

Hvordan sikre kommunen best mulig avkastning på sin tjenstepensjonsordning?

Rapport 2011 – 1



FORORD

Actecan har på oppdrag for Pensjonskontoret gjennomført en analyse av om de tre livselskapene KLP, Storebrand og Vital har gjennom finanskrisen har solgt aksjer billig og kjøpt dyrt, og hva som i så fall er årsaken til dette. Det er gitt en illustrasjon på hva en økt avkastning ville kunne betydd for nettopremien til kundene med kommunale pensjonsordninger. Videre er det vurdert om endringer i rammebetingelser eller strategier hos livselskapene eller kundene ville kunne endret investeringsstrategiene og på den måten sikret bedre avkastning over tid.

Analysen bygger på en gjennomgang av historiske data for aktivaallokering, avkastning, kundebuffer, rentegarantipremier, en gjennomgang av relevant regelverk og ulike forslag til endringer i dette regelverket, samt intervjuer med åtte pensjonsinnretninger. Pensjonsinnretningene har fått anledning til å se over dataene som er benyttet i rapporten, men alle data, analyser og beregninger som fremkommer i rapporten står likevel for Actecans regning.

Prosjektteamet har bestått av Sissel Rødevand og Fredrik Haugen. Sissel Rødevand har vært prosjektleder.

Oslo, oktober 2011

Actecan

Innhold

Sammendrag og konklusjoner.....	5
1 Innledning og bakgrunn	7
1.1 Innledning.....	7
1.2 Oppdrag.....	8
1.3 Problemstilling.....	8
1.4 Metode	10
1.4.1 Historisk informasjon	10
1.4.2 Intervjuer.....	11
1.4.3 Regelverk og forslag til regelverksendringer.....	11
1.5 Avgrensninger.....	12
1.6 Begreper og definisjoner	13
2 Pensjonsinnretningenes rammebetingelser	17
2.1 Dagens regelverk	17
2.1.1 Inndeling av forvaltningskapital	17
2.1.2 Regler om beregningsrente og minimumsavkastning	19
2.1.3 Tilleggsavsetninger.....	20
2.1.4 Kursreguleringsfond	21
2.1.5 Pris for renterisiko.....	21
2.1.6 Årlig tildeling av avkastningsoverskudd	21
2.1.7 Ikke tilstrekkelig overskudd.....	23
2.1.8 Rammer for kapitalforvaltning og grense for aksjeinvestering.....	23
2.1.9 Kapitalkrav.....	24
2.2 Historiske endringer i regelverket	24
2.2.1 Forsikringsvirksomhetsloven.....	24
2.2.2 Maksimal beregningsrente.....	27
2.2.3 Tilleggsavsetninger.....	28
2.2.4 Kapitalforvaltning og plassering i aksjer.....	28
2.2.5 Kapitaldekning og solvensmarginkrav.....	29
2.3 Forslag til endringer i regelverket	29

2.3.1	Solvens II.....	30
2.3.2	Banklovkomisjonens arbeid	31
2.3.3	Innspill fra Finanskriseutvalget.....	32
2.3.4	Innspill fra Finanstilsynet	33
2.3.5	Innspill fra NPF, NHO og LO.....	36
2.3.6	Innspill fra FNO.....	37
2.3.7	Flerårig rentegaranti	39
3	Historiske nøkkeltall.....	41
3.1	Et urolig tiår i finansmarkedene	41
3.2	Pensjonsinnretningenes kapitalavkastning 2000–2010	43
3.3	Pensjonsinnretningenes investeringer i aksjer.....	48
3.4	Utvikling i kundebuffer	50
3.4.1	Tilleggsavsetninger	52
3.4.2	Kursreguleringsfond	53
3.5	Overskuddsdeling og rentegarantipremie.....	54
4	Har pensjonsinnretningene kjøpt aksjer dyrt og solgt aksjer billig?	57
5	Faktorer som påvirker pensjonsinnretningenes aksjeinvesteringer	62
5.1	Markedsforhold for investeringer	62
5.1.1	Utviklingen i verdipapirmarkedene.....	62
5.1.2	Tilgjengelige verdipapirer.....	63
5.1.3	Konkurransen mellom pensjonsinnretningene.....	63
5.2	Kundenes ønsker og behov	64
5.3	Selskapenes rammebetingelser og strategi.....	65
5.3.1	Eierskapsmodell	65
5.3.2	Pensjonsinnretningenes investeringsstrategi	68
5.3.3	Bufferkapital.....	73
5.3.4	Rentegaranti.....	76
5.3.5	Overskuddsdeling og rentegarantipremie	79
5.3.6	Mulige konsekvenser av Solvens II.....	80
6	Kvantifisering av det økonomiske tapet for kommuner og fylkeskommuner	81

6.1.1	Kommunenenes brutto forfalte premie.....	81
6.1.2	Avkastning.....	82
6.1.3	Sammenlikning av livselskaper og pensjonskasser	82
6.1.4	Utfordringer knyttet til å kvantifisere et potensielt tap	84
6.1.5	Illustrasjon av potensielt tap.....	85
6.1.6	Oppsummering.....	89
7	Hvordan sikre kommunene best mulig avkastning over tid	90
7.1	Hva er «best mulig avkastning».....	90
7.1.1	Oppsummering.....	91
7.2	Endringer i rammebetingelsene	91
7.2.1	Forslag til endringer	91
7.2.2	Økte buffermuligheter	92
7.2.3	Flerårige rentegarantier	99
7.2.4	Lavere rentegaranti i pensjonsordningene	101
7.2.5	Mulige effekter av Solvens II	102
7.2.6	Oppsummering.....	104
7.3	Endringer i pensjonsinnretningenes buffer- og investeringsstrategi.....	105
7.3.1	Størrelsen på bufferkapital	106
7.3.2	Beregningsrente	107
7.3.3	Oppsummering.....	108
7.4	Kundetilpasninger.....	108
7.4.1	Produkt med investeringsvalg.....	109
7.4.2	Lavere avkastningsgaranti.....	109
7.4.3	Avsetninger til tilleggsavsetninger	109
7.4.4	Oppsummering.....	110
	Referanser	111

Sammendrag og konklusjoner

I denne rapporten er følgende spørsmål utredet på oppdrag fra Pensjonskontoret:

- Sett på bakgrunn av de tre livselskapenes (KLP, Storebrand og Vital) finansforvaltning gjennom finanskrisen: Er det faktisk slik at selskapene kjøper aksjer dyrt og selger billig?
- Om det er slik, skyldes dette rentegarantien, eller andre forhold? Er det mulig å kvantifisere hva det økonomiske tapet for kommuner og fylkeskommuner er?
- Vil overgang til flerårige rentegarantier eller andre endringer kunne løse/avhjelpe problemet og sikre kundene en best mulig absolutt avkastning over tid?

Bakgrunnen for forespørselen er nærmere beskrevet i kapittel 1.

Livselskapene «kjøper aksjer dyrt og selger billig»

I rapporten konkluderes det ut fra analyser og intervjuer med at de tre livselskapene i stor grad kan sies å ha solgt aksjer når det er lave aksjekurser og at de har kjøpt aksjer når de er på vei oppover gjennom finanskrisen. Det vil si at selskapene «kjøper dyrt og selger billig». Dette er imidlertid et resultat av en underliggende investeringsstrategi som ligger fast også ved kraftige fall i markedene.

Kvantifisering av et økonomisk tap

Det forutsettes ofte at økt aksjeandel kan gi høyere forventet avkastning over tid, men at den vil være mer volatil (svinge mer). Ut fra oppdraget antas det da at lave aksje-investeringer gir lavere avkastning over tid.

For å gi en illustrasjon som kan vise hvor mye lavere netto innbetalt premie til kommunale pensjonsordninger kunne vært dersom ordningene hadde fått tilført midler ut fra en annen og høyere avkastning, er det foretatt sammenligninger av gjennomsnittlig avkastning i KLP, Storebrand og Vital med to (private) pensjonskasser med høy gjennomsnittlig avkastning.

Sammenligningene viser at økt avkastning kunne utgjort mellom 2,5 og 7 milliarder kroner over 10 år. Denne økte avkastningen ville imidlertid krevd lavere beregningsrente ved premieberegningen, noe som ville ført til høyere premieinnbetalinger enn det som har vært tilfelle. I tillegg viser analysene at den investeringsstrategien som er benyttet av de to pensjonskassene krever langt større bufferavsetninger og lavere rentegaranti på de forsikringstekniske avsetningene enn det livselskapene og kundene i livselskapene har. Skulle livselskapene hatt tilsvarende investeringsstrategi som de to pensjonskassene har hatt, samtidig som de ikke utsatte egenkapitalen for ytterligere risiko, ville kundebufferne måttet være betydelig høyere, og det ville måtte foretas en oppreservering av de forsikringstekniske avsetningene. Denne oppreserveringen måtte ha blitt dekket enten av innbetalinger fra kundene, eller ved at kundene i en periode hadde fått tilført mindre av overskuddet til premiefond.

Ut fra analysene i rapporten kan det derfor ikke uten videre konkluderes med at de totale og reelle utgiftene for kommunale og fylkeskommunale pensjonsordninger kunne vært mindre med en annen investeringsstrategi.

Mulige endringer

Det er ikke mulig å komme unna rentegarantien i forsikringsordningene så lenge en pensjonsytelse skal garanteres, som i kommunale pensjonsordninger. Dersom det forutsettes at økte aksjeinvesteringer forventes å gi høyre forventet avkastning over tid, er det likevel interessant å studere om det kan foretas endringer i rammebetingelsene eller andre endringer som kan gi livselskapene økt risikokapasitet og dermed insentiver til økt aksjeandel.

Ut fra drøftelsene i kapittel 7 er det klart at økte buffere (først og fremst tilleggsavsetninger), økte muligheter til å øke og bruke buffere, samt lavere beregningsrente, er av de tiltakene som vil ha mest effekt i forhold til å øke livselskapenes risikokapasitet. Her kan kommunene og fylkeskommunene også etterspørre produkter som kan være spesielt tilegnet kommunale pensjonsordninger.

Det er imidlertid ikke gitt hvordan livselskapene vil forholde seg til den økte risikokapasiteten de kunne fått ved økte buffermuligheter og/eller ved å benytte lavere beregningsrente.

Det er ut fra drøftelsene i kapittel 7 ikke gitt at flerårige rentegarantier, eller sluttgaranti som det ofte kalles, vil være et velegnet produkt for kommunale pensjonsordninger i forhold til å oppnå lavere totale kostnader.

Solvens II

Nye kapitalkrav for forsikring blir innført når EUs Solvens II-direktiv skal implementeres i Norge. Foreløpige analyser tilsier at kapitalkravet vil øke sterkt og utfordre dagens regelverk blant annet med hensyn til krav til tilstrekkelig bufferkapital. Også manglende investeringsmuligheter som kan tilpasses de langsiktige pensjonsforpliktelsene som ligger i ytelsesbaserte tjenestepensjonsordninger vil bli en utfordring. Innholdet i det endelige regelverket som vil bli gjort gjeldende for Norge er imidlertid ennå ikke på plass.

Banklovkommisjonen

Det pågår et arbeid i Banklovkommisjonen med å vurdere hvordan pensjonsproduktene i privat sektor, eventuelt forsikringsvirksomhetsloven, kan tilpasses pensjonsreformen og Solvens II.

I den grad dette arbeidet ender opp i endringer i rammebetingelsene for forsikringsvirksomhet, vil disse endringene kunne bli utslagsgivende også for rammebetingelsene for kommunale pensjonsordninger.

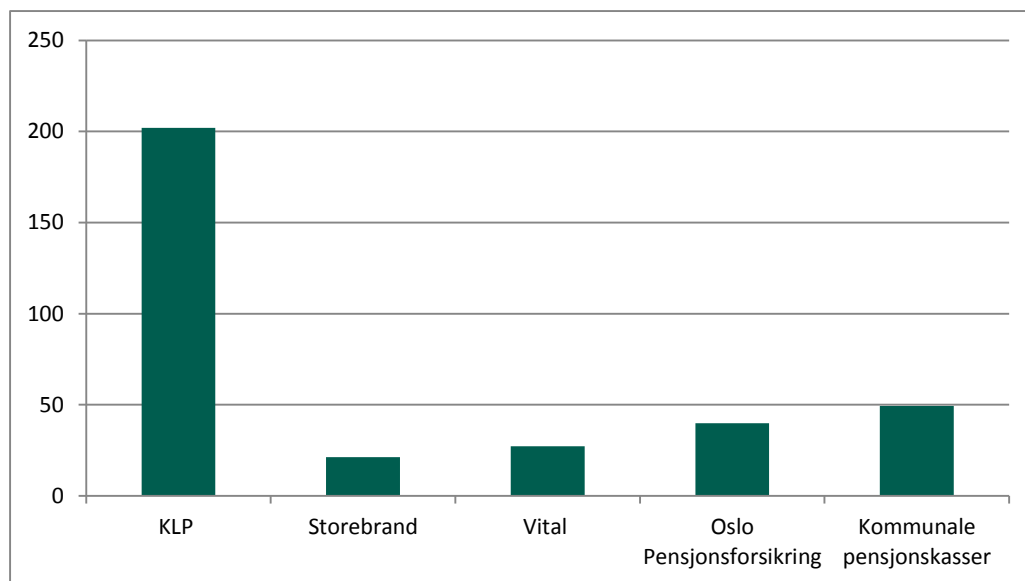
1 Innledning og bakgrunn

1.1 Innledning

I denne rapporten drøftes ulike spørsmål knyttet til kapitalforvaltning i kommunale tjenstepensjonsordninger. Kommuner og fylkeskommuner kan velge mellom å ha pensjonsordningen i et livsforsikringselskap eller å ha egen pensjonskasse. Det er fire livsforsikringselskaper som tilbyr kommunal tjenstepensjon i dag; Kommunal Landspensjonskasse (KLP), Vital Forsikring ASA (Vital), Storebrand Livsforsikring AS (Storebrand) og Oslo Pensjonsforsikring. De fire selskapene er organisert som henholdsvis gjensidig selskap (KLP) og aksjeselskap (Vital, Storebrand og Oslo Pensjonsforsikring). KLP har den klart største markedsandelen av disse selskapene. I henhold til Pensjonskasseforeningens årbok 2010 finnes det også 31 kommunale pensjonskasser.

Figur 1 viser hvor store avsetninger til forsikringsforpliktelser de fire livselskapene og de kommunale pensjonskassene hadde pr. 31.12.2009.

Figur 1 Avsetninger til forsikringsforpliktelser i kommunale ordninger



Forutsetninger: Milliarder kroner, 2009.

Kilde: Finansnæringens fellesorganisasjon og Pensjonskasseforeningen

Kommunale tjenstepensjonsordninger er regulert dels gjennom i Hovedtariffavtalen i kommunal sektor, dels gjennom virksomhetsreglene som gjelder for pensjonsinnretningene.

