“ må principielt anbringes frit, idet der dog må tages hensyn til lovens § 2, der har følgende indhold:

„Et selskab, som driver livsforsikringsvirksomhed, må ikke drive anden virksomhed end forsikringsvirksomhed.“

De „frie midler“ består af:

- 1) Sikkerhedsfonds i rene livsforsikringsselskaber.
- 2) Aktie- eller garantikapital (jfr. dog ovenfor).
- 3) Bonusfonds svarende til ufordelt bonus og fordelt bonus, der ikke er anvendt til forhøjelse af forsikringsydelse.
- 4) Andre fonds, herunder kursreguleringsfonds, afskrivningsfonds, dispositionsfonds o. l.

Det foregående har udelukkende haft relation til de private selskabers pengeanbringelse. For Statsanstalten for Livsforsikring gælder en særlig lov af 15. januar 1951, hvis § 4 har følgende indhold:

„De af Statsanstaltens bestyrelse tagne beslutninger om anbringelse af Statsanstaltens midler skal indstilles til finansministerens godkendelse, medmindre midlerne anvendes til indkøb af statsobligationer, der efter indkøbskursen giver en effektiv rente af mindst 4½ pct. p. a., eller til ydelse af lån mod pant i Statsanstaltens egne policer indenfor tilbagekøbsværdien.“

Denne regel, der har været gældende uforandret siden 1. januar 1871, har dog ikke i praksis ført til, at Statsanstalten har anbragt sine midler på en måde, der principielt adskiller sig fra den, de private selskaber har benyttet.

For de skadesforsikringsselskaber, der falder ind under loven af 2. maj 1934 om skadesforsikringsvirksomhed m. v., findes der ikke tilsvarende differentierede *lovbestemmelser* som de for livsforsikring omtalte.

I lovens § 8 bestemmes det for forsikrings*aktieselskaber*, at selskabets

stiftere skal affatte et udkast til selskabets vedtægter, der – foruden at opfylde aktieselskabslovens fordringer – skal indeholde regler for anbringelse af selskabets midler og bestemmelser om regnskabet's offentliggørelse.

Om gensidige selskaber, der er underkastet såkaldt „stort tilsyn“, fastsættes det i lovens § 20, punkt o på tilsvarende måde, at stifterne udarbejder udkast til vedtægter, der skal indeholde bestemmelser om anbringelse af selskabets midler.

Efter lovens vedtagelse skulle de eksisterende forsikringsselskaber indsende deres vedtægter til stadfæstelse af vedkommende ministerium efter at de af loven nødvendiggjorte ændringer var foretaget. Da man gerne ønskede en nogenlunde ensartet udformning af de vedtægtsbestemmelser, der indeholdt reglerne om midlernes anbringelse, faldt det naturligt, at der fandt forhandlinger sted mellem forsikringsrådet og Assurandør-Societetet, ved hvilke man nåede til enighed om nogle standardregler, som findes gengivet i forsikringsrådets beretning for 1935.

Disse standardregler blev senere anset for at være mindre heldigt udformet, og standardformuleringen er nu den i det følgende gengivne.

Blot en flygtig gennemgang af standardreglerne vil gøre det klart, at det ligesom ved udarbejdelsen af livsforsikringslovens § 18 først og fremmest er hensynet til sikkerheden, der har været absolut afgørende.

Standardreglernes ordlyd er nu:

„Af selskabets midler skal et beløb svarende til selskabets beholdne indbetalte aktiekapital, kursreguleringsfond samt selskabets gældsforpligtelser være anbragt:

- 1) i selskabets drift, herunder inventar, kontormaskiner og automobiler, endvidere præmierestancer i det omfang, hvori de erfaringsmæssigt indgår, løbende mellemværende med agenter, sikkerhedsstillelse for overtagne genforsikringer hos vedkommende hovedforsikrer (cedent), endvidere tilgodehavende renter og husleje af selskabets ejendomme samt selskabets forudbetalte husleje af lokaler i fremmed ejendom,
- 2) i obligationer, udstedte eller garanterede af den danske stat, danske kommuner eller kreditforeninger,
- 3) i lån, sikret ved pant i fast ejendom indenfor 60 % af ejendomsskyldværdien,
- 4) indenfor ejendomsskyldværdien i fast ejendom, som selskabet ejer, og hvori det har sit hovedkontor, og iøvrigt i selskabets faste ejendomme indenfor 80 % af deres ejendomsskyldværdi,

- 5) på konto i dansk bank eller sparekasse,
- 6) på anden måde, som forsikringsrådet godkender.

For midler, der vedrører udenlandsk forretning, kan dog de i vedkommende land gældende eller sædvanemæssigt benyttede regler for anbringelse af forsikringsmidler anvendes.

Selskabets midler udover det beløb, som den beholdne indbetalte aktiekapital, kursreguleringsfond samt selskabets gældsforpligtelser udgør, skal være anbragt på en forsvarlig og til fremme af selskabets virksomhed tjenlig måde.“

For bygningsbrandforsikringsselskaberne findes der regler for anbringelse af visse dele af midlerne, dels i lov af 12. april 1889, dels i vedtægterne. Langt den største del (ult. 1953 ca. 65%) af disse selskabers anlægsmidler må dog anbringes frit.

#### *Hvor store kapitaler forvalter selskaberne?*

De kapitaler, forsikringsvæsenet administrerer, er af en ret betydelig størrelse. Ved udgangen af 1953 var den bogførte værdi af livsforsikringsselskabernes beholdning af værdipapirer således ca. 3100 mill. kroner. Det tilsvarende tal var for skadesforsikringsselskaberne ca. 650 mill. kroner og for bygningsbrandforsikringsselskaberne pr. 31. marts 1954 ca. 140 mill. kroner.