Hovedtariffavtalen (med «Vedtekter for tjenstepensjonsordning») inneholder først og fremst regler om medlemskap og beregning av pensjon, men den inneholder også regler om premiebetaling, herunder hvilke deler av premien som skal utjevnes mellom arbeidsgivere innenfor samme pensjonsordning.

Forsikringsvirksomhetsloven med forskrifter fastsetter rammene for livselskapenes og pensjonskassenes virksomhet. Loven fastsetter blant annet hvilke forpliktelser pensjonsinnretningene har overfor kundene, og regler for forvaltning av kapitalen som er tilknyttet pensjonsordningene.

1.2 Oppdrag

Pensjonskontoret ba i en forespørsel av 10. mai 2011 om tilbud på en utredning som skulle drøfte ulike spørsmål knyttet til livsforsikringsselskapenes forvaltning av kapital tilknyttet kommunale og fylkeskommunale tjenstepensjonsordninger.

I forespørselen spesifiserte Pensjonskontoret at de med utgangspunkt i gjeldende regelverk ønsket å få utredet følgende spørsmål:

1. Sett på bakgrunn av de tre livselskapenes (KLP, Storebrand og Vital) finansforvaltning gjennom finanskrisen er det faktisk slik at selskapene kjøper dyrt og selger billig?
2. Om det er slik, skyldes dette rentegarantien eller andre forhold? Er det mulig å kvantifisere hva det økonomiske tapet for kommuner og fylkeskommuner er?
3. Vil overgang til flerårig rentegaranti eller andre endringer kunne løse/avhjelpe problemet og sikre kundene en best mulig absolutt avkastning over tid?

1.3 Problemstilling

Gjeldende regler for inndeling av forvaltningskapitalen i livsforsikringsselskapene innebærer at kapitalen etter nærmere regler skal deles mellom kollektivporteføljen, investeringsvalgporteføljen og selskapsporteføljen. De fleste kommunale tjenstepensjonsordninger som er i et livselskap inngår i selskapets kollektivportefølje. Enkelte kommuner har valgt en såkalt særskilt investeringsvalgportefølje.

Både for tjenstepensjonsordninger i kollektivporteføljen og ved særskilt investeringsvalgportefølje vil det gjelde et krav til minimumsavkastning, også kalt beregningsrente eller rentegaranti. Avkastning ut over rentegarantien vil bli tilført pensjonsordningenes premiefond, med unntak av det som eventuelt settes av i tilleggsavsetninger. På denne måten bidrar avkastningen til å redusere kommunenes innbetalinger til tjenstepensjonsordningen. Pensjonsinnretningenes forvaltning og den avkastning de gjennom denne forvaltningen oppnår på kollektivporteføljen vil derfor være av betydning for kommunenes netto pensjonsutgifter.

Finanstilsynet¹ fastsetter den høyeste tillatte beregningsrente som skal anvendes ved beregning av de forsikringstekniske avsetningene. Dersom pensjonsinnretningene ikke oppnår en avkastning i kollektivporteføljen som er større eller lik beregningsrenten for den enkelte pensjonsordning, må den manglende avkastningen dekkes enten fra tilleggsavsetninger eller, i neste omgang, av selskapenes egenkapital, eventuelt etter tilskudd fra eier dersom det er behov.

Regelverket for pensjonsinnretninger er videre slik at avkastningen skal tildeles kundene hvert år med endelig virkning. Også denne avkastningen får dermed en rentegaranti, siden også premiefond skal tilføres rente ut fra høyeste tillatte beregningsrente. Kravet til minimumsavkastning lik beregningsrenten, gjelder imidlertid ikke tilleggsavsetningene, som bare har krav om 0 prosent avkastning.

Pensjonskontoret stiller i forespørselen av 10.05.2011 spørsmål ved om dagens regelverk medfører at livsforsikringsselskapene får en kortsiktig horisont i sin risikostyring og investeringsstrategi. Hypotesen er at selskapene har en med-syklisk investeringsstrategi som innebærer at de vokter seg ned i aksjer når aksjemarkedene faller, og vokter seg opp i aksjer når aksjemarkedene stiger. Pensjonskontoret ønsker å få vurdert hva pensjonsinnretningenes investeringsstrategi kan bety for kommunenes avkastning og dermed for deres netto utgifter til tjenstepensjon.

Finanstilsynet sendte 08.03.2011 et brev til Finansdepartementet hvor tilsynet vurderer mulige endringer i virksomhetsreglene for norske livselskap, særlig i lys av det kommende nye solvensregelverket. Departementet har oversendt brevet til Banklovkommisjonen for videre behandling. Bakgrunnen for Finanstilsynets utspill er konsekvensberegninger ut fra Solvens II-regelverket og Finanstilsynets stresstester på bakgrunn av 2010-resultatene. Disse beregningene viser at flere av de norske livselskapene i dag ikke har tilstrekkelig bufferkapital til å møte kravene som Solvens II vil medføre. Tilsynet mener derfor det er behov for tiltak som gjør det mulig å bygge opp større buffere, og som gjør det attraktivt for selskapene og deres kunder å bygge opp slike buffere de nærmeste to årene før Solvens II skal innføres.

Forholdene som omtales av Finanstilsynet viser at når Solvens II-direktivet skal implementeres i det norske regelverket, vil det gi helt nye utfordringer blant annet knyttet til håndtering av rentegaranti og årlig overskuddstildeling. Finanstilsynet har fulgt opp med nytt brev til departementet 12.08.2011 der de har laget et høringsnotat med forslag til endringer i forsikringsvirksomhetsloven i lys av Solvens II. I notatet drøftes ikke tiltakene foreslått tidligere på året, i det disse er tenkt vurdert i Banklovkommisjonen. Finansdepartementet har så langt ikke sendt høringsnotatet på høring eller til Banklovkommisjonen.

¹ Finanstilsynet het Kredittilsynet inntil 21.12.2009. I denne rapporten omtales tilsynet gjennomgående som Finanstilsynet.

Videre har det fra flere ulike hold kommet ulike innspill om behov for endringer i regelverket for livsforsikring for å avhjelpe utfordringene knyttet til krav om årlig tildeling av overskudd med tilhørende rentegaranti på overskuddet. Banklovkommisjonen har blant annet fått oversendt til behandling og/eller vurdering både deler av Finanskriseutvalgets utredning, NOU 2011: 1 Bedre rustet mot finanskriser, og et brev med innspill fra Finansnæringens fellesorganisasjon (FNO²) av 13.04.2011 om endringer i virksomhetsreglene.

1.4 Metode

Analysene i denne rapporten bygger på en gjennomgang av ulike historiske data for seks pensjonsinnretninger, en gjennomgang av relevant regelverk og en gjennomgang av ulike forslag til regelverksendringer. Det er også gjennomført intervjuer med totalt åtte pensjonsinnretninger.

1.4.1 Historisk informasjon

I punkt 3 er det sammenstilt historisk informasjon om aksjeandeler, avkastning, bufferkapital, gjennomsnittlig rentegaranti, utbytte/rentegarantipremier og eierstruktur. Det er innhentet data for KLP, Storebrand, Vital, Silver, MP Pensjon PK og Norsk Hydros Pensjonskasse for årene 2000 til 2010. Av disse er det kun KLP, Storebrand og Vital som tilbyr og har tjenstepensjonsordninger knyttet til kommunale ordninger (se punkt 1.6 for definisjon av kommunal ordning). At Silver og de to pensjonskassene også inngår i analysen skyldes behovet for å få vurdert livselskapenes avkastning og strategi opp mot andre pensjonsinnretninger med annen investeringsstrategi.

Silver er et livselskap som utelukkende forvalter fripoliser og pensjonskapitalbevis utgått fra private tjenstepensjonsordninger. Silver er med i analysene i denne rapporten fordi selskapet markedsfører seg med at det har en annen investeringsstrategi enn andre livselskaper ved at det plasserer en større del av forsikringsmidlene i aksjer. Silver har imidlertid en kort historikk, i og med at selskapet startet opp først i 2006.

MP Pensjon PK er en pensjonskasse som forvalter TINE-gruppens pensjonsordning for dets ansatte og pensjonister og tilknyttet virksomhet. Norsk Hydros Pensjonskasse forvalter pensjonsordningen for ansatte i Norsk Hydro. Både MP Pensjon PK og Norsk Hydros Pensjonskasse er med andre ord pensjonsinnretninger for private foretak. Grunnen til at disse to pensjonskassene er med i analysene i denne rapporten, er at dette er store pensjonskasser som er kjent for å ha hatt en høy gjennomsnittlig avkastning over tid og en annen investeringsstrategi enn livselskapene. Blant annet har de hatt vesentlig høyere aksjeandeler. Disse to pensjonskassene representerer et ytterpunkt som blant annet kan

² Finansnæringens fellesorganisasjon (FNO) het Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) frem til 01.01.2011. I denne rapporten brukes gjennomgående forkortelsen FNO.

bidra til å illustrere hva som ville blitt utfallet om kommunenes pensjonsinnretninger historisk hadde plassert en vesentlig større andel av pensjonsmidlene i aksjer.

Det er innhentet data fra perioden 2000 til og med 2010. Data er hentet fra:

- årsrapporter, kvartalsrapporter og analytikerpresentasjoner fra pensjonsinstitusjonene
- FNOs statistikk «Markedsandeler – endelige tall og regnskapsstatistikk»
- Finansielt utsyn m.m. fra Finanstilsynet

1.4.2 Intervjuer

Det er gjennomført intervjuer med sentrale personer hos de seks pensjonsinnretningene det er samlet inn data for; KLP, Storebrand, Vital, Silver, MP Pensjon PK og Norsk Hydros Pensjonskasse. I tillegg er sentrale personer hos Oslo Pensjonsforsikring og Akershus fylkeskommunale pensjonskasse intervjuet.

Intervjuene har hatt tre hovedmål. For det første har pensjonsinnretningene fått anledning til å kommentere de historiske dataene som er samlet inn, og pensjonsinnretningene har bidratt til å kvalitetssikre tallene som er innhentet.

Intervjuene har dernest bidratt til en bedre innsikt i den enkelte pensjonsinnretnings investeringsstrategi enn det som hadde vært mulig ved kun å ta utgangspunkt i pensjonsinnretningenes årsrapporter. Det er gjennom intervjuene søkt å avdekke hvilke faktorer som ligger til grunn for pensjonsinnretningenes strategier, og om det er særlige forhold som har påvirket eller vil påvirke strategien med hensyn til investering i aksjer.

Det tredje hovedmålet med intervjuene har vært å kartlegge pensjonsinnretningenes syn på om det er forhold knyttet til de regulatoriske rammevilkårene som gjør at innretningene eventuelt ikke kan ha en optimal andel av pensjonsmidlene plassert i aksjer.

1.4.3 Regelverk og forslag til regelverksendringer

En sentral del av prosjektet har bestått i å lage en oversikt over det gjeldende regelverket for livselskaper og pensjonskasser og vurdere i hvilken grad dette regelverket, eventuelt regelverksendringer som har blitt foretatt i perioden som studeres, kan ha påvirket pensjonsinnretningenes investeringsstrategi. I rapporten er en rekke forslag til regulatoriske endringer fra Finanstilsynet, finansnæringen og andre gjennomgått og vurdert ut fra om disse ville kunne føre til endret investeringsstrategi hos pensjonsinnretningene.

Mye av arbeidet med tilpasning av regelverket for livsforsikring til nytt solvensregelverk ligger i øyeblikket til behandling i Banklovkommisjonen. Selv om kommisjonen først og fremst skal vurdere tilpasninger av private pensjonsordninger til pensjonsreformen, vil mulige endringer i regelverket for livsforsikring også mest sannsynlig bli gjort gjeldende for

kommunale ordninger. Rapporten legger derfor særlig lagt vekt på innspill til behandling om dette temaet som er oversendt Banklovkommisjonen fra Finansdepartementet.

1.5 Avgrensninger

Kommunenes utgifter til tjenstepensjon vil avhenge av mange ulike faktorer, herunder:

- avkastning på pensjonsinnretningens forvaltning av pensjonsmidlene
- premien for rentegaranti
- utgifter til administrasjon av pensjonsordningen
- premien for biometrisk risiko og utviklingen i risikofellesskapet kommunens pensjonsordning inngår i
- fortjenesteelementene i premiene
- egenkapitaltilskudd til pensjonsinnretningen, årlig eller i enkelte år

Pensjonsinnretningene plasserer forvaltningskapitalen i ulike typer verdipapirer som aksjer, obligasjoner, eiendom, utlån, mv. Denne rapporten er avgrenset til å vurdere pensjonsinnretningenes historiske investeringsstrategi med hensyn til aksjeinvesteringer.

Pensjonsinnretningenes investeringsstrategi kan ikke vurderes utelukkende ved å se på innretningenes aksjeandeler, siden investeringsstrategiene avhenger av en rekke ulike faktorer. For eksempel påvirkes strategiene også av eierforhold hos pensjonsinnretningen, bufferkapitalsituasjonen og rentegaranti.

Det å ha en diversifisert investeringsportefølje der noen aktiva gir god avkastning når andre gir dårligere avkastning vil kunne være en forutsetning for jevn, og kanskje høy, avkastning. Det å relatere høy avkastning kun til investering i aksjer kan derfor være en snever vurdering av mulighetene til å oppnå god avkastning for et pensjonsprodukt.

I rapporten vurderes avkastningen i KLP, Storebrand og Vital mot Silver og to private pensjonskasser. Det kunne også vært interessant å sammenligne med pensjonskasser eller livselskap i andre land som har sammenlignbare produkter i forhold til deres investeringsstrategi og avkastningshistorikk. Dette har imidlertid ikke ligget innenfor rammen av denne rapporten.

Rapporten er videre avgrenset til å se på utviklingen til og med 31.12.2010. Så langt har 2011 vært et svært urolig år i verdipapirmarkedene både i Norge og verden, men denne situasjonen er altså i liten grad et tema i rapporten.

Når det gjelder vurderinger av endringer i rammebetingelsene legger rapporten særlig vekt på innspill som er oversendt Banklovkommisjonen fra Finansdepartementet.

Rapporten drøfter ikke hvor lett eller vanskelig det vil kunne være å få gjennomført endringene som diskuteres.

Hovedtariffavtalen i kommunal sektor regulerer de kommunale pensjonsordningene ganske detaljert. Det er i denne rapporten ikke lagt opp til en vurdering av hvordan tariffavtalen, herunder reglene om premieutjevning, påvirker pensjonsinnretningenes investeringsstrategi.

Regnskapsreglene for føring av pensjonskostnader for kommuner kan påvirke deres ønsker og behov i forhold til investeringsrisiko. I intervjurunden har det fremkommet at mange kommuner er mer opptatt av kostnadsføringen i regnskapene enn de er opptatt av den årlige likviditeten (det vil si de årlige pensjonspremiene). Samtidig er andre mest opptatt av de årlige nettoutgiftene til pensjonsordningen. I denne rapporten vurderes ikke den eventuelle sammenhengen mellom regnskapsreglene for føring av pensjonsutgifter i kommunen og pensjonsinnretningenes investeringsstrategi.