Alt i alt ejede forsikringsselskaberne med andre ord værdipapirer, der stod bogført til ca. 4 milliarder kroner. I denne forbindelse bør det måske nævnes, at den bogførte værdi af pensionskassernes værdipapirbeholdning ultimo 1953 udgjorde ca. 900 mill. kroner.

For at illustrere, hvad beløb af nævnte størrelse betyder, kan det anføres, at kreditforeningsobligationsmassen pr. 31. marts 1953 androg ca. 7½ milliard kroner, massen af indenlandske statsobligationer udgjorde ca. 4 milliarder kroner og af hypotekforeningsobligationer ca. 800 mill. kroner. Pr. samme dato androg indestående i sparekasserne ca. 5,4 milliarder kroner. Den nominelle værdi af de dagligt noterede aktier på Københavns børs andrager ca. 1,1 milliard kroner. De sociale udgifter her i landet andrager ca. 1,6 milliard kroner årlig.

Det kan således konstateres, at forsikringsvæsenet er en betydningsfuld økonomisk faktor. Blandt andet er forsikringsselskaberne antagelig de største regelmæssige efterspørgere af obligationer. Væksten af livsforsikringsselskabernes værdipapirbeholdning andrager netto ca. 150 mill. kroner årlig, og når reinvestering af de beløb, der frigøres ved udtrækning og ved betaling af afdrag på tidligere ydede lån, samt de tilsvarende beløb for skadesforsikringsselskaber og bygningsbrandfor-

sikringsselskaber lægges til, når man frem til, at dansk forsikring har et årligt investeringsbehov på omkring 300 mill. kroner.

Fordelingen af livs- og skadesforsikringsselskabernes værdipapirbeholdninger på de forskellige typer af værdipapirer, fremgår af følgende opstillinger, der ultimo 1953 viser bogført værdi i millioner kroner samt de forskellige værdipapirers relative betydning. Det bemærkes, at de forskellige papirers relative betydning gennem årene har været stærkt svingende, og at der er tale om betydelige afvigelser fra de angivne procenter fra selskab til selskab. Som illustration til sidstnævnte forhold kan der anføres følgende eksempler, der alene vedrører livsforsikring.

I et enkelt selskab udgør policelån ca. 50 % af værdipapirbeholdningen, medens den tilsvarende procent i de andre selskaber ligger mellem 0 og 10. Et andet selskab har ca. 80 % af sin obligationsbeholdning i kommunelån, medens tallet for de øvrige selskabers vedkommende svinger mellem 2,5 og 30 %. Kreditforeningsobligationer udgør for samtlige livsforsikringsselskaber under ét 56 % af obligationsbeholdningen; dette tal dækker over variationer mellem 14 og 80 % for de enkelte selskaber.

<i>Livsforsikring</i>			<i>Skadesforsikring</i>		
Gruppe:	Beløb:	%:	Gruppe:	Beløb:	%:
	mill. kr.			mill. kr.	
statsobl.	400	12.8	statsobl.	148	22.7
kreditf.obl.	1764	56.3	kommuneobl.	61	9.4
bank og sparek.	2	0.1	kreditf.obl.	196	30.1
kommunelån	484	15.4	hypf.obl.	14	2.1
pant i fast ejendom	102	3.2	andre obl.	31	4.7
policelån	152	4.8	aktier og andelsbeviser		
iøvrigt	76	2.4	i andre fors.selsk.	33	3.1
andre indl.			egne aktier	—	—
værdipapirer	112	3.6	andre aktier og		
andre udl.			andelsbeviser	22	3.4
værdipapirer	44	1.4	andre værdipapirer	1	0.1
			udenlandske		
			værdipapirer	146	22.4
<b>ialt</b>	<b>3136</b>	<b>100.0</b>	<b>ialt</b>	<b>652</b>	<b>100.0</b>

Til foranstående specifikation af livsforsikringsselskabernes obligationsbeholdning ultimo 1953 skal der i det følgende knyttes nogle be-

mærkninger, idet der gøres opmærksom på, at specifikationens grupper – bortset fra „andre indenlandske værdipapirer“ og „andre udenlandske værdipapirer“ svarer til de i § 18 indeholdte muligheder.

Gruppen statsobligationer omfatter først og fremmest de egentlige statsobligationer, af hvilke nogle vil være særlig benævnt såsom genforeningslån, saneringslån, beskæftigelseslån, forsvarslån o. l. Endvidere omfatter denne gruppe Nationalbankens 4 % lån, nogle statsobligationslån, luftfartselskabets 4 % lån og nogle enkelte andre poster, f. eks. de for tiden ret omtalte jernbaneaktier med den tvivlsomme statsgaranti.

Vedrørende gruppen „kreditforeningsobligationer“ bemærkes, at man af lovens tekst får det indtryk, at der er visse kreditforeningsobligationer, i hvilke umyndiges midler ikke kan anbringes. Efter at kasseobligationer udstedt af „Kreditforeningen for industrielle ejendomme“ for nogle år siden blev godkendt som anbringelsesobjekt for disse midler, er dette ikke længere tilfældet. Gruppen omfatter samtlige kreditforeningers obligationer, herunder også obligationer udstedt af vor ældste realkreditinstitution – Husejernes Kreditkasse. Obligationer udstedt af Kreditforeningen af Kommuner i Danmark“ og af humandskreditforeningerne henregnes også til denne gruppe, også for så vidt angår de humandskreditforeningsobligationer, for hvilke en vis rente er garanteret af den danske stat. Der gøres opmærksom på, at disse sidstnævnte papirer i årene indtil 1942 i forsikringsrådets beretninger fandtes opført under „statsobligationer.“

Vedrørende gruppen indlånsbeviser skal der blot gøres opmærksom på, at der her ikke medtages foliomidler, men alene bank- og sparekasseindskud, der tjener til dækning af forsikringsfonden.