De internasjonale regnskapsreglene, IFRS, som gjelder for forsikringsselskaper er under stadig revisjon, og det arbeides nå med tilpasninger til Solvens II-regelverket. Denne rapporten tar ikke for seg forskjellene på regnskapsreglene og Solvens II-regnskapet eller hvordan disse regnskapsreglene eventuelt kan påvirke pensjonsinnretningenes investeringsstrategi.

1.6 Begreper og definisjoner

I tabell 1 er det gitt enkelte definisjoner på ulike begreper som benyttes i denne rapporten. Forhold som ikke angår kommunale ordninger er i utgangspunktet ikke tatt inn. Definisjonene kan dermed ikke uten videre benyttes på andre tjenstepensjonsordninger eller for å vurdere andre produkters regelverk. Lov om forsikringsselskaper, pensjonsforetak og deres virksomhet mv. (forsikringsvirksomhetsloven) omtales heretter som forsvl.

Tabell 1 Definisjoner

Aksjer	Det som selskapene til enhver tid har rapportert som aksjer etter forskrift om årsregnskap mm. for forsikringsselskaper.
Beregningsrente	Den rentesats som skal benyttes ved beregning av minstekravene til kapitalverdiene (forsvl. § 9-16) og ved beregning av premie, jf. forsvl. § 9-16 med forskrift.
Biometrisk risiko	Risiko knyttet til liv og helse.
Bonusfond	<i>Før ny 1989:</i> Avkastning og annet overskudd ble tilført fondet, og ble benyttet til årlig oppregulering av pensjon under utbetaling. Fondet var ikke kundefordelt.
Bufferkapital	Kapitalelementer utover lovpålagte soliditets- og sikkerhetskrav og består av overskytende kjernekapital (kjernekapitalmargin), tilleggsavsetninger begrenset oppad til årets renteforpliktelse, (delårsresultat), kursreguleringsfond og risikoutjevningfond, og er definert av Finanstilsynet.
Flytteverdi	<i>For kommunale kontrakter uten investeringsvalg:</i> Premiereserve, tilleggsavsetninger, kursreguleringsfond (innen nærmere avgitte regler) og premiefond. <i>For kontrakter med investeringsvalg:</i> Markedsverdien av investeringsvalgporteføljen ved utløpet av oppsigelsesfristen, jf. forsvl. § 11-7 med forskrift.
Forsikringsmessige avsetninger	Premiereserve, premiefond, tilleggsavsetninger, og eventuelt andre avsetninger, jf. forsvl. § 9-15 med forskrift.
Gjennomsnittrente	Ble beregnet før 2008, og viste avkastningen som ble tilført kundene etter forskrift om mål for livsforsikringsselskapenes kapitalavkastning.
Investeringsvalgportefølje	Portefølje for investeringer for forsikringsmessige avsetninger der kundene velger investeringssammensetningen innenfor visse rammer.
Kapitalavkastning I	Kalles bokført avkastning, og beregnes etter forskrift om beregning av kapitalavkastning i livsforsikringsselskaper mv. <i>Etter 2008:</i> Beregnes kun for kollektivporteføljene, men ellers i hovedsak på samme måte som før 2008. <i>Før 2008:</i> Ble beregnet som selskapets totale finansinntekter dividert med selskapets gjennomsnittlige kapital i løpet av året, etter forskrift om mål for livsforsikringsselskapenes kapitalavkastning.

Kapitalavkastning II	Kalles verdijustert kapitalavkastning, og beregnes etter forskrift om beregning av kapitalavkastning i livsforsikrings-selskaper mv. Blir beregnet som kapitalavkastning I, men med merverdier på finansielle omløpsmidler, dvs. at urealiserte gevinster inngår.
Kapitalavkastning III	<i>Blir ikke beregnet etter 2008</i> <i>Før 2008:</i> Ble beregnet som kapitalavkastning II, men med merverdier på <i>alle</i> eiendeler, også hold-til-forfall-porteføljer.
Kollektivportefølje	Den delen av pensjonsinnretningens kapital som dekker forsikringsmessige avsetninger som ikke har investeringsvalg, jf. forsvl. § 9-7.
Kommunal ordning	Pensjonsordning med ytelsesbasert pensjon i kommuner eller andre foretak med tilsvarende ordning, nærmere definisjon gitt i forsvl. § 10-1.
Kundebuffer	Tilleggsavsetninger og kursreguleringsfond.
Kursreguleringsfond	<i>Etter 2008:</i> Summen av urealiserte gevinster på finansielle omløpsmidler som inngår i kollektivporteføljen, jf. forsvl. § 9-20 med forskrift. <i>Før 2008:</i> Summen av urealiserte gevinster på finansielle omløpsmidler på kapital som ikke er definert som kapital med investeringsvalg.
Pensjonistenes overskuddsfond	Fond for overskudd tilordnet premiereserve knyttet til pensjoner under utbetaling.
Pensjonsinnretning	Livsforsikringsselskap eller pensjonskasse.
Premiefond	Et fond der kommunen kan sette inn midler ut over ett års innbetaling for å ha til senere betaling av premie, samtidig som overskudd på ordningen skal tilføres premiefondet. Reglene i lov om foretakspensjon angir hvordan midler kan tilføres og brukes, samt øvre grense for fondet. Reglene er gjort gjeldende også for kommunale ordninger, jf. forsvl. § 10-12.
Premiereserve	Selskapets avsetninger for fremtidige forpliktelser etter avtalen, for kommunale ordninger angitt i forsvl. § 10-10.
Rentegarantipremie	Premie for avkastningsgaranti regnet ut fra pris for selskapets avkastningsrisiko etter forsvl. § 9-3 med forskrift.

Risikokapasitet	Størrelsen på bufferkapitalen (for livselskapene som regel bare kundebuffer) i forhold til forpliktelsene.
Risikoutjevningfond	Et fond pensjonsinnretningen kan ha for å styrke avsetninger til premiereserve vedrørende risiko knyttet til person. Avsetninger til, og bruk av fondet er angitt i forsvl. §§ 9-10, 9-22 og forskriftens § 5-7.
Sikkerhetsfond	<i>Før 2008:</i> Et fond for å møte upåregnelig tap som følge av forsikringsmessig risiko, unntaksvis kunne det benyttes for å dekke tap på finansaktiva. Sikkerhetsfondet ble opphevet i 2008 og eventuelle midler overført til risikoutjevningfondet.
Supplerende avsetning	Ekstra avsetning selskapet skal ha for tjenstepensjon med investeringsvalg med rentegaranti, jf. forsvl. § 9-18 med forskrift.
Tilleggsavsetninger	En ekstra avsetning som tas fra avkastningsoverskudd enkelte år for å ha en buffer mot svingninger i avkastningen, jf. forsvl. § 9-17 med forskrift.

2 Pensjonsinnretningenes rammebetingelser

Avkastningen for kommunale pensjonsordninger avhenger av hvordan pensjonsinnretningene forvalter pensjonsmidlene. Forvaltningen av pensjonsmidlene påvirkes av rammebetingelsene som til enhver tid gjelder for forvaltningen og for pensjonsinnretningenes øvrige virksomhet. Det er forsikringsvirksomhetsloven med forskrift som styrer det aller meste av pensjonsinnretningenes rammebetingelser.

I dette kapitlet gjennomgås dagens regelverk, historisk utvikling i regelverket og hvilke forslag til endringer i regelverket som for tiden er til vurdering, med vekt på det som berører pensjonsinnretningenes investeringer og avkastning. Forsikringsrisiko i form av biometrisk risiko er i liten grad vurdert eller omtalt. Gjennomgangen vil gi grunnlag for videre vurderinger av regelverket i senere kapitler.

2.1 Dagens regelverk

I oppdraget fra Pensjonskontoret stilles det spørsmål om dagens regelverk med årlig rentegaranti, krav til årlig minimumsavkastning med mer, påvirker pensjonsinnretningenes risikostyring og investeringsstrategi. Som et bakteppe for en diskusjon av denne problemstillingen i de kommende kapitlene, vil dette punktet gi en oversikt over dagens regelverk, med en særlig vekt på forhold som kan ha betydning for pensjonsinnretningenes investeringsstrategi.

2.1.1 Inndeling av forvaltningskapital

For å vurdere forsikringsselskapenes avkastning må det defineres hvilken del av selskapenes forvaltningskapital som skal studeres.

Livselskapenes forvaltningskapital skal etter forsvl. § 9-7 inndeles i forskjellige porteføljer etter hovedtrekk som angitt i tabell 2.

Tabell 2 Oppdeling av pensjonsinnretningenes forvaltningskapital

Portefølje	Hvilken kapital som ligger i porteføljen
Selskapsporteføljen	Selskapets ansvarlig kapital og evt. annen gjeld
Kollektivporteføljen	Forsikringsmessige avsetninger
Investeringsvalgporteføljen	Forsikringsmessige avsetninger for kontrakter med investeringsvalg

Hver av porteføljene kan deles inn i flere underporteføljer. De fleste livselskap har i dag valgt å dele kollektivporteføljen i flere underporteføljer. Når kundene selv kan velge hvilken portefølje de skal være i, kan de velge mellom porteføljer med forskjellig risikoprofil på

investeringene. Hvilken portefølje kunden kan og vil at kontraktens midler skal inngå i, vil avhenge av størrelsen på rentegarantien, størrelsen på tilleggsavsetninger, og hvor høy premie de er villige til å betale for rentegarantien.

De tre livselskapene som leverer kommunal tjenstepensjon til kommuner og fylkeskommuner, KLP, Storebrand og Vital, har underporteføljer som angitt i tabell 3.

Tabell 3 Underporteføljer av kollektivporteføljen

Selskap	Underporteføljer fordelt på avkastningsrisiko
Storebrand	• Kollektiv ytelse ekstra forsiktig • Kollektiv ytelse lav • Kollektiv ytelse standard • Kollektiv ytelse høy • Fripoliser forsiktig • Fripoliser balansert • Fripoliser offensiv • Individual
Vital	• Kollektivportefølje -Forsiktig • Kollektivportefølje - Moderat • Kollektivportefølje - Offensiv • Fripoliser • Individuelle produkter – Gammel overskuddsmodell
KLP	• Balansert portefølje 1 • Balansert portefølje 2 • Offensiv portefølje

Kilde: Selskapenes årsrapporter for 2010

Vital har kommunale ordninger liggende til forvaltning i underporteføljen «Kollektivportefølje – Moderat». I KLP velger kundene forskjellige underporteføljer. I Storebrand har de fleste kommunale ordningene valgt porteføljen «Kollektiv ytelse ekstra forsiktig», og ingen har valgt den mest offensive, «Kollektiv ytelse høy».

I investeringsvalgporteføljen er det i utgangspunktet opp til hver kunde å bestemme sammensetningen av ulike aktiva i porteføljen. Livselskapene har imidlertid visse begrensninger i tilbudet. For eksempel tilbyr selskapene i dag ikke at kunden selv kan velge akkurat hvilke aksjer de skal gå inn i. Det er for øvrig til vurdering i Finansdepartementet hvorvidt et slikt tilbud i det hele tatt ville være lovlig.

Statistikk fra FNO³ pr. 31.12.2010 viser at enkelte kommunale ordninger har valgt investeringsvalg. Dette gjelder én ordning i KLP og 22 ordninger i Storebrand. Selskapene har opplyst

³ Markedsandeler – endelige tall og regnskapsstatistikk pr. 4. kvartal 2010, pr. 01.04.2011

at de fleste av disse ordninger har avtalt garantiperiode på inntil fem år, et produkt som er tillatt etter forsvl. § 10-15 med tilhørende forskrift § 6-1.

Vital har ingen kommunale ordninger med investeringsvalg. I intervjuet med Vital kom det frem at en av årsakene til at kundene ikke ønsker, og Vital ikke tilbyr, dette produktet for kommunale ordninger, er at det ikke er mulig å ha anleggsobligasjoner i investeringsvalgporteføljen.

2.1.2 Regler om beregningsrente og minimumsavkastning

Når pensjonsinnretningene beregner premie for sikring av en pensjon benyttes det forutsetninger om fremtidig avkastning ved at det legges til grunn en viss minste avkastning, såkalt beregningsrente, som også kalles for rentegaranti. Den samme renten ligger til grunn for beregning av forsikringsmessige avsetninger.

Premien og avsetningene for kommunale ordninger vil bli langt høyere dersom renten som benyttes ved beregning av premie og forsikringstekniske avsetninger senkes. Dette skyldes at renten benyttes til å neddiskontere den kapitalen som er nødvendig for å foreta livsvarige utbetalinger av alderspensjon.

For å illustrere størrelsen på hva en endring i beregningsrenten betyr, kan det nevnes at Finanstilsynet i sitt høringsnotat av 25.06.2009 «Maksimal beregningsrente i livsforsikring etter 1. januar 2010» beregnet at det å senke beregningsrenten i kollektiv pensjon (privat og kommunal) fra 3 til 2,5 prosent, vil kunne gi fremtidige økninger i premien på ca. 18 prosent, og det er beregnet på et gjennomsnitt over personer i forskjellige aldre med samme størrelse på pensjonsytelsen. Finanstilsynet har på forespørsel oppgitt at dette tallet kan være nærmere 12-15 prosent for kommunale pensjonsordninger.

Den maksimale grensen for beregningsrenten fastsettes av Finanstilsynet, og skal etter EUs livdirektiv og forsvl. § 9-4 og 9-16 med forskrift ikke overstige 60 prosent av renten på langsiktige statsobligasjoner.

Finanstilsynet har besluttet at maksimal grense for beregningsrente for ny opptjening (det vil si for nye premieinnbetalinger) i kollektiv pensjonsforsikring er 2,5 prosent fra 01.01.2012. I dag er grensen 3 prosent for ny innbetaling.

Historisk har imidlertid beregningsrenten vært oppe i 4 prosent. Det betyr at det kan ligge flere forskjellige beregningsrenter til grunn for beregning av ulike deler av forpliktelsene til en pensjonsordning.

Pensjonsinnretningene kan velge å ha en lavere beregningsrente enn maksimalgrensen, men det er svært få pensjonsinnretninger som har valgt dette.

Pensjonsinnretningene påtar seg en avkastningsrisiko når de benytter en beregningsrente ved beregning av premie for en gitt ytelse. De skal derfor ha en pristariff for pensjonsinnretningens risiko for avkastningsresultatet. Disse pristariffene gir seg gjerne uttrykk i en såkalt premie for rentegaranti. Reglene for dette er angitt i forsvl. § 9-3.

Premien for rentegaranti vil avhenge av blant annet størrelsen på rentegarantien, bufferne som er tilknyttet kontrakten og hvilken investeringsprofil kunden ønsker.

2.1.3 Tilleggsavsetninger

For å sikre sine forpliktelser kan pensjonsinnretningen ved utgangen av det enkelte år foreta tilleggsavsetninger ut over minstekravet til premiereserve. Finanstilsynet kan, når det finner at soliditetshensyn tilsier det, pålegge pensjonsinnretningene å foreta tilleggsavsetninger.

Tilleggsavsetningene er ment som en buffer som kan gjøre det mulig for pensjonsinnretningen å investere i aktiva med en høyere risiko, men også forventet høy avkastning, som aksjer.

Pensjonsinnretningenes tilleggsavsetninger skal være fordelt på de enkelte kontraktene. Tilleggsavsetningene betegnes som kundebuffer, i motsetning til buffere i selskapskapitalen.

Pensjonsinnretningen fastsetter årets tilleggsavsetninger i prosent av premiereserven knyttet til den enkelte kontrakt, jf. forsvl § 9-9 første ledd. Det er gitt i forskrift at pensjonsinnretningene adgang til å bruke en høyere prosentsats for kontrakter med høy beregningsrente eller lave tilleggsavsetninger (opp til tilleggsavsetningene utgjør 2 prosent av premiereserven). Finansdepartementet hadde høsten 2011 på høring et forslag om å øke denne grensen til 3,5 prosent, og det er forventet at endringen trer i kraft med virkning før 2012.

Dersom avkastningen tilordnet en kontrakt i et år ikke er høy nok til å dekke det årlige avsetningskravet som følger av beregningsrenten, kan avsetningskravet oppfylles ved overføring av tilleggsavsetninger tilordnet kontrakten.

Dersom en kontrakt tildeles tilleggsavsetninger slik at samlede tilleggsavsetninger overstiger 12 prosent av premiereserven knyttet til kontrakten, skal det overskytende beløpet tilordnes kontrakten som overskudd. Summen av premiereserve og tilleggsavsetninger knyttet til en kontrakt kan ellers ikke reduseres på annen måte enn ved utbetaling til forsikrede. Dette innebærer at tilleggsavsetningene ikke kan benyttes til å dekke negativ avkastning.

Tilleggsavsetninger inntil ett års rentegaranti inngår i beregning av bufferkapitalen for pensjonsinnretningen.

2.1.4 Kursreguleringsfond

Da regnskapsreglene for forsikringsselskaper ble endret slik at aktiva skulle føres til markedsverdi, ble det samtidig innført et kursreguleringsfond som besto av summen av urealiserte gevinster på aktiva som ble ført til markedsverdi. Kursreguleringsfondet er tildelt kundene, men ikke med endelig virkning. Fondet inngår ikke i den årlige tildelingen av overskudd. Størrelsen på kursreguleringsfondet per 31.12 hvert år blir imidlertid oppgitt i konto-utskriften til kunden.

Ved flytting av en pensjonsordning følger kursreguleringsfondet med og blir omgjort til tilleggsavsetninger tilknyttet ordningen hos den nye pensjonsinnretningen. Pensjonsinnretningen har likevel adgang til å holde tilbake en del av kursreguleringsfondet (inntil to prosent av kontraktens premiereserve).

Kontraktens andel av kursreguleringsfondet skal ikke overføres dersom kontrakten er etablert eller flyttet til en pensjonsinnretning fra en annen pensjonsinnretning mindre enn tolv måneder før flyttetidspunktet.

Kursreguleringsfondet inngår i beregningen av bufferkapital for pensjonsinnretningen, og betegnes gjerne som kundebuffer.

2.1.5 Pris for renterisiko

Samtidig som pensjonsinnretningene garanterer en viss rente, skal de ta seg betalt for risikoen egenkapitalen står knyttet til rentegarantien. Prisen for denne risikoen vil typisk avhenge av (gjennomsnittlig) maksimal beregningsrente i tjenstepensjonsordningen, størrelsen på tilleggsavsetningene for ordningen og investeringsrisikoen.

Det er ikke angitt noen øvre grense i forsikringsvirksomhetsloven eller forskrift for hvor stor prisen for renterisikoen kan være, og det er opp til pensjonsinnretningene å vurdere prisen ut fra risikoen til enhver tid.

2.1.6 Årlig tildeling av avkastningsoverskudd

Det er spesielt for livsforsikring i Norge, i motsetning til andre land, at avkastningsoverskuddet skal tildeles med endelig virkning hvert år. Samtidig kan overskudd benyttes til å avsette til tilleggsavsetninger, og derigjennom bygge et bufferfond. Tilleggsavsetningene har imidlertid en mer begrenset bruksmulighet enn bonusfond i andre land.

Etter forsikringsvirksomhetsloven skal avkastningen (eventuelt etter avsetning til tilleggsavsetninger) hvert år tilføres etter følgende regler:

- avkastningen på selskapsporteføljen skal tilføres selskapsporteføljen direkte
- avkastning på kollektivporteføljen skal tilføres kundene
- avkastning på investeringsvalgporteføljen skal tilføres kundene

Kollektivporteføljen

Avkastning som skal tilføres kundene i kollektivporteføljen fordeles ut fra hvilken underportefølje midlene er i. Først tilføres de forsikringsmessige avsetningene i henhold til den garanterte renten. Derneft foretas det tilleggsavsetninger dersom pensjonsinnretningen beslutter dette. Avkastning ut over dette blir for kommunale ordninger tilført kundens premiefond, med mindre noe blir benyttet til regulering av pensjoner under utbetaling eller oppsatte pensjonsrettigheter til fratrådte arbeidstakere dersom disse ikke blir regulert i samsvar med årlig endring av grunnbeløpet i folketrygden.

Midler på premiefond skal tilføres samme rente som den som gjelder for kontrakten, jf. rundskriv 42/93 fra Finanstilsynet. Det forutsettes at renten i dag kan settes til samme rente som gjelder for ny opptjening.

Midler som er tildelt kontrakten kan ikke senere trekkes tilbake. Overskuddet tildeles dermed med endelig virkning.

I tillegg skal kontrakten få tilført overskudd på risikoresultat. Pensjonsinnretningen kan holde tilbake inntil halvparten av årets risikoresultat til avsetning i risikoutjevningfondet. Videre kan pensjonsinnretningen i helt spesielle tilfeller og med samtykke fra Finanstilsynet, holde tilbake hele eller deler av overskuddet for nødvendig styrking av premiereserven, jf. forsvl. § 9-11 og § 9-25.

Investeringsvalgporteføljen

Avkastningen i investeringsvalgporteføljen tilføres premiefondet, jf. forsvl. § 10-15.

Som nevnt i punkt 2.1.1. er det flere kommunale ordninger som i dag har investeringsvalg. Også for pensjonsordninger med investeringsvalg benyttes det en beregningsrente, og denne renten må hvert år tilføres ordningen.

Flerårig avkastningsgaranti

Dersom kontrakten har investeringsvalg er det etter forskrift til forsvl. § 6-1 tillatt at pensjonsinnretningen garanterer avkastningen av investeringsvalgporteføljen over et bestemt antall år, maksimalt fem år. Som nevnt i punkt 2.1.1 er det flere kommunale tjenestepensjonsordninger som har valgt modellen med inntil fem års rentegaranti.

Avkastningsoverskudd på en ordning med flerårig avkastningsgaranti skal avsettes som bufferavsetning for pensjonsordningen. Overstiger bufferavsetningene en avtalt øvre grense, skal det overskytende beløp regnes som overskudd og tilbakeføres til premiefondet.

2.1.7 Ikke tilstrekkelig overskudd

Dersom avkastningen ett år er lavere enn den garanterte renten kan pensjonsinnretningen benytte tilleggsavsetningene på kontrakten for å fylle opp manglende avkastning ned til 0 prosent.

Kollektivporteføljen

For kollektivporteføljen gjelder reglene gitt over dersom avkastningen et år er lavere enn den garanterte renten.

Investeringsvalgporteføljen

Dersom avkastningen på investeringsvalgporteføljen i en regnskapsperiode ikke er så stor som forutsatt i beregningsgrunnlaget for pensjonsordningen, skal differansen kreves dekket ved overføring fra premiefondet eller tilskudd fra forsikringstakeren. Pensjonsinnretningen svarer overfor de forsikrede for at differansen blir dekket.

Er det knyttet avkastningsgaranti til en investeringsvalgportefølje, skal garantert avkastning som ikke dekkes av oppnådd avkastning, dekkes av en såkalt supplerende avsetning eller av selskapet. Tilsvarende gjelder tilordning av avkastning på midler i premiefond som forvaltes i særskilt investeringsvalgportefølje.

Flerårig avkastningsgaranti

Er avkastningen på investeringsvalgporteføljen i et regnskapsår ikke så stor som forutsatt i beregningsgrunnlaget for pensjonsordningen, og kan differansen ikke dekkes etter reglene om tilleggsavsetninger, skal pensjonsinnretningen straks sørge for at manglende premiereserve blir dekket ved overføring fra bufferavsetningen eller, om nødvendig, fra premiefondet knyttet til pensjonsordningen.

Udekket rest skal dekkes ved tilskudd fra foretaket, eller i tilfelle belastes pensjonsinnretningen.

Er bufferavsetningene mindre enn en avtalt nedre grense, skal kunden etter krav fra pensjonsinnretningen dekke det manglende beløp ved særskilt tilskudd til premiefondet eller bufferavsetningen, eller stille tilsvarende sikkerhet som innretningen godtar.

2.1.8 Rammer for kapitalforvaltning og grense for aksjeinvestering

Forskrift om kapitalforvaltning angir såkalte kvantitative krav til investeringene, dvs. at den angir hvor mye av midlene som kan plasseres i ulike aktivaklasser. Forskriften er dermed styrende for muligheter og begrensninger i kapitalforvaltningen hos pensjonsinnretningene.

Det er i dag ingen begrensninger på hvor mye av de forsikringsmessige avsetningene som kan plasseres i aksjer.

2.1.9 Kapitalkrav

Norske livselskap er i dag underlagt to krav til kapitaldekning:

- krav til ansvarlig kapital
- krav etter Solvens I-regelverket

Krav til ansvarlig kapital følger i hovedsak samme regler som banker, og hovedregelen er at et forsikringsselskap skal ha en kapitaldekning (egenkapital) som til enhver tid utgjør minst 8 prosent av selskapets aktiva og selskapets forpliktelser utenfor balansen, beregnet etter prinsipper for risikoveiing (forsvl. § 6-4 med forskrift). I rundskriv 3/2011 angir Finanstilsynet at minste egenkapital er 25,4 millioner kroner per 31.12.2010.

Krav til solvensmargin etter Solvens I-regelverket er regulert i EUs livdirektiv og i forskrift til forsvl. § 6-4 med forskrift. Solvensmarginen beregnes ut fra nærmere definerte resultater av beregninger av forsikringsfond (forsikringsmessige avsetninger), udekket risiko (forsikringsrisiko), bruttopremie og bruttoerstatninger.

Etter rundskriv 4/2010 fra Finanstilsynet er absolutt minstekrav til solvensmargin for norske livselskaper 3,5 millioner euro.

Forskriften til forsikringsvirksomhetsloven angir hvilken kapital som kan defineres som solvensmarginkapital.

2.2 Historiske endringer i regelverket

For å vurdere hvilke endringer som kan være hensiktsmessige og mulige for å eventuelt oppnå høyere avkastning på pensjonsmidlene, er det være nyttig å ha en oversikt over noen av de viktigste historiske endringene i regelverket for livsforsikring. På den måten kan nye tiltak vurderes i lys av tidligere erfaringer.

Utgangspunktet for gjennomgangen i dette punktet er historiske endringer som er sentrale for problemstillingene som behandles i denne rapporten. Gjennomgangen er ikke ment å gi en utførlig beskrivelse av alle historiske endringer i regelverket for forsikringsvirksomhet.

2.2.1 Forsikringsvirksomhetsloven

I tabell 4 er det gitt en liten oversikt over vesentlige endringer i loven som er nærmere omtalt nedenfor.

Tabell 4 Vesentlige endringer i forsikringsvirksomhetsloven

År	Endring
1989	Ny forsvl. i kraft, med innføring av flytterett, årlig tildeling av overskudd, opphør av bonusfond, m.m.
1993	Soliditetstiltak innført
2006	Ny forsvl. vedtatt, kapittel 7 og 9 trådte ikke i kraft
2008	Ny forsvl. i kraft med innføring av kollektivportefølje og underporteføljer, prising av rentegaranti, m.m.

Forsikringsvirksomhetsloven av 1989

Med ny forsikringsvirksomhetslov som trådte i kraft i 1989 ble det lagt til grunn helt nye regler for forsikringsvirksomhet i Norge, som til dels avvek sterkt fra tidligere regelverk og dagjeldende og eksisterende regelverk i andre land. Før 1989 gjaldt blant annet følgende regelverk:

- premiereserven skulle alltid være tilstrekkelig ut fra rentegarantien (innebærer indirekte en årlig rentegaranti)
- det var ikke lovfestet flytterett på pensjonsmidlene
- pensjonsinnretningene hadde blant annet bonusfond
- overskuddet gikk hvert år til bonusfond eller andre felles fond

Dette regelverket er i stor grad identisk med det regelverket som til nå har vært rådende for forsikringsselskaper i Europa. Noen av de viktigste endringene med den nye loven som kom i 1989 var:

- innføring av flytterett
- oppløsning av bonusfond og enkelte andre felles fond
- krav om årlig tildeling av overskudd og rentegaranti på overskuddet
- krav om årlig kontoutskrift til forsikringstakere der også tilført overskudd skal framgå
- egenkapitalkrav som i banker (i tillegg til solvenskrav)
- eier kunne ikke ta ut mer enn 35 prosent av overskuddet

Disse endringene førte til at virksomhetsreglene for livsforsikringsselskap ble vesentlig forskjellig fra regelverket i andre land. I de senere årene har flere land innført en slags flytterett, men ikke så omfattende som det som gjelder i Norge

Pensjonskasser har vært omfattet av forsvl. eller tilsvarende regler siden 1993. Visse forskjeller og muligheter for opptrappingsperioder (for kommunale pensjonskasser) for å få på plass tilstrekkelig kapital har likevel ført til at regelverket kan ha fungert forskjellig for pensjonskasser og livselskap. Bakgrunnen for at også pensjonskassene har vært omfattet av forsvl. har blant annet vært at pensjonskassene har hatt samme type forpliktelser som livselskapene. I de landene hvor pensjonskassene har andre krav og rammebetingelser enn

livselskapene skyldes dette som regel at foretaket eller de som har opprettet pensjonskassen står et sekundært ansvar for forpliktelsene.

De fleste livselskapene endret eierstruktur fra gjensidige selskaper til aksjeselskap ved overgangen til ny lov. KLP er det eneste norske livselskapet i dag som er et gjensidig selskap.