Vedrørende kommuneobligationer bemærkes, at der herunder ikke alene medregnes egentlige kommuneobligationer, som er udstedt af Københavns kommune og visse andre af de store kommuner, men også gældsbeværligheder til kommuner samt visse udlån til elektricitetsværker o. l., der har opnået lån mod kommunal garanti.

Vedrørende gruppen „udlån mod pant i faste ejendomme“ skal det oplyses, at den lovbestemmelse, der henvises til i § 18, er lov af 19. marts 1869, om udlån mod pant i faste ejendomme af umyndiges og andre under offentligt tilsyn stående midler.

De i loven af 19. marts 1869 angivne retningslinier angående vurdering af faste ejendomme adskiller sig i princippet ikke fra de vurderinger, der foretages af kreditforeninger o. l. De vurderinger, der foretages i henhold til denne lov – de såkaldte magistratsvurderinger – anses i



mange kredse for noget svingende. I henhold til lovens § 1 skal der beskikkes vurderingsmænd til foretagelse af vurderinger af faste ejendomme, i hvilke umyndiges midler anbringes. Vurderingsmændene udnevnes i København af borgerrepræsentationen, i købstæder af byrådene og på landet af amtsrådene.

En vigtig bestemmelse findes i lovens sålydende § 6:

„Vurderingsmændene have at ansætte de ejendomme, til hvis vurdering de kaldes, til den værdi, de efter deres overbevisning have i handel og vandel. I forretningerne bør de beskrive ejendommene med de dem påhvilende byrder og de indtægter og udgifter, der kunne påregnes af dem, således at det rimelige indtægtsoverskud med klarhed fremgår af forretningen, foruden at de bør angive det fornødne angående beliggenheden, vedligeholdelsestilstanden og de andre særegne omstændigheder, der må have indflydelse på værdien, alt efter de nærmere instruktioner og formularer, der af justitsministeriet meddeles dem til rettesnor ved udførelsen og affattelsen af ders forretninger“.

Endvidere fastsætter lovens § 12, at „omtalte midler ikke må udlånes mod pant i fast ejendom anderledes end på grundlag af vurderingsforretninger optagne efter denne lov.“ Videre bestemmer § 12, at lånene ordentligvis bør ydes mod 1. prioritets panteret, og at lånebeløbet *maximalt* må udgøre 50 % af vurderingen.

De nugældende regler om, i hvilke ejendomsarter umyndiges midler må anbringes, findes i en kongelig anordning af 11. februar 1928.

Gruppen policelån giver ikke anledning til bemærkninger, medens den gruppe, der i tabellen har fået betegnelsen „iøvrigt“, svarer til de værdipapirer, der falder ind under § 18, punkt 7. Der er her tale om hypotekbanksobligationer, tiendebanksobligationer, Landmandsbankens kommune- og hypotekobligationer, telefonselskabsobligationer og forskellige andre mindre betydningsfulde poster.

Andre indenlandske værdipapirer består overvejende af hypotekfor- eningsobligationer samt diverse aktier med en bogført værdi på godt en snes mill. kroner.

„Udenlandske værdipapirer“ består overvejende af svenske værdipapirer, men iøvrigt er ca. 15 lande repræsenteret.

*Motiverne for selskabernes valg af investeringsobjekter.*

Som det også fremgår af det foregående, er der tale om temmelig store afvigelser i den måde, på hvilken de forskellige livsforsikrings- sel-

skaber inden for de givne rammer investerer deres midler. Noget ganske tilsvarende gælder for skadesforsikringsselskaberne.

De papirer, loven og de øvrige regler anser for tilstrækkelig „gode“, må selvfølgelig have en række yderligere egenskaber, der vurderes forskelligt af de forskellige selskaber, og som herved motiverer de afvigelser i investeringsmåde, der kan konstateres fra selskab til selskab.

I det følgende vil der blive omtalt en række hensyn, der kan og bør være tale om at tage ved investering af selskabernes kapitalmidler. Det følgende gælder fortrinsvis livs- og pensionsforsikring.

Der kan opregnes mange forskellige hensyn, som indbyrdes strider mod hinanden, og som nødvendiggør en afvejning af, hvilke man må tillægge størst betydning. Generalnævneren for dem alle er sikkerhedshensynet. Heri ligger to ting, for det første sikkerheden for, at *det anbragte beløb ikke går tabt*, og for det andet sikkerheden for, at *anbringelsen (regelmæssigt) afkaster mindst den rente, der er forudsat ved udarbejdelsen af beregningningsgrundlaget*.

Allerede i den kommissionsbetænkning, der i nogen grad kom til at udgøre grundlaget for den første livsforsikringslov, hed det „at det i fortrinlig grad må komme an på, at midlerne anbringes på en måde, som i størst mulig udstrækning byder garanti imod, at midlerne helt eller delvis fortabes“. Indholdet af livsforsikringslovens § 18 har denne tankegang som baggrund. Nogle vil vel i dag mene, at sådanne tanker alene hører hjemme i en uskyldigere tid, da Chr. d. IX samlede sin kongelige og kejserlige familie om sig på Fredensborg Slot, da en dygtig tjenestepige – husassistenter var ikke opfundet – kunne fås for 10 kr. om måneden og – navnlig – da, hvem der ønskede det, kunne gå ind i Nationalbanken og veksle sine snavsede sedler mod guldstykker indeholdende det normerede antal gram guld. Har sikkerhedshensynet fået et helt nyt indhold? Både ja og nej. Fremskridt på den sociale front er i den betragtede periode betalt med større finansiell usikkerhed. Inflationsproblemet kan vi følge tilbage til den ældre middelalder. Dog må *sikkerhedshensynet fremdeles betragtes som det bærende princip*. Selv de europæiske nationer, som har gjort de bitreste erfaringer med hensyn til faldende pengeværdi, og hvis befolkninger absolut er fatalister med hensyn til, hvad udviklingen vil bringe, knytter deres økonomiske fremtid til sikkerhedsbegrebet i gammeldags forstand. Det gør vi også selv – samtidig med, at vi hver især efter ringe evne søger at sikre os mod enhver eventualitet. Sålænge selskabernes forpligtelser ifølge forsikringskontrakterne går ud på at præstere en nærmere angiven sum eller pension, må sikkerhedsbegrebet stå i forgrunden. Såvel den tyske Jahr-

buch som amerikaneren Anderson og englænderen Mears hylder dette standpunkt og siger – næsten med de samme ord: Derfor vil man altid finde forsikringsselskaberne (ret beset de forsikrede) som varme forkæmpere for en stabil pengeværdi, uden hvilken ingen langtidsplaner kan realiseres. Det vil være yderst farligt at afskrive denne tankegang som håbløst forældet.

Ønsket om at sikre, at det investerede beløb ikke går tabt, må medføre, at der tilstræbes en passende fordeling over de anbringelsesmuligheder, der skønnes egnede. Når livsforsikringsselskabernes beholdning af kreditforeningsobligationer i årene omkring 1945 nåede op på over 70 % af den samlede værdipapirbeholdning, har man formentlig under pres af de herskende specielle forhold i nogen grad forsømt at tilgodese fordelingshensynet.

For ønsket om en passende fordeling spiller likviditetshensynet også en rolle. Likviditetsproblemet må givetvis have en helt forskellig betydning i livsforsikring og i skadesforsikring. I et voksende livsforsikrings-selskab indretter man sig sædvanligvis uden besvær således, at likviditetsproblemet ingen rolle spiller. I perioder med stærk vækst vil indgående præmier og renter af fonds langt overstige forsikringsudgifter m. v., og endvidere søger man at investere på en sådan måde at der ikke i fremtiden vil opstå likviditetsproblemer, idet man tilstræber, at pengeanbringelsernes varighed stort set kommer til at harmonere med varigheden af de indgåede forsikringskontrakter.

Skadesforsikringsselskaberne må iagttage større forsigtighed, idet der her langt lettere kan blive tale om store svingninger i likviditetsbehovet.

Begge selskabsgrupper er vel permanent overlikvide, skønt der efterhånden er nogle selskaber, der holder en ret beskeden kasse og har en „sekundær kasse“ i form af korte obligationer. Enkelte selskaber holder næsten ingen kasse, men sikrer sig overfor pludseligt stort kontantbehov ved at have trækingsret i en bank, og det har vistnok været klog politik. Selskaberne kunne dog formentlig opnå yderligere fordele, hvis der kunne opnås enighed om en „fælleskasse“ under en eller anden form.

Det hensyn, der må tages til sikkerheden for mindst at opnå grundlagsrenten, er et meget væsentligt moment i selskabernes investeringspolitik. Naturligvis søger man ikke blot at sikre, at der opnås grundlagets rente, men man søger at opnå den størst mulige rente i det lange løb. Dette må medføre, at man i tider, hvor den effektive afkastning er lav, alt andet lige foretrækker ret korte placeringer, medens man i perioder, hvor renteniveauet er højt, søger at placere midlerne til den gældende høje rente i så langt et åremål som muligt. Da en del af kapitalmarke-

dets andre efterspørgere anvender samme ræsonnementer, vil det ofte kunne betale sig at gå mellemveje, fremfor uden videre at følge de ovenstående betragtninger. Når kursniveauet er lavt, søger man dog som hovedregel over mod de langvarige placeringer. Sædvanligvis vil man udvise resignation over for den højst opnåelige effektive rente til fordel for lav nominal rente, idet man på denne måde søger at undgå konverteringsrisikoen. Dog kan det måske her igen betale sig at gå en mellemvej, men om dette er tilfældet kan ikke afgøres generelt. I hvert enkelt tilfælde må der foretages beregninger over de to eller eventuelt flere foreliggende muligheder, der konkret skal vælges mellem. For at kunne foretage sådanne sammenligninger må der gøres visse antagelser, blandt andet om fremtidens renteniveau, og dette vil måske i mange tilfælde bevirke, at der investeres mere „ortodokst“ end egentlig strengt nødvendigt.