Oppløsningen av bonusfondet og årlig tildeling av overskudd med påfølgende rentekrav på tildelt overskudd gjør at livselskapene må ha en annen kapitalforvaltning enn om bonusfondet og «gammel» håndtering av overskudd fremdeles hadde eksistert. Å drive livsforsikringsvirksomhet med både korte og lange rentegarantier etter den nye loven har vist seg vanskelig, og både forsikringsbransjen og Finanstilsynet har påpekt behovet for endringer etter innføringen av loven.

Soliditetstiltakene i 1993

I 1993 gjennomførte myndighetene soliditetstiltak for forsikring. Tiltakene kom på plass som følge av at myndighetene mente at forsikringsselskapenes avkastning ville bli høy i 1993, samtidig som det var svært usikkert om rentenivået kunne holde seg på lenger sikt. Soliditetstiltakene innebar:

- Det ble innført tilleggsavsetninger (med 0 prosent rentegaranti, fordelt per kontrakt, men likevel solidarisk)
- Aktiva skal verdsettes til markedsverdi i regnskapene. Samtidig ble kursreguleringsfondet innført (kursreserver skal ikke tildeles med endelig virkning)
- Mulighet for å anvende sikkerhetsfondet til tap i kapitalforvaltningen innen visse rammer (tidligere kun ved tap på biometrisk risiko)
- Lov til å endre beregningsrenten i kontraktstiden (for kollektive kontrakter), likevel ikke oftere enn hvert 5. år

Forsikringsvirksomhetsloven av 2008

Virksomhetsreglene for livsforsikring gikk gjennom en ny fundamental endring i 2008. Før disse delene av forsikringsvirksomhetslov trådte i kraft i 2008 hadde både livsforsikringsbransjen og Finanstilsynet ved flere anledninger gitt uttrykk for at det var behov for endringer i regelverket. Livsforsikringsbransjen ønsket blant annet at det ble tillatt å dele opp porteføljen i flere ulike porteføljer slik at kundenes midler kunne forvaltes mer i samsvar med den risiko de innebar for livselskapene ut fra rentegaranti og bufferkapital. Samtidig var det et ønske om å beskytte egenkapitalen bedre mot tap. Endringene som kom med i 2008 var derfor i all hovedsak ønsker fra næringen som ble innfridd.

De viktigste endringene i ny lov om forsikringsvirksomhet var i stikkordsform:

- deling av kapitalen mellom eier og kunde: selskapsportefølje kollektivportefølje og investeringsvalgportefølje
- innføring av premie for rentegaranti for produkter uten overskuddsdeling

- porteføljene kan deles inn etter finansiell risiko
- tap på biometrisk risiko må dekkes av selskapet, mens overskudd på biometrisk risiko skal tilfalle kundene
- tilleggsavsetningene ikke lenger felles buffer, men tilordnet den enkelte kontrakt, øvre grense 12 prosent av premiereserver
- sikkerhetsfondet ble oppløst (kunne inngå i det nyopprettete risikoutjevningsfondet)
- tillatt med produkter med investeringsvalg også for kommuner, herunder produkter med fem års rentegaranti
- beregningsrente og premie kan endres hvert år med fire måneders varslingsfrist

2.2.2 Maksimal beregningsrente

Andre soliditetstiltak som har blitt gjennomført har vært å senke den maksimalt tillatte beregningsrenten. Etter EUs livdirektiv og forsvl. med forskrift skal den maksimalt tillatte beregningsrente være høyst 60 prosent av renten på langsiktige statsobligasjoner. Det er imidlertid ikke gitt om det bare er ny premie, eller også de forsikringsmessige avsetningene som skal ha denne renten. Myndighetene har hatt som prinsipp å ikke endre maksimalgrensen ofte, selv om endringene i renten på langsiktige statsobligasjoner kunne tilsagt nærmest kontinuerlig endring av renten. I tabell 5 vises det når, og for hvilke deler av kontraktene, myndighetene har endret den maksimalt tillatte beregningsrenten.

Tabell 5 Utviklingen i maksimal beregningsrente

År	Maksimal beregningsrente
1989	4 prosent uten adgang til å benytte premierabatt
1994	3 prosent for nye kontrakter, kommunale pensjonskasser anmodet om å benytte 3 prosent for sine eksisterende ordninger
2004	3 prosent for ny opptjening i kollektiv tjenstepensjon
2006	2,75 prosent for nye kontrakter
2011	2,5 prosent for nye kontrakter
2012	2,5 prosent for ny opptjening i kollektiv tjenstepensjon

Renten for ny opptjening angir hvilken renteforutsetning premien for ny opptjening beregnes med.

For kontrakter med mye opptjening før 2004 vil gjennomsnittlig rentegaranti være langt høyere enn for kontrakter med lite eller ingen opptjening før 2004. At ny opptjening i en kontrakt skal skje til en lavere rentegaranti enn tidligere opptjening, fører til at den gjennomsnittlige rentegarantien for kontrakten gradvis senkes.

Premiefond skal ha samme rente som renten som gjelder for ny opptjening. Tilleggsavsetningene har ikke krav om rentegaranti ut over 0 prosent.

2.2.3 Tilleggsavsetninger

I tabell 6 er det gitt en stikkordsmessig oversikt over viktig endringer i reglene for tilleggsavsetninger. Det har i tillegg blitt foretatt enkelte mindre justeringer som ikke er tatt med i denne oversikten.

Tabell 6 Utvikling i regelverket for tilleggsavsetninger

År	Endring
1993	Tilleggsavsetninger innført, avsetningene kunne være opp til 8 prosent av totale premiereserver i selskapet, avsetningene var solidariske
1995	Avklaring om at tilleggsavsetninger ikke kan benyttes til å fylle opp for negativ avkastning
2008	Tilleggsavsetningene ble individualisert og maksimalgrensen satt til 12 prosent av premiereserven for hver kontrakt
2011	Kommer: Økt grense for individuell oppbygging av tilleggsavsetninger (opp fra 2 til 3,5 prosent)

Regelverket gjelder også for pensjonskasser.

At tilleggsavsetningene var solidariske betyr at tilleggsavsetningene for en kontrakt etter strenge regler kunne benyttes til å dekke manglende avkastning på en annen kontrakt. Også etter 2008 foreligger en slik mulighet, men da bare hvis forsikringsselskapet har tapt sin ansvarlige kapital.

2.2.4 Kapitalforvaltning og plassering i aksjer

Kapitalforvaltningsforskriften har tidligere angitt hvor stor andel av forsikringsmessige avsetninger som kunne plasseres i aksjer. Dagens forskrift legger imidlertid ingen begrensning på plasseringer i aksjer. Historisk har det derimot vært lagt ganske sterke begrensninger på adgangen til å plassere i aksjer, se tabell 7.

Tabell 7 Utviklingen i investeringsgrensen for aksjer

År	Maksimal grense i prosent av forsikringsmessige avsetninger
Før 1989	15 prosent i aksjer og eiendom til sammen
1989	12 prosent
1989	20 prosent
1998	35 prosent
2008	Ingen begrensninger

2.2.5 Kapitaldekning og solvensmarginkrav

Finanstilsynet har siden 2001 bedt forsikringsselskapene om å foreta stresstester for å vurdere selskapenes evne til å oppfylle gjeldende soliditetskrav. Siden 2008 har dette vært regulert via forskrift, og det har blitt laget en modul for overordnet styring og kontroll som en forberedelse til de nye europeiske solvensreglene. I tillegg har tilsynet bedt pensjonsinnretningene foreta stresstester i løpet 2011, når verdipapirmarkedene har hatt en sterk negativ utvikling, og de har hatt behov for å få vurdert innretningenes soliditet i løpet av året. Tabell 8 viser en oversikt over utviklingen i regelverket.

Tabell 8 Utviklingen i solvenskrav og stresstester

År	Endringer
1995	Første år kapitalkrav etter Solvens I ble beregnet
2001	Forskrift om oppfølging av markedsrisiko i forsikringsselskaper og pensjonskasser
2008	Forskrift om rapportering av stresstester for forsikringsselskaper og pensjonsforetak
2009	Risikobasert tilsyn: Tilsynsmetodikk ved bruk av moduler
2010	Pensjonskasser skal oppfylle Solvens I-kravene (senest)

Det er vedtatt et nytt solvens-regelverk i EU, Solvens II, som skal tre i kraft i 2013. Dette er nærmere omtalt i punkt 2.3.1.

2.3 Forslag til endringer i regelverket

For å vurdere mulige endringer i regelverket er det, i tillegg til å ha en oversikt over hvilke endringer som har vært gjort i rammebetingelsene for livsforsikring opp gjennom tidene, nødvendig å være klar over hvilke endringsforslag som allerede foreligger og er til behandling.

I dette punktet gis det en oversikt over viktige innspill om endringer i rammebetingelsene som for tiden er til behandling i Finansdepartementet og Banklovkommisjonen. Det tas forbehold om at det kan være gitt andre innspill som ikke fremkommer her, og at fremstillingen ikke er helt utdypende for alle forhold. Punktet omhandler de offisielle innspillene som er gitt til Banklovkommisjonen via Finansdepartementet. I kapittel 7 vurderes det om blant annet de forslagene som er beskrevet her kan bidra til å sikre kommuner og fylkeskommuner best mulig avkastning.

Sentrale deler av regelverket for pensjonsinnretningene har blitt kritisert av forsikringsbransjen mer eller mindre helt siden forsikringsvirksomhetsloven av 1989 trådte i kraft. Denne kritikken har blitt fornyet og forsterket i lys av krisene i 1993-1994, 2001-2002 og 2008 og det planlagte regelverket for Solvens II. Særlig har den årlige tildelingen av overskudd vært gjenstand for diskusjoner. Med Solvens II kommer også utfordringene med den langsiktige rentegarantien som ligger i produktene tydelig frem.

2.3.1 Solvens II

Solvens II-regelverket skal etter planen tre i kraft i 2013. Regelverket skal erstatte dagens solvensmarginkrav, men vil også føre til endringer i andre deler av forsikringslovgivningen. Dette er nærmere omtalt i Finanstilsynets brev til Finansdepartementet av 08.03.2011 og i Finanstilsynets høringsnotat med forslag til gjennomføring av Solvens II i norsk rett av 12.08.2011 som er oversendt Finansdepartementet. I høringsnotatet legger tilsynet opp til at pensjonskasser også vil bli omfattet av Solvens II-regelverket.

Solvens II-regelverket vil føre til en ny måte å drifte forsikringsselskaper på i Norge. Finans-tilsynet vil få en ny rolle der de skal overvåke selskapene. Selskapene får samtidig større frihet innen kapitalforvaltning, premiefastsetting og avsetninger, men blir i større grad enn tidligere ansvarliggjort for sine strategivalg.

Det nye kapitaldekningsregelverket Solvens II er basert på en 3-pilar-struktur som tilsvarer Basel II-regelverket for kredittinstitusjoner og verdipapirforetak:

- pilar 1 omfatter krav til verdivurdering av eiendeler og forsikringstekniske avsetninger, kapital og kapitalkrav
- pilar 2 inneholder regler for risikostyring og internkontroll samt tilsynsmessig kontroll og overvåkning
- pilar 3 skal sikre markedsdisiplin gjennom informasjonsplikt overfor offentligheten og rapporteringsplikt overfor tilsynsmyndighetene

Selve direktivet er vedtatt å skulle tre i kraft 01.01.2013 for forsikringsselskaper og noen år senere for pensjonskasser. Det arbeides imidlertid med overgangsregler som i praksis kan føre til at det ikke blir noen reell implementering før senere. Noe av det som diskuteres i Europa er håndteringen av (langsiktige) rentegarantier innen livsforsikring.

Direktivet er utformet slik at en rekke krav ikke kan fravikes i det enkelte land. Det arbeides fremdeles med såkalte gjennomføringsbestemmelser og utfyllende retningslinjer, og på flere punkter vil det kunne bli muligheter for landene til å fastsette egne bestemmelser.

Et grunnprinsipp i Solvens II er at både aktiva- og passivasiden skal beregnes til såkalte markedsverdier. Pilar 1 angir blant annet hvordan markedsverdi av forsikringstekniske avsetninger skal beregnes i solvensregnskapet. Beregningsmetoden avviker vesentlig fra dagens regelverk for beregning av forsikringsmessige avsetninger, ettersom de forsikringstekniske avsetningene skal beregnes til en såkalt markedsverdi. I dette begrepet ligger det for eksempel en beregning der det ikke benyttes den renten som er garantert overfor kunden, men en relevant risikofri rentekurve som fastsettes likt for alle selskap i Norge ut fra bestemte forutsetninger. Videre skal det tas hensyn til mulig fremtidig overskudd og en rekke andre faktorer.

Kravet til solvenskapital vil reflektere avtalen med kunden og i hvilken grad selskapet kan ta av opparbeidet eller fremtidig overskudd for å dekke manglende premiereserve for garanterte ytelser.

I tider med lav risikofri rente vil dermed beregningen av de forsikringstekniske avsetningene i Solvens II-regnskapet kunne bli langt høyere enn beregningen av forsikringstekniske avsetninger i dag. Avsetningene vil i tillegg bli beregnet ut fra hva kundene har krav på. I tider med høy risikofri rente vil beregningene i Solvens II-regnskapet bli lavere enn hva kundene har krav på. I tider med lav risikofri rente vil beregningen av avsetningene i Solvens II-regnskapet kunne bli langt høyere enn det kunden har krav på. Det må forutsettes at regelverket i fremtiden blir slik at pensjonsinnretningene både må tilfredsstille kapitalkravet etter Solvens II og ha nok avsetninger til å dekke det kundene har krav på.

I punkt 2.3.4 beskrives Finanstilsynets forslag til endringer i regelverket for livsforsikring i lys av de nye bestemmelsene nærmere.

2.3.2 Banklovkommisjonens arbeid

Banklovkommisjonen har fått i oppdrag fra Finansdepartementet å utrede og foreslå endringer i pensjonslovene for å tilpasse disse til endringene som er vedtatt i folketrygden. Arbeidet kunne fremstilles i to utredninger, og den første utredningen var på plass 16.04.2010 med «NOU 2010: 6 Pensjonslovene og folketrygdreformen I».

I det videre arbeidet har Finansdepartementet i tillegg oversendt følgende innspill til Banklovkommisjonen for utredning:

- 11.02.2011: Finanskriseutvalgets forslag på pensjons- og livsforsikringsområdet
- 28.02.2011: Finanstilsynets vurdering av 13.09.2010 «Regelverket for ytelsesbaserte pensjonsordninger med flerårig avkastningsgaranti»
- 25.03.2011: Finanstilsynets utredning av 08.03.2011 «Virksomhetsregler i livsforsikring»
- 28.04.2011: Brev fra FNO 13.04.2011 «Endrede regler for regnskapsåret 2011 for livsforsikring»

Banklovkommisjonen har dermed fått en rolle i å vurdere rammebetingelsene for livsforsikring i lys av det kommende Solvens II-regelverket. De forslagene Banklovkommisjonen kommer med på dette området vil sannsynligvis også bli gjort gjeldende for kommunale pensjonsordninger, siden den del av regelverket som skal vurderes er uavhengig av produkt.