Den gennemsnitlige forrentning af selskabernes anbringelser svarer faktisk aldrig til markedsrenten, og der kan blive tale om betydelige afvigelser. For 1953 er den gennemsnitlige forrentning beregnet til 4.74 %; den har kun sjældent været over 5.5 % og under 4.5 %. Forrentningen spiller en særdeles afgørende rolle for selskabernes økonomi. De private livsforsikringsselskabers overskud udgjorde i 1953 ca. 27.5 mill. kroner og deres aktiver ca. 2.2 milliarder. Anslår man den årlige bruttonyplacering til 250 mill. kroner, vil det ses, at om der kan opnås 4 eller 6 % af nyplaceringen betyder det et udsving på 5 millioner eller ca. 20 % i det årlige overskud. Det må dog her bemærkes, at en del af renten sædvanligvis fremkommer som kursgevinst – altså ikke „på bordet“.

I skadesforsikringsselskabernes økonomi spiller renteindtægten ligeledes en betydelig rolle. Det er vel næppe ubekendt, at skadesforsikringsvirksomheden dårligt ville kunne undvære indtægten af sine kapitalanbringelser. I almindelighed er selskabernes overskud større end renteindtægten, men hvis driftsoverskud alene skulle baseres på den egentlige forsikringsvirksomhed, ville der være en hel del selskaber, som ville få betydelige vanskeligheder at kæmpe med. Det kan iøvrigt nævnes, at nogle skadesforsikringsselskaber har kastet sig over pantebrevene med sekundær sikkerhed for at opnå højere rente.

Den misstemning, der opstod mellem forsikringsselskaberne i egenkab af kasseobligationsejere og kreditforeningerne i konverteringsperioden i årene efter krigen, har utvivlsomt – sammen med ønskerne om at foretage investeringer, som ikke var forbundet med konverterings-

risiko, været megt stærkt medvirkende til, at selskabernes interesse for direkte udlån er blevet øget.

Den gældende rentelov, hvis officielle titel er „Lov nr. 285 af 3. juli 1942 om renten af udlån mod pant i fast ejendom“, der fastsætter regler om minimumskurser, vil dog med det nuværende høje renteniveau i mange tilfælde hindre, at der kan afsluttes aftaler om lån med pant i fast ejendom. I hvert fald er det med det nugældende renteniveau meget svært at afpasse lånevilkårene således, at der opnås en passende høj effektiv rente, når der samtidig skal skabes sikkerhed mod konverteringsrisiko.

For at sige det kort: Det har vist sig, at selskaberne ikke med det i øjeblikket gældende renteniveau kan yde direkte lån til boligbyggeriet. Spørgsmålet om at tage sociale hensyn på denne måde er med andre ord aldeles uaktuelt. Muligvis kan man så i stedet tage sådanne hensyn ved andre investeringer, f. eks. ved at favorisere lånebegæringer, der enten vedrører anlæg i områder, der populært betegnes „arbejdsløsheds-øer“, eller vedrører anlæg, der har interesse for en større kreds af medborgere. Der kunne i sidstnævnte forbindelse f. eks. være tale om, at begunstige begæring om lån til modernisering af Københavns nærtrafik.

De lån, der ydes ud fra sociale hensyn, bør dog effektueres på ganske samme vilkår – specielt til samme effektive rente – som lån, der alene er ydet efter rent investeringsmæssige principper. En favør ved fastsættelsen af den effektive rente ville i virkeligheden betyde, at man påtog sig at yde et årligt tilskud til den låntagende institution, og hensynet til de forsikrede må forbyde, at der ydes tilskud på en sådan måde.

På tilsvarende måde må det gælde, at ønsket om at tage produktive hensyn aldrig må medføre, at lån ydes på andre vilkår end de, der på tidspunktet for lånets ydelse er gældende på lånemarkedet. Her må man huske, at forsikringselskaber kun må drive forsikringsvirksomhed, og at man derfor må have opmærksomheden henvendt på, at investeringspolitikken aldrig må blive så aktiv – selv ikke af produktive hensyn – at man griber ind på bankvirksomhedens gebet.

Det har hyppigt været hævdet, at de gældende regler ikke tog hensyn til, at der eksisterer et inflationsproblem, men at reglerne for anbringelse af selskabernes midler var således indrettet, at de netop gav garanti for, at inflationen uhindret kunne forringe – eventuelt helt ødelægge – opsparing, der var investeret i fordringsrettigheder.

Tid efter anden er diskussionen om de gældende reglers hensigtsmæssighed flammet heftigt op. Ikke mindst fra skibsfartskredse er der

i efterkrigstiden blevet kastet ved på bålet. For nogle år siden hævdede en kendt skibsreder, at de gældende investeringsregler forekom ham at være de slettest mulige, og for kortere tid siden meddelte en anden skibsreder, at han overvejede at lukke sit rederis pensionskasse for tilgang og begynde på „et nyt grundlag“.

Forsikringsvæsenet har gennem mange år arbejdet på at finde en løsning på problemerne. Resultatet af det betydelige arbejde, der er udført, har desværre været ret negativt. En lang række afhandlinger og artikler har konkluderet i, at en investering af selskabernes midler i aktiver, der bevarede deres værdi under stigende prisniveau, var en umulighed. Med hensyn til spørgsmålet, om der kunne opnås en delvis værdifasthed, har meningerne været mere delte, men der er formentlig stort set enighed om, at det må kunne lade sig gøre at investere en del af kapitalmidlerne i værdier, der i hvert fald giver en vis dækning for det tab, udhulingen af pengeværdien medfører.

Spørgsmålet findes iøvrigt indgående behandlet, blandt andet i en pjece „Baltica“ udgav i 1955, i direktør Børge Sørensens indlæg på pensionsforsikringskonferencen i 1950 samt flere andre steder. I det følgende er der derfor blot resumeret de almindelige synspunkter.

Som værdifaste anbringelser nævner man aktier, fast ejendom og i en særlig forstand indexregulerede obligationer.

Spørgsmålet om aktiernes værdifasthed har foruden af direktør Børge Sørensen været undersøgt af vekselerer Palsby. Begge de herrer har foretaget omhyggelige beregninger, der viser, at vel har tænkte placeringer i aktier givet et noget højere udbytte end obligationsinvestering, men det har ikke på langt nær været et så stort udbytte, at det har været muligt at bevare de investerede midlers købekraft. Om en delvis værdifasthed har der været tale, men der må gøres opmærksom på, at hvis de tænkte investeringer skulle have været realiseret, kunne det næppe have været sket, uden at aktiekurserne var blevet påvirket i opadgående retning, og herved ville det mål af værdifasthed, der var opnået, yderligere blive formindsket. I denne forbindelse må det erindres, at aktiemarkedet her i landet er af relativ beskeden størrelse, således at hvis forsikringselskaberne i større stil gav sig til at købe aktier, ville aktiekurserne stige ret væsentligt.

Med hensyn til opnåelse af værdifasthed ved køb af beboelsesejendomme hersker der vistnok nogenlunde enighed om, at der ikke herved opnås nogensomhelst værdifasthed, så længe huslejen er underkastet priskontrol.

Indexobligationer har naturligvis ikke noget med værdifasthed at

gøre. Selve det ,at gøre en obligation indexreguleret, er til syvende og sidst et skatte- og indtægtsfordelingsspørgsmål. Indførelse af (private) indexobligationer blev forsøgt her i landet i 1930'erne – det Baastrupske system – men forsøget mislykkedes. Man er hidtil meget tilbage for at indføre indexobligationer, hvor staten står som debitor, og det må man efter min mening hilse med tilfredshed, idet virkningerne for anden pengeanbringelse næppe på forhånd lader sig vurdere.

Som en art sammenfatning kan det måske siges, at aktier og fast ejendom er den sidste forsvarsskanse overfor den ruinerende og galoperende inflation. Under mere „normale“ forhold er disse investeringer næppe mere fordelagtige end fordringsrettigheder.

Ud over de hidtil omtalte hensyn kunne der blandt andet være tale om at tage akkvisitions-mæssige hensyn. Dette bør dog principielt ikke ske, men også i denne forbindelse gælder det, at principper er til for at brydes. Der er utvivlsomt skadesforsikringsselskaber, som med godt resultat har deltaget i finansieringen af byggeselskaber, og som på denne konto har kunnet sikre sig en værdifuld og billig tilgang af nye forsikringer. Der er også skadesforsikringsselskaber, som har medvirket ved finansiering af automobilindustrien, og som således har sikret sig adgang til tegning af automobilforsikringer, som måske har givet flere sorger end glæder. Der er ikke noget unaturligt i, at et andelsselskab tager også akkvisitions-mæssige hensyn ved sine pengeanbringelser ved at foretrække udlån til anden virksomhed på andelsbasis. Ligeledes vil det være naturligt, at et kommunalt forsikringsselskab i sine pengeanbringelser viser kommuner særlig courtoisie. Dog bør akkvisitions-mæssige hensyn navnlig ikke føre til, at kapitalen anbringes på usikker vis eller til en rente, der er lavere end markedrenten. De akkvisitions-mæssigt betonedede ønsker må naturligvis indordnes under den til enhver tid gældende lovgivning, som ikke har taget akkvisitions-mæssige hensyn. I akkvisitions-kredse er der et almindeligt ønske om en udvidelse af anbringelsesmulighederne, således at befolkningen har indtryk af, at forsikringsvæsenet er en del af erhvervslivet og samtidig – også på dette felt – dets tjener.

Omkostningerne ved kapitalforvaltningen skænker man i reglen ikke stor opmærksomhed; og bortset fra de faste ejendomme er forvaltningsomkostningerne ikke betydende. Efterhånden som tendensen til større spredning af kapitalanbringelserne gør sig mere og mere gældende, må man dog regne med, at administrationsomkostningerne på dette område vil stige noget. F. eks. må man regne med, at de fleste større selskaber

efterhånden vil blive nødt til at oprette investerings- og ejendomsafdelinger.

Endelig kan der være tale om at tage skattemæssige hensyn ved investeringerne. Forholdet er for forsikringsselskaber det, at udtrækningsgevinster og gevinst ved afdrag på pantebreve ifølge højesteretsdom er skattefri. Disse forhold skulle tilskynde til fortrinsvis at investere i papirer, der kan købes til lav kurs, det vil sige papirer med lav nominal rente.

*Bør de gældende regler revideres?*

Som tidligere omtalt har reglerne for livsforsikringsselskabernes pengeanbringelser i temmelig lang tid været genstand for kritik. Kritikken har især været intensiv i efterkrigsårene, og dette hænger givetvis sammen med, at inflationstendensen i disse år har været særlig udpræget.

I denne forbindelse skal der peges på, at i de senere år er det blevet stadigt mere almindeligt at fremhæve den demokratiske styreform som årsag til inflation. Det er der utvivlsomt noget rigtigt i. Det er ikke evnen til at opretholde et fast prisniveau, det skorter på, men derimod viljen, idet den kollektive vilje i almindelighed ikke er særlig stålsat. Politikerne er under pres fra befolkningen tilbøjelige til at betræde den vej, hvor den politiske modstand er mindst. Finansminister Kampmann har i et foredrag – refereret i Nationaløkonomisk Tidsskrift for 1955 – været inde på spørgsmålet, idet han udtalte, at der er en lyst til at løse visse problemer på en sådan måde, at spørgsmålet om, hvem der skal betale, ligesom forflygtiges. Afgørelsen bliver ikke eller fremtræder ikke som resultatet af en politisk beslutning. Bagefter kan man ligesom i højere grad skyde skylden for udviklingen „på visse naturløve, tyngdeloven, Nationalbanken eller andre mærkelige ting“. Han siger endvidere, at der er ingen tvivl om, at de beslutninger, der kræver realitetssans, i væsentlig grad støder på politiske vanskeligheder.