De forskjellige innspillene som er til behandling er omtalt nærmere i punkt 2.3.3, 2.3.4 og punkt 2.3.5.

2.3.3 Innspill fra Finanskriseutvalget

Finansdepartementet har som nevnt i punkt 2.3.2 i brev av 11.02.2011 bedt Banklovkommisjonen om å vurdere finanskriseutvalgets forslag på pensjons- og livsforsikringsområdet (avsnitt 18.4.1-3 i NOU 2011: 1) som en integrert del av det pågående arbeidet med forslag til endringer i lovgivningen om private pensjonsordninger mv.. Disse forslagene vil derfor ikke bli vurdert i arbeidet med høringen på Finanskriseutvalgets rapport.

Finanskriseutvalget har vurdert forslag til endringer innen livsforsikringsområdet. Forslagene går stort sett på vurderinger knyttet til private pensjonsordninger, men også generelle problemer knyttet til rammebetingelsene for pensjonsprodukter med rentegaranti er omtalt:

«Dersom markedsutviklingen fører til dårlig avkastning på den underliggende pensjonskapitalen i ytelsesordninger, kan det føre til at arbeidsgiveren må betale høyere premier til pensjonsleverandøren. Kombinert med at arbeidsgiveren av den samme ytre påvirkningen kanskje er økonomisk presset fra før, kan resultatet bli at flere arbeidstakere mister medlemskapet i sin ytelsesordning (men beholder allerede opptjente rettigheter), f.eks. gjennom lukking eller omdanning til, for arbeidsgiver, mindre kostbare og mer forutsigbare innskuddspensjonsordninger. Som omtalt i kapittel 8, var det en kraftig økning i 2009 i antall ytelsesordninger som gikk til opphør. Forventninger om at den økonomiske eller markedsmessige utviklingen kan føre til at medlemskapet i ytelsesordninger av en eller annen årsak vil opphøre, kan føre til tilpasninger hos husholdningene, f.eks. i form av økt sparing, som kan påvirke økonomien negativt.

Videre kan det stilles spørsmål ved pensjonsleverandørenes incentiver til å forvalte pensjonsmidlene i garanterte, kollektive tjenestepensjonsprodukter på en god og langsiktig måte for kundene. All avkastning ut over rentegarantien tilfaller kunden, mens eventuell manglende avkastning opp til garantien delvis dekkes av leverandørene. Det kan føre til at pensjonsleverandørene tilpasser seg risikonivået over tid slik at egenkapitalen i stor utstrekning skjermes. I tillegg har de aller fleste ytelsesbaserte pensjonsprodukter rentegarantier som honoreres årlig, og som dermed vil måtte innebære en kortsiktig investeringshorisont hos pensjonsleverandørene. For å unngå å måtte kompensere for manglende markedsavkastning kan leverandørene tenkes å endre aktivasammensetningen og realisere posisjoner på uheldige tidspunkt, f.eks. i en urolig markedssituasjon. Under finanskrisen var det etter store tap i aksjemarkedet tydelige tegn til en «flukt» mot tryggere plasseringer, som rentepapirer. For kundene kan dette ha innebåret at de først fikk realisert tap i aksjemarkedet, for så å få midlene investert i rentepapirer med lav avkastning.

Rentegarantier kan føre til at pensjonsleverandørene opptrer medsyklisk i aksjemarkedene, dvs. at de kjøper aksjer når kursene stiger og selger aksjer når kursene faller.

Pensjonsleverandørenes andel av verdien av aksjene på Oslo Børs falt med rundt en tredjedel i 2008, noe som kan reflektere et nedslag av aksjer i livsforsikringsselskapene og pensjonskassene. Fallet i andelen kan også reflektere andre forhold, så som f.eks. et større verdifall på leverandørenes porteføljer enn på aksjer på Oslo Børs generelt.

Dersom norske pensjonsleverandører netto solgte aksjer i 2008, forsterket dette trolig fallet i aksjekursene. Pensjonsleverandørenes lave eierandel på børsen tilsier imidlertid at en eventuell

slik effekt trolig har vært beskjedent, jf. omtale i kapittel 8. Pensjonsleverandørene har de senere årene orientert seg mer mot utenlandske aksjer.

Dersom finanskrisen etterfølges av et langvarig lavt rentenivå, vil det kunne skape store utfordringer for leverandører av garanterte pensjonsprodukter. For produkter der kunden betaler en årlig rentegarantipremie er ikke dette en viktig soliditetsmessig problemstilling, idet lavere avkastning kan veltes over på kundene. Forvaltere av fripoliser kan imidlertid ikke hente inn bidrag fra kundene på denne måten, og er derfor avhengig av å oppnå tilstrekkelig avkastning i markedene for å dekke rentegarantien. Det kan få betydning for pensjonsleverandørenes soliditet på sikt, særlig fordi rentegarantien på fripoliser generelt er høyere enn det som f.eks. gjelder for aktive ytelsespensjonsordninger. Som nevnt i kapittel 8, har pensjonskapital forvaltet i fripoliser med høye rentegarantier økt de senere årene, og vil trolig fortsette å øke i takt med at stadig flere ytelsesbaserte tjenstepensjonsordninger lukkes og omdannes.

Markedsrentene kan falle brått og uventet i perioder med økonomisk og finansiell uro. Om få år skal alle europeiske forsikringsselskaper verdsette, dvs. neddiskontere, sine forpliktelser ut fra markedsrenter, og ikke ut fra en gitt beregningsrente (rentegaranti) som er vanlig i dag. De nye solvensreglene fra EU (Solvens II) vil derfor kunne gjøre utfallet av en eventuell framtidig finanskriser mer usikkert, siden verdsettingen av både aktiva- og passivasiden av livsforsikrings-selskapenes balanser vil kunne svinge.

[...]

Solvens II skal tre i kraft i EU/EØS-området fra 2013. Utfordringene ved den nasjonale gjennomføringen av dette EU-regelverket reiser en rekke sammensatte spørsmål, juridiske som økonomiske, hvorav noen er spesielle for Norge

Utvalget foreslår at det raskt startes opp et arbeid for å gjennomgå regelverket, for å løse de særskilte norske soliditets- og kostnadsutfordringene knyttet til rentegarantien, samt bruk av tileggsavsetninger og andre forhold i så vel kollektive tjenstepensjonsordninger som i fripolisebestanden.

Utvalget understreker at når det gjelder rentegarantienes lengde og andre egenskaper ved pensjonsproduktene, kan det være en rekke modeller som kan være egnet til å løse de ovennevnte utfordringene. Utvalget har ikke vurdert hvilke konkrete endringer som eventuelt bør gjøres i lovreglene på dette området.»

2.3.4 Innspill fra Finanstilsynet

Finanstilsynet har opp gjennom tiden aktivt påpekt behov for endringer, herunder kommet med konkrete forslag om endringer, i gjeldende regelverk. Tilsynet har i sine årsmeldinger, Tilstandsrapporter og Finansielt utsyn fulgt nøye med på livsselskapenes soliditet og utvikling i buffere og investeringer. Tilsynet har gjennom de omtalte rapportene også gitt uttrykk for sin bekymring over rammebetingelsenes påvirkning på selskapenes mulighet for å ta risiko og oppnå høyest mulig avkastning. Tilsynet har i tillegg hatt problemområdene som eget tema i Tilstandsrapporten både i 2003 og 2004.

I «Tilstandsrapport 2006» tar Finanstilsynet opp behovet for et langsiktig obligasjonsmarked i Norge med utgangspunkt i hvilke investeringsmuligheter pensjonsinnretninger vil kunne ha behov for under Solvens II.

Det er tidligere i punkt 2 angitt tre innspill Finanstilsynet har oversendt til Finansdepartementet for vurdering:

- 28.02.2011: Finanstilsynets vurdering av 13.09.2010 «Regelverket for ytelsesbaserte pensjonsordninger med flerårig avkastningsgaranti»
- 25.03.2011: Finanstilsynets utredning av 08.03.2011 «Virksomhetsregler i livsforsikring»
- 12.08.2011: «Gjennomføring av Solvens II – lovforslag»

Når det gjelder Finanstilsynets vurdering av 13.09.2010 om regelverket for ytelsesbaserte pensjonsordninger med flerårig avkastningsgaranti, så mener tilsynet at tilleggsavsetninger må kunne benyttes ved negativ avkastning på dette produktet. Brevet er oversendt Banklovkommisjonen for vurdering.

Også Finanstilsynets utredning av 08.03.2011 «Virksomhetsregler i livsforsikring» av 25.03.2011 er oversendt Banklovkommisjonen for utredning. Finanstilsynets høringsnotat «Gjennomføring av Solvens II – lovforslag» av 12.08.2011 er så langt ikke oversendt Banklovkommisjonen.

Det er gjennomført fem runder med såkalte konsekvensberegninger av forslaget til nytt solvensregelverk i Europa. For de norske livselskapene viser de siste beregningene at kapitalkravet vil bli skjerpet. Tilsynet uttaler om QIS 5 på sin nettside:

«For de 10 deltakende norske livsforsikringsselskapene viser QIS5 en betydelig skjerping av kapitalkravene i forhold til dagens solvensmarginkrav. Samlet kapital under QIS5 utgjør 104 prosent av det samlede solvenskapitalkravet ved utgangen av 2009, mens solvensmarginkapitalen under gjeldende regelverk er 236 prosent av samlet solvensmarginkrav. Solvenskapitalkravet under QIS5 øker kraftig i forhold til gjeldende solvensmarginkrav, mens tellende kapital kun er litt høyere enn gjeldende solvensmarginkrav. Økningen i kapital skyldes at verdien av forsikringstekniske avsetninger i QIS5 er noe lavere enn dagens bokførte avsetninger.

Selskapene har i noen grad benyttet ulike tilnærminger og forutsetninger i QIS5, slik at resultatene ikke nødvendigvis er fullt ut representative. Dette gjelder spesielt verdsettingen av forsikringstekniske avsetninger, hvor kompleksiteten i det foreslåtte regelverket og i beregningsmetodene bidrar til en viss usikkerhet rundt resultatene. Selv om det også må tas høyde for endringer i regelverket og kalibreringen etter QIS5 synes det likevel ikke å være tvil om at Solvens II vil bli krevende for mange norske livsforsikringsselskaper slik virksomheten drives i dag. Tilpasninger i virksomhetsreglene kan dempe effektene, f.eks. ved å legge til rette for økt bufferkapital.»

I sin utredning om «Virksomhetsregler i livsforsikring» av 08.03.2011 gjør Finanstilsynet en rekke vurderinger om risikosituasjonen og mulige endringer i regelverket for forsikringsvirksomhet i lys av nytt solvensregelverk. I punkt 6 heter det blant annet:

«Solvens II-regelverket, som etter planen trer i kraft 1. januar 2013, har aktualisert spørsmålet om virksomhetsreglene for norsk livsforsikring og pensjon, særlig rundt spørsmål knyttet til utformingen av den årlige rentegarantien. Bakgrunnen er at beregningen av kapitalkravene under Solvens II synliggjør den kortsiktige risikoen over en ettårig tidshorisont på en helt annen måte enn under gjeldende kapitalkrav, samtidig som solvenskravene skjerpes betydelig og dermed får potensielt større direkte konsekvenser for selskapenes tilpasninger. Dette kan forsterke det kortsiktige fokuset i selskapenes kapitalforvaltning.

Virkningsstudien for Solvens II (QIS5) og Finanstilsynets stresstest på bakgrunn av 2010-resultatene viser at flere av de norske livsselskapene i dag ikke har tilstrekkelig bufferkapital til å kunne møte de krav som Solvens II vil medføre. Det er derfor behov for tiltak som muliggjør oppbygging av større buffere og som gjør det særlig attraktivt for selskapene og deres kunder å bygge opp slike buffere de nærmeste to årene før Solvens II skal innføres fra og med 2013.

Selskapenes forvaltningsstrategi de senere årene indikerer at de har hatt liten evne til å holde risikable investeringer med høyere forventet avkastning over tid. Hensynet til minimering av risikoen for selskapets egenkapital reflekteres bl.a. i den dynamiske risikostyringen, der selskapene selger seg ned i aksjer ved fall i aksjemarkedene, og til dels ikke får kjøpt seg opp igjen før indeksene har steget vesentlig.

Fra flere hold har det kommet forslag om at norske virksomhetsregler tilpasses i lys av Solvens II slik at det gis større insentiv og mulighet for langsiktig forvaltning som er mer tilpasset de langsiktige pensjonsforpliktelsene.»

Videre skriver tilsynet i punkt 3.1:

«Selskapene må iverksette tiltak som medfører økning av bufferkapitalen eller reduksjon av risikoen, primært ved en ytterligere reduksjon av risikoen i kapitalforvaltningen. Tilpasninger i virksomhetsreglene kan dempe effektene, f.eks. ved å legge til rette for økt bufferkapital. I et regime som i dag med lav langsiktig rente vil det uansett være utfordringer knyttet til å tilby ytelsesordninger med avkastningsgaranti. Uten tilpasninger i virksomhetsreglene kan en oppleve at selskapene må gjøre endringer som i praksis vil innskrenke tilbudet av ytelsesbaserte pensjonsordninger vesentlig.

Finanstilsynet vil samtidig understreke at i dagens situasjon er det ikke bare norske livsforsikringsselskap som har enkelte utfordringer knyttet til garanterte produkter som følge av Solvens II. I Solvens II skal man i solvensberegningen ta høyde for et scenario med ytterligere reduksjon i rentenivået, og et slikt scenario vil gi utfordringer for mange av selskapene som har solgt produkter med "lange" rentegarantier i en periode da rentenivået var vesentlig høyere enn i dag. Solvens II kan tvinge selskapene til å sikre seg gjennom (stats)obligasjoner med lang durasjon. Den norske utfordringen forsterkes som følge av at det i Norge ikke er et marked for lange obligasjoner som kan matche de garantier som selskapene har gitt.

EU-kommisjonens ekspertgruppe for Solvens II, som er i ferd med å utarbeide forslag til gjennomføringsbestemmelser, har nylig satt ned en arbeidsgruppe som skal se på utfordringene knyttet til forsikringsselskapenes langsiktige produkter med avkastningsgaranti. Utfallet av dette arbeidet kan få stor betydning for norske livsforsikringsselskap med "lange" garantier, selv om det

grunnleggende bildet som presenteres her vedrørende risiko og soliditet neppe vil endres betydelig.»

Rentegarantien er altså en utfordring i flere land enn Norge. Det er fremdeles noe usikkerhet knyttet til hvordan det endelige regelverket blir. Finanstilsynet har likevel valgt å ikke avvente mulige endringer i solvensreglene, men foreslår endringer ut fra hvordan regelverket ser ut nå og hvilke effekter dette får.

For å motvirke de negative effektene på kapitalkrav og investeringssiden ved innføring av Solvens II forslår tilsynet blant annet at det opprettes et nytt bufferfond med følgende egenskaper for kollektive pensjonsordninger:

- både tilleggsavsetninger og kursreserver inngår
- pliktig avsetning av årets avkastningsoverskudd opp til 10 prosent av premiereserven
- plikt til å overføre midler med endelig virkning når bufferfondet overstiger 15 prosent av premiereserven
- fondet skal kunne benyttes ved negativ avkastning
- deler av kursreguleringsfondet skal ikke lenger kunne tilbakeholdes ved flytting av kontrakter

Finanstilsynet har også vurdert muligheten for å innføre såkalte sluttverdigarantier, men har ikke støttet dette. Sluttverdigaranti kan veldig enkelt beskrives som en flerårig rentegaranti der det som garanteres er utbetalingene og/eller størrelsen på kapitalen på utbetalings-tidspunktet.

Finanstilsynet har også tatt opp et par forhold til som ikke angår kommunale pensjonsordninger.

2.3.5 Innspill fra NPF, NHO og LO

NPF, NHO og LO sendte 02.12.2009 et samlebreve til Finansdepartementet der de ber departementet om å vurdere en justering av regelverket for livsforsikringsselskaper og pensjonskasser, slik at det blir adgang til å benytte tilleggsavsetninger til å dekke negativ avkastning inntil tilsvarende 3 prosent av de forsikringsmessige avsetninger.

Departementet svarte i brev av 02.07.2010 at dersom loven ble endret på dette punktet ville prinsippene for risikodeling mellom selskap og kunde bli endret på en grunnleggende måte. Også forutsetningene for at tilleggsavsetningene skulle kunne avsettes skattefritt ville bortfalle dersom tilleggsavsetningene skulle kunne benyttes til å dekke tap. Tilleggsavsetningene ville da ha fungert som eierkapital uten ellers å ha eierkapitalens rolle. Departementet mente derfor at forsikringsvirksomhetsloven ikke bør endres på dette punkt.

Samtidig påpekte departementet at Banklovkommisjonen i sin neste utredning om oppfølging av pensjonsreformen for de private pensjonslovene blant annet vil utrede et nytt pensjonsprodukt, jf. forslag i NOU 2009: 13.

Tidligere i dette punktet er det for øvrig nevnt at Finanstilsynet har sendt en vurdering til Finansdepartementet der tilsynet tar til orde for at tilleggsavsetninger må kunne benyttes ved negativ avkastning på produkter med flerårig avkastningsgaranti.

2.3.6 Innspill fra FNO

FNO har også aktivt bedt om endringer i regelverket ved en rekke anledninger. Mye av endringene i forsikringsvirksomhetsloven som trådte i kraft i 2008 kom med bakgrunn i innspill fra forsikringsnæringen. Næringen har imidlertid fortsatt å påpeke ønsker og behov for endringer etter 2008.

FNO oversendte 16.06.2009 et brev med vedlegg til Finansdepartementet, «Utredning om langsiktige tiltak fra FNO». I FNOs brev med tilhørende notat foreslås følgende:

- øke grensen for differensiert oppbygging av tilleggsavsetninger til 12 prosent, minimum ett års rentegaranti for den enkelte kontrakt
- innføre solidariske tilleggsavsetninger, tilleggsavsetning II, i tillegg til dagens tilleggsavsetninger
- overføring av tilleggsavsetninger ved utstedelse av fripolise
- utvikle nye produkter, som for eksempel hybridprodukter som foreslått i NOU 2009: 13 «Brede pensjonsordninger»
- flerårige rentegarantier

Fra 01.01.2011 ble lov om foretakspensjon endret slik at tilleggsavsetninger skal følge med ved utstedelse av fripolise. Utvikling av nye hybridprodukter er nå til behandling i Banklovkommisjonen. Flerårige rentegarantier, eller sluttverdigarantier, er omtalt i Finanstilsynets utredning av 28.02.2011.

Beregninger forsikringsselskapene har foretatt i forbindelse med Solvens II, senest i den såkalte QIS 5, har gitt selskapene ytterligere insitament til å forsøke å få til regelverksendringer. I brev fra FNO til Finansdepartementet 13.04.2011 ber FNO spesielt om å sikre at tilleggsavsetninger kan bygges opp individuelt i langt større grad enn i dag, og at dette må tre i kraft for regnskapsåret 2011. I notat av 07.04.2011 som var vedlegg til dette brevet fremgår følgende forslag til endring som kan ha betydning for kommunale ordninger:

- grensen for individuell oppbygging av tilleggsavsetninger bør økes til et beløp svarende til minimum ett års rentegaranti for den enkelte kontrakt
- det bør åpnes for mulighet til å benytte tilleggsavsetninger også ved negativ finansavkastning

- dersom det skulle bli tillatt å benytte tilleggsavsetninger også ved negativ avkastning bør det vurderes en endring av grensen for maksimal oppbygging av tilleggsavsetninger

Det foreligger nå et forslag fra Finansdepartementet til endring i forskrift for differensiert oppbygging av tilleggsavsetninger opp til 3,5 prosent av premiereserven. Høringsfristen for forslaget utløp 16.09.2011. Endringen forventes gjennomført i løpet av inneværende år.

I høringsnotatet sies det at regelendringen har særlig betydning for fripoliser. Det er imidlertid klart at den også har betydning for oppbygging av tilleggsavsetninger i kommunale tjenstepensjonsordninger, siden det er store forskjeller på størrelsen på tilleggsavsetninger også innenfor denne bransjen.

I brev av 16.06.2009 om «Utredning av behov for langsiktige tiltak for norske livsforsikrings-selskaper og pensjonskasser» angir FNO sitt syn på erfaringene med de nye virksomhets-reglene fra 2008, behovet for endringer i disse, og at eventuelle endringer må ha som målsetting å gi langsiktige og robuste løsninger:

«Livsforsikringsselskaper og pensjonskasser har i 2008 høstet erfaringer med nye virksomhetsregler og utfordringene som følger i kjølvannet av finanskrisen. Reduserte finansinntekter og nedskrivninger på eiendeler har vært medvirkende til svake resultater, og som en konsekvens av nedgangen i aksjemarkedene gikk selskapene inn i 2009 uten kursreserver og med lave eller ingen tilleggsavsetninger.

Samtidig som bufferkapitalen er blitt redusert, har selskapene redusert sin aksjerisiko. Den lave aksjeandelen førte til at mange av selskapene dermed reduserte risikoen for ytterligere fall i aksjemarkedene, men samtidig er selskapenes muligheter til å bygge opp nye reserver blitt begrenset. Dersom det nå skulle inntreffe en periode med et vedvarende lavt rentenivå, består faren for at livsforsikringsselskapene havner i en "lavavkastningsfelle" der lav bufferkapital og synkende rente gir små eller ingen overskudd, og kanskje til og med underskudd. Dette vil kunne føre til at bufferkapitalen og avkastningen forblir lav eller til og med synker.

I kombinasjon med gjeldende flytteregele og kravet om at selskapene både skal oppfylle en langsiktig garanti og dele ut alt overskuddet hvert år, utgjør et slikt scenario en stor utfordring for norske livsforsikringsselskaper. Pensjonsleverandørene er viktige institusjoner, som skal sørge for at pensjonsrettighetene til mange hundre tusen nordmenn både er trygge og har en fornuftig finansiering. Det er derfor behov for et regelverk som kan sikre at selskapene har den risikobærende evnen som er nødvendig for å kunne ivareta en god og forsvarlig forvaltning av midler knyttet til langsiktige ytelser. Dette innebærer at selskapene må gis større mulighet til å kunne bygge solide buffere enn under dagens regelverk, slik at deres mulighet til å møte både korte og langsiktige svingninger i finansresultatene styrkes.

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) tar i dette notatet for seg utfordringer livsforsikringsselskapene (og pensjonskassene) står overfor når det gjelder forsikringsvirksomhetsreglene og samspillet med produkter med rentegaranti som krever at avkastningen både skal oppfylles hvert år og på lang sikt.

Formålet med notatet er å beskrive hvordan finanskrisen og dagens regelverk har påvirket institusjonenes kapitalforvaltning, samt hvorfor regelverket har tvunget selskapene til å agere negativt overfor sine langsiktige renteforpliktelser. Utover dette rettes søkelyset på hvilke mulige konsekvenser dagens regelverk vil kunne få i et fremtidig langvarig lavrentescenario, og på bakgrunn av dette foreslås enkelte regelverksendringer. I tillegg skisseres nye produktløsninger som vil kunne senke renterisikoen knyttet til fremtidige innbetalinger i livsforsikring. I den grad det er naturlig, bør Banklovkommisjonen vurdere forslagene til endringer som ligger i notatet i forbindelse med arbeidet med å tilpasse pensjonslovene til revidert folketrygd.

Næringen legger vekt på at eventuelle endringer må føre til langsiktige og robuste løsninger. Videre er ikke hensikten å legge til rette for at selskapene skal kunne ta høyere risiko enn i dag, men derimot gjøre selskapene bedre rustet til å opprettholde en langsiktig investeringsplan selv om aksjekursene faller dramatisk. Eventuelle regelverksendringer må også ta hensyn til balansen mellom kundenes og selskapenes interesser.

Det er mye positivt i dagens regelverk som må beholdes. Samtidig er det viktig at eventuelle endringer gir en god helhet, og at regelverket er av en slik art at det er tilpasset både gode og dårlige tider. Dette kan innebære at det velges løsninger som ikke gir maksimal uttelling i gode tider. Det er ønskelig med et regelverk som gjør selskapene i stand til å stå imot et fall i aktivaene, men det er ikke gitt at regelverket til enhver tid skal sikre selskapene og kundene mot så store og spesielle fall som i 2008.»

2.3.7 Flerårig rentegaranti

Med endringene i forsikringsvirksomhetsloven i 2008 ble det gitt adgang til å ha tjenstepensjonsprodukter med investeringsvalg. Innenfor investeringsvalg er det tillatt å ha såkalte femårige rentegarantier.

Den femårige garantien innebærer likevel at de forsikringstekniske avsetningene hvert år skal tilsvare avsetningene beregnet ut fra beregningsrenten for kontrakten. Dersom avsetningene ikke oppfyller dette kriteriet, skal enten tilleggsavsetningene belastes, deretter ordningens bufferavsetninger (som denne type avtaler skal ha) eller ordningens premiefond. Hvis det ennå er udekkete avsetninger skal det foretas innbetaling fra kunden, eller, i aller siste instans, skal pensjonsinnretningen belastes.

Når FNO i sitt brev om langsiktige tiltak i livsforsikring av 16.06.2009 diskuterer flerårige rentegarantier angis følgende:

«Generelt er det et problem at også produktene med 5 års garanti må være fullt fondert til enhver tid. En mulig løsning vil da være å åpne for muligheten til å ha flerårige garantier, samtidig som det tillates å ha underdekning i perioder med for eksempel sterk nedgang i aksjemarkedene. På denne måten oppstår en potensiell fordring mot egenkapitalen dersom den årlige rentegarantien ikke oppfylles etter 5 år, men ikke før. Kapitalforvaltningen vil således kunne tilpasses hele femårsperioden. Et livsforsikringsselskaps portefølje vil imidlertid bestå av kontrakter med forskjellig forfall på femårsperioden, noe som vil føre til en spredning av de ulike tidspunktene for når rentegarantien må være oppfylt.

Et motargument mot denne løsningen er at den krever mye arbeid/kostnader i forbindelse med oppfølging av/informasjon til kundene og medlemmene, og at dette derfor ikke vil være tilpasset annet enn store bedrifter/kunder. I tillegg vil selskapene få problemer knyttet til flytteretten, og en slik løsning må eventuelt kombineres med visse innskrenkninger i denne retten.»

I Finanstilsynets utredning av virksomhetsreglene i livsforsikring av 08.03.2011, har de vurdert produkter med såkalt sluttverdi. Dette er ytterpunktet for produkter med flerårige garantier, i det kapitalen ikke behøver å sikres før ved utbetaling, og avkastningen blir garantert over *avtaleperioden*. Det betyr at i et enkelt år kan avkastningen være lavere enn garantert rente, men dette forutsettes da å motsvares av fremtidige overskudd som sikrer at den garanterte avkastningen kan nås over avtaleperioden.

Tilsynet påpeker at et system med sluttverdigaranti kan utvikles på forskjellige måter.

Dagens flytteregelverk, som krever full fondering av pensjonsforpliktelsene i flytteøyeblikket, kan imidlertid ikke kombineres med de systemene for sluttverdi som innebærer at det ikke behøver å være fullfondering til enhver tid:

«Finanstilsynet påpeker at en ordning med overskuddsdeling og sluttgaranti vil gi bedre muligheter til langsiktig forvaltning og dermed også mulighet for høyere forventet fremtidig avkastning, bl.a. fordi pensjonsinnretningene da har mindre insentiver til å selge i dårlige tider og kjøpe i gode tider for å skjerme egenkapitalen. Tilsynet viser også til at pensjonsinnretningene med et slikt regime, med en gitt egenkapitalandel, vil kunne sitte med en høyere aksjeandel (eller andre risikable aktiva) over tid. Dersom pensjonsinnretningene tar økt risiko uten å øke egenkapitalen, innebærer det imidlertid at risikoen for kunden øker. Spørsmålet er om kundens fordel i form av eventuell høyere forventet avkastning overstiger etter tilsynets mening ulempen ved en noe høyere risiko for at avtalen ikke kan oppfylles.»

I punkt 5.3 i utredningen tilrår Finanstilsynet at det ikke innføres sluttverdigaranti:

«Finanstilsynet finner det imidlertid ikke tilrådelig å gå over til et system med sluttgaranti, verken for fripoliser og individualporteføljen eller for premiebetalende kontrakter, siden dette vil kunne gi økt risiko og for sterke insentiver til å investere i lange obligasjoner, samtidig som det ikke er forenlig med hensynet til videreføring av gjeldende flytteregelverk.»

3 Historiske nøkkeltall

Finansmarkedene har vært preget av store svingninger i det første tiåret i det 21. århundret. Disse svingningene har påvirket både pensjonsinnretningenes investeringsstrategi og hvilken avkastning innretningene har oppnådd.

I dette kapitlet beskrives hovedtrekkene i utviklingen i aksje- og rentemarkedene siden år 2000, den årlige avkastningen pensjonsinnretningene har hatt siden år 2000, og utviklingen i aksjeandeler, kundebuffer, det vil si tilleggsavsetninger og kursreguleringsfond, og utbytter til livselskapene, og fra 2008 størrelsen på premiene selskapene har tatt for rentegarantisikoen.

I hele rapporten er tall oppgitt per 31.12 dersom ikke annet er oppgitt.