At der i mange menneskealdre har været en dybtfølt trang til at løfte ansvaret for den økonomiske politik ud af regeringens magtområde, har vi talrige beviser for i Nationalbankens historie. Som bekendt står det også i loven af 1936 om Nationalbanken, at det er dens opgave „at opretholde et sikkert pengevæsen her i landet“; men man har ikke givet banken midler hertil. Bramsnæs har engang herom sagt, at det må anses for tvivlsomt, om den til enhver tid værende regering i et land kan være leder af pengepolitiken, da pengepolitiske opgaver er af en så speciel karakter, at man næppe kan tænke dem varetaget på rette måde, medmindre der findes et særligt institut, som på en mere selvstændig



måde kan tage stilling til de problemer, der opstår. Hvordan kan man imidlertid i et demokratisk land skabe en sådan institution uden samtidig at give afkald på folkestyret til fordel for i hvert fald delvis diktatur? Det kan man formentlig kun igennem et propagandaarbejde for at overbevise befolkningen om, at ulemperne ved inflation er flere end fordelene. Det begynder efterhånden at gå op for mange, også indenfor de brede befolkningslag, hvor man indenfor store kredse har gjort sig klart, at bl. a. stadige lønstigninger er ikke ensbetydende med større behovstilfredsstillelse.

Den danske befolkning skulle vel nok være så oplyst, at den foretrækker realiteter fremfor henvisning til „visse naturlove, tyngdeloven, Nationalbanken eller andre mærkelige ting“. Måske burde forsikrings-selskaber, sparekasser og banker søge at blive enige om en løbende propaganda mod politiske beslutninger, der er inflationsfremmende. Denne propaganda måtte naturligvis også rette søgelyset mod de situationer, hvor de politiske beslutninger tiltrænges, men hvor regering eller folke-ting viger udenom.

De stærke ønsker om lempelser i de stramme regler for livsforsikrings-selskabernes pengeanbringelser bevirkede, at der i det nu afskaffede landsting den 7. november 1952 blev fremsat forslag om ændringer i livsforsikringslovens § 18. Det blev foreslået at ændre punkt 5 og punkt 8 således, at disse stykker fik følgende indhold:

- „5. i lån sikret ved tinglyst panteret i fast ejendom, i hvilken umyndiges midler vil kunne anbringes, dog ikke udover to trediedele af ejendomsskyldens beløb;“
- „8. i fast ejendom, som selskabet ejer, og hvori det har sit hovedkontor, eller i andre af dets faste ejendomme, såfremt disse er af den i nr. 5 nævnte art, i intet tilfælde dog udover fire femtedele af ejendomsskyldens beløb.“

Endvidere blev det foreslået at udvide paragraffen med en sålydende bestemmelse:

„En tiendedel af de til dækning af forsikringsfonden afsatte midler vil dog kunne anbringes på anden måde end ovenfor under nr. 1-8 anført, dog at højst en halvtredsindstyvendedel af disse midler må anbringes i aktier, og heraf højst aktier til pålydende 100.000 kr. i et og samme aktieselskab og aldrig over en femtedel af dette selskabs aktiekapital.“

Desværre nåede forslaget, der blev behandlet i det daværende landsting sammen med et forslag om tilsvarende ændringer i pensionskasse-

lovens pengeanbringelsesregler, ikke at blive færdigbehandlet i den pågældende rigsdagssamling (1952/53). Forslaget er ikke senere blevet genfremsat, men der arbejdes imidlertid stadig med problemet. Det vil dog formentlig endnu være en rum tid, inden sagen bringes i orden, idet hele tilsynslovgivningen i forbindelse med aktieselskabslovgivningen er i støbeskeen.

Det her omtalte forslag til ændring i livsforsikringslovens § 18 vil imødekomme de fra forsikringsside fremsatte berettigede krav i betydelig udstrækning, men forslaget kan formentlig liberaliseres yderligere. Man kunne f. eks. tillade, at hypotekforeningsobligationer i et vist omfang kunne tjene til dækning af forsikringsfonden, og muligvis kunne man forøge den andel af forsikringsfonden, der skulle kunne anbringes frit, fra 10 % til 15 %. – For så vidt angår skadesforsikringsselskaberne er der næppe behov for en ændring af pengeanbringelsesreglerne, der i deres nuværende form synes at svare ganske godt til selskabernes ønsker.

Alt i alt er der således ikke tale om, at forsikringsvæsenet ønsker revolutionering af de gældende regler, og det bør der vel heller ikke være. Günter Grupe udtaler i sin afhandling, at man ikke af „unormale“ tiders erfaringer må drage slutninger, som skal have gyldighed i „normale“ tider eller omvendt. Med andre ord, vi skal have en lang hukommelse, der spænder over både gode og dårlige tider. Amerikaneren Anderson siger, at allerede i en ung alder blev han belært om, at man skulle være liberal i tanke og konservativ i handling, og han mener, at denne læresætning i særlig grad bør præge reglerne for forsikringsselskabernes pengeanbringelser.