3.1 Et urolig tiår i finansmarkedene

Aksjemarkedene har vært gjennom to store nedgangs- og oppgangsperioder fra 2000 til 2010. Tiåret ble innledet med et kraftig fall på de fleste av verdens aksjebørser. På Oslo Børs falt for eksempel hovedindeksen med nær 50 prosent fra september 2000 til september 2002. Etter denne nedgangsperioden kom en periode med sterk vekst i finansmarkedene som varte til utbruddet av finanskrisen i 2008.

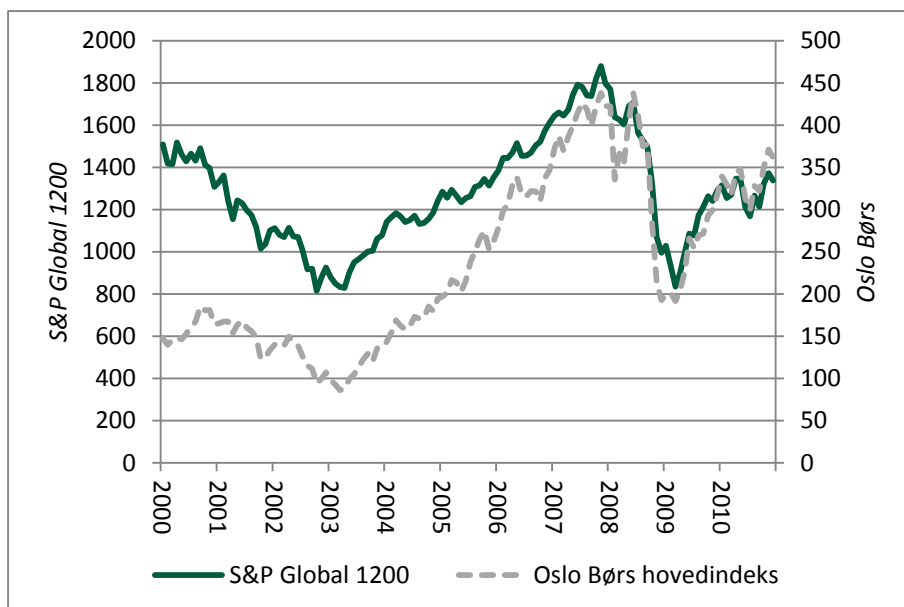
I kjølvannet av finanskrisen falt indeksene på verdens aksjebørser betydelig fra sommeren 2008 og frem til mars 2009. Etter dette tok aksjeindeksene seg nok en gang betydelig opp inntil pilene igjen pekte nedover i mai 2010, da ny uro i finansmarkedene bidro til et markert fall i de store aksjeindeksene. Situasjonen roet seg igjen høsten 2010, slik at aksjeindeksene i USA og Europa ved utgangen av 2010 var om lag på samme nivå som ved inngangen til året.

Figur 2 illustrerer utviklingen i det norske aksjemarkedet og i de internasjonale aksjemarkedene i perioden 2000-2010 ved hjelp av aksjeindekser. Figuren viser at verdiene av selskapene som er notert på Oslo Børs steg vesentlig mer enn kursene i resten av verden fra 2000 til 2006. Etter dette har utviklingen vært likere.

I rentemarkedet har de lange rentene vist en fallende tendens siden år 2000. Utviklingen er illustrert i figur 3. Figuren viser utviklingen i rentenivået på norske, tyske og amerikanske statsobligasjoner med 10 års løpetid. Finanstilsynet har flere ganger tatt opp at vedvarende lave renter er en stor utfordring for pensjonsinnretningene. I «Finansielle utviklingstrekk 2011» skriver tilsynet:

«Det lave lange rentenivået både i Norge og internasjonalt bidrar til å forsterke utfordringene knyttet til livsforsikringsselskaperens langsiktige forpliktelser. Dette understøttes ytterligere ved det store durasjonsgapet mellom eiendeler og forpliktelser, som innebærer høy rentefølsomhet og at selskapene vil rammes hardt av vedvarende lav rente.»

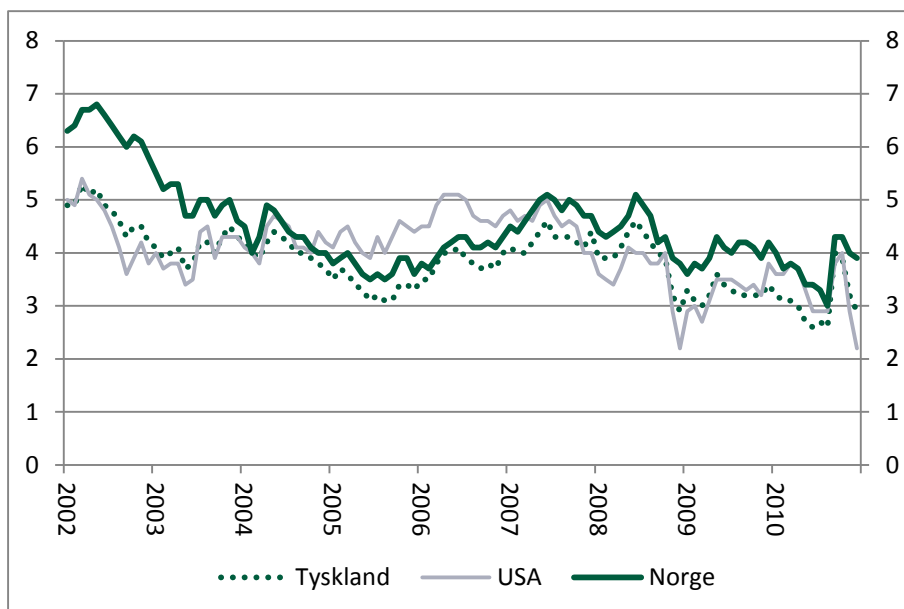
Figur 2 Utviklingen på Oslo børs og i global aksjeindeks



S&P Global 1200 Composite index og Oslo Børs hovedindeks (OBX), 2000-2010

Kilde: Meld. St. 2 (2010-2011): Revidert nasjonalbudsjett 2011, Oslo Børs

Figur 3 Rente på 10-års statsobligasjoner i Norge, Tyskland og USA i prosent



Kilde: Meld. St. 1 (2010-2011): Nasjonalbudsjettet

3.2 Pensjonsinnretningenes kapitalavkastning 2000–2010

Pensjonsinnretningene plasserer pensjonsmidlene tilknyttet kollektivporteføljen i ulike typer finansielle instrumenter. Avkastningen pensjonsinnretningene oppnår avhenger av verd utviklingen på de finansielle instrumentene de har valgt å plassere midlene i.

I dette punktet illustreres pensjonsinnretningenes rapporterte kapitalavkastning i perioden 2000 til 2010. Avkastningstallene for KLP, Storebrand og Vital er hentet fra FNOs statistikk «Markedsandeler – endelige tall og regnskapsstatistikk» for 4. kvartal i årene som inngår i analysen. Avkastningstall for Silver, MP Pensjon PK og Norsk Hydro Pensjonskasse er hentet fra pensjonsinnretningenes årsrapporter.

Etter omleggingen av virksomhetsreglene for livsforsikringsselskaper i 2008 ble selskapskapitalen som omtalt i punkt 2.1.1 skilt fra kundenes midler. Kundemidler tilknyttet kontrakter uten investeringsvalg skal etter dette ligge i kollektivporteføljen, mens midler tilknyttet kontrakter der kunden har investeringsvalg skal ligge i investeringsvalgporteføljen. Pensjonsinnretningene kan også opprette flere underporteføljer innenfor kollektiv- og investeringsvalgporteføljene, og selskapenes forskjellige underporteføljer er angitt i punkt 2.1.1. Selskapene kan plassere kontrakter med ulik risikoprofil (for eksempel ulik gjennomsnittlig beregningsrente og ulik størrelse på kundebuffer) i ulike underporteføljer av kollektivporteføljen. Siden avkastningsrisikoen er ulik, er som regel også investerings-sammensetningen forskjellig for de ulike underporteføljene.

Siden de kommunale ordningene er plassert i forskjellige underporteføljer hos de ulike pensjonsinnretningene, benyttes her avkastningstall for kapitalavkastningen for kollektivporteføljen sett under ett. Dette betyr at de enkelte kommunale kundene hos KLP, Storebrand og Vital kan ha fått høyere eller lavere avkastning i et gitt år enn det som rapporteres her.

Pensjonsinnretningene opererer med flere ulike mål for kapitalavkastning. Finanstilsynet definerer hvordan avkastningen skal beregnes med de ulike målene. Videre illustreres pensjonsinnretningenes avkastning målt etter fire forskjellige avkastningsmål:

- Kapitalavkastning I: Bokført avkastning
- Kapitalavkastning II: Verdijustert avkastning
- Kapitalavkastning III: Som kapitalavkastning II, men inklusive verdiendringer i hold til forfall obligasjoner
- Gjennomsnittsrente: Avkastning som er øremerket for kundene

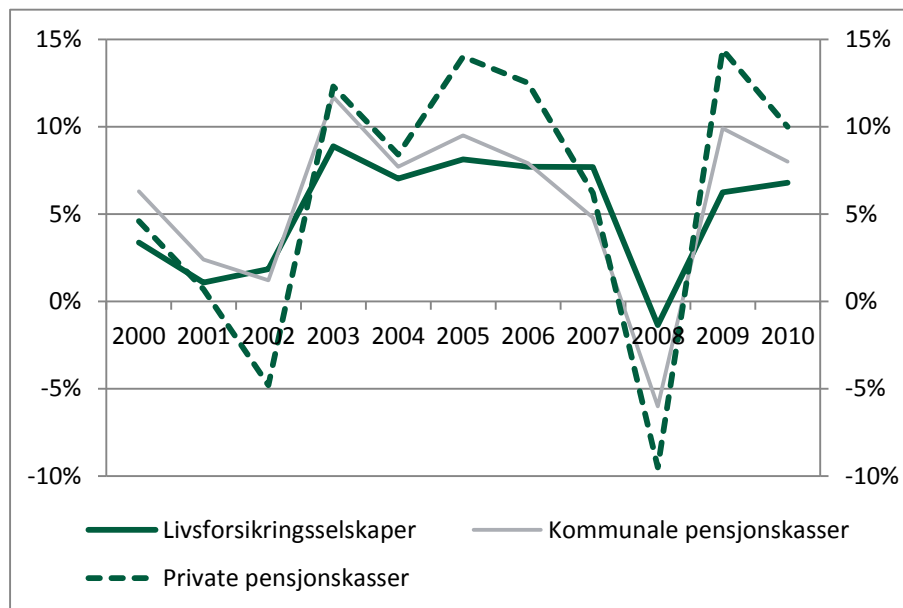
De ulike avkastningsmålene er beskrevet nærmere i punkt 1.6 "Begreper og definisjoner".

Figur 4 viser gjennomsnittlig årlig verdijustert avkastning (kapitalavkastning II) for henholdsvis livselskaper, kommunale pensjonskasser og private pensjonskasser. Figuren viser at avkastningen i snitt har variert vesentlig mindre for livselskapene enn for

pensjonskassene. Samtidig har avkastningen variert mer for private enn for kommunale pensjonskasser.

Ifølge «Finansielt utsyn 2011» fra Finanstilsynet er hovedårsaken til den betydelige avkastningsdifferansen mellom livsselskaper og pensjonskasser fra 2003 og utover at livsselskapene reduserte sin aksjeeksponering før og under finanskrisen, mens pensjonskassene i stor grad opprettholdt sin aksjeeksponering.

Figur 4 Årlig verdijustert avkastning (kapitalavkastning II) i kollektivporteføljen



Kilde: Finanstilsynet «Finansielt utsyn 2011»

Tabell 9 viser gjennomsnittlig (uvektet) kapitalavkastning fra 2000 til 2010 for de seks pensjonsinnretningene som studeres i denne rapporten. Tabellen viser gjennomsnittet målt etter de fire ulike avkastningsmålene nevnt foran. MP Pensjon PK og Norsk Hydro Pensjonskasse har ikke oppgitt tall for kapitalavkastning III og gjennomsnittrente i sine årsrapporter. Silver startet sin virksomhet i 2006, slik at tallene for Silver er gjennomsnittstall for 2006 til 2010.

Det går frem av tabell 9 at MP Pensjon PK har hatt klart høyere gjennomsnittlig kapitalavkastning enn de øvrige pensjonsinnretningene.

Det vil alltid være diskusjon knyttet til hvilken periode som er riktig å se på når gjennomsnittlig kapitalavkastning skal måles. Det er imidlertid klart at jo kortere periode et slikt gjennomsnitt beregnes over, jo større mulighet er det for at beregningen ikke blir representativ for den historiske avkastningen. I denne rapporten studeres som nevnt en periode på 11 år som inneholder to år med sterk nedgang i aksjeindeksene, og alle gjennomsnittlige avkastningsberegninger vil gå over samme periode.

Tabell 9 Gjennomsnittlig kapitalavkastning 2000-2010

	Kapitalavkastning I	Kapitalavkastning II	Kapitalavkastning III	Gjennomsnittsrente
KLP	5,53	5,01	5,22	6,09
Storebrand	5,62	4,98	5,53	6,22
Vital Forsikring	6,26	5,59	6,18	6,92
MP Pensjon PK	7,20	10,86		
Norsk Hydro PK	6,15	7,10		
Silver	3,03	5,13	1,01	5,33

Uvektet gjennomsnitt. Gjennomsnittsrente er ikke oppgitt etter 2007, det vil si at gjennomsnittet er beregnet for årene 2000-2007. Kapitalavkastning III er ikke oppgitt etter 2008, det vil si at gjennomsnittet er beregnet for årene 2000-2008.

Kilde: FNO og pensjonsinnretningenes årsrapporter

Figur 5-8 viser hvordan avkastningen har variert fra år til år målt etter de ulike avkastningsmålene. Figurene viser at avkastningen til de ulike pensjonsinnretningene har variert, men at den stort sett har fulgt samme trend gjennom perioden. Variasjonen i avkastning fra år til år har imidlertid vært klart større for de to pensjonskassene og Silver enn for KLP, Storebrand og Vital.

Figurene viser at pensjonsinnretningenes resultater var relativt gode i 2000. Etter det kraftige fallet i aksjemarkedene i som startet på høsten 2000, ble imidlertid resultatene veldig svake i 2001 og 2002. Den sterke oppgangen i aksjemarkedene i 2003 bidro til en vesentlig bedring i resultatene i 2003. Deretter flatet avkastningen ut frem til det kom en ny topp i 2007.

Finanskrisen førte til et kraftig fall i aksjemarkedene i 2009. Dermed ble resultatene svake for pensjonsinnretningene dette året. På samme måte som i 2001-2002 ble pensjonskassenes resultater sterkere påvirket av fallet i aksjemarkedene enn livselskapenes. Pensjonskassenes resultater ble dermed