Englænderen Mears siger som afsluttende bemærkning: Det bør gælde alle kapitalanbringere, hvad enten det er institutioner, eller det er privatpersoner: „Try not to lose your money“.

#### LITTERATURLISTE

Litteraturen er fattig på fremstillinger omhandlende skadeforsikringsselskabernes pengeanbringelser. Beregner Lemche har dog i forsikringsrådets 50-års jubilæumsskrift ydet et interessant bidrag til belysning af kapitalanbringelsernes betydning indenfor skadeforsikringen.

Om livsforsikringsselskabernes pengeanbringelser foreligger der en ret righoldig litteratur, der især må søges i lærebøger, kongresafhandlinger, Nordisk Forsikrings Tidsskrift, håndbog i forsikring og jubilæumsskrifter. Om de fleste ældre fremstillinger gælder det, at de i højere grad er konstaterende end lagt an på at finde frem til de bag ved placeringerne liggende motiver eller på at finde nye veje. I de senere år er problembehandlingen blevet mere værdifuld og præget af publikums og erhvervslivets meget utilsløret udtalte ønsker om, at „noget må der gøres“. I denne forbin-

lovens pengeanbringelsesregler, ikke at blive færdigbehandlet i den pågældende rigsdagssamling (1952/53). Forslaget er ikke senere blevet genfremsat, men der arbejdes imidlertid stadig med problemet. Det vil dog formentlig endnu være en rum tid, inden sagen bringes i orden, idet hele tilsynslovgivningen i forbindelse med aktieselskabslovgivningen er i støbeskeen.

Det her omtalte forslag til ændring i livsforsikringslovens § 18 vil imødekomme de fra forsikringsside fremsatte berettigede krav i betydelig udstrækning, men forslaget kan formentlig liberaliseres yderligere. Man kunne f. eks. tillade, at hypotekforeningsobligationer i et vist omfang kunne tjene til dækning af forsikringsfonden, og muligvis kunne man forøge den andel af forsikringsfonden, der skulle kunne anbringes frit, fra 10 % til 15 %. – For så vidt angår skadesforsikringsselskaberne er der næppe behov for en ændring af pengeanbringelsesreglerne, der i deres nuværende form synes at svare ganske godt til selskabernes ønsker.

Alt i alt er der således ikke tale om, at forsikringsvæsenet ønsker revolutionering af de gældende regler, og det bør der vel heller ikke være. Günter Grupe udtaler i sin afhandling, at man ikke af „unormale“ tiders erfaringer må drage slutninger, som skal have gyldighed i „normale“ tider eller omvendt. Med andre ord, vi skal have en lang hukommelse, der spænder over både gode og dårlige tider. Amerikaneren Anderson siger, at allerede i en ung alder blev han belært om, at man skulle være liberal i tanke og konservativ i handling, og han mener, at denne læresætning i særlig grad bør præge reglerne for forsikringsselskabernes pengeanbringelser.

Englænderen Mears siger som afsluttende bemærkning: Det bør gælde alle kapitalanbringere, hvad enten det er institutioner, eller det er privatpersoner: „Try not to lose your money“.

#### LITTERATURLISTE

Litteraturen er fattig på fremstillinger omhandlende skadeforsikringsselskabernes pengeanbringelser. Beregner Lemche har dog i forsikringsrådets 50-års jubilæumsskrift ydet et interessant bidrag til belysning af kapitalanbringelsernes betydning indenfor skadeforsikringen.

Om livsforsikringsselskabernes pengeanbringelser foreligger der en ret righoldig litteratur, der især må søges i lærebøger, kongresafhandlinger, Nordisk Forsikrings Tidsskrift, håndbog i forsikring og jubilæumsskrifter. Om de fleste ældre fremstillinger gælder det, at de i højere grad er konstaterende end lagt an på at finde frem til de bag ved placeringerne liggende motiver eller på at finde nye veje. I de senere år er problembehandlingen blevet mere værdifuld og præget af publikums og erhvervslevets meget utilsløret udtalte ønsker om, at „noget må der gøres“. I denne forbin-

delse gøres opmærksom på, at der i Dansk Forsikringstidende for 2. januar 1956 på side 1322 ff. refereres et meget interessant foredrag holdt af direktør Reidar Holmsen. Foredragets titel var: „Har sparerne krav på retsbeskyttelse?“.

Af her i landet kun sjældent benyttede kilder kan nævnes:

Life Insurance Fact Book 1955. Udg. af Institute of Life Insurance, New York.

S. L. Mears: Thoughts on Investments for Insurance Companies. (The Post Magazine and Insurance Monitor nr. 18 og 19/1955).

W. M. Anderson: The Long View of Life Insurance Investment. (Proceedings. American Life Convention 1954).

The Review for 9. september 1955.

Lewis G. Whyte: Principles of Finance and Investment. (Specielt Volume II).

Jahrbuch 1954. Die Deutsche Lebensversicherung. Udg. af Pressestelle des Verbandes der Lebensversicherungsunternehmen.

Ernst Teckenberg: Kapitalanlageprobleme der deutschen Lebensversicherung.

(„Hundert Jahre Victoria Versicherung“).

Günter Grube: Zur Anlagepolitik der deutschen Lebensversicherungsgesellschaften durch Grundbesitz in den Jahren 1913-1940.

(Beiträge zur Privatversicherung, Berlin 1953).

Norsk Forsikringstidende nr. 5/1955.

Norsk Forsikringstidende nr. 11/1955.

Endvidere findes en god litteraturliste i den af „Baltica“ for nylig udgivne pjece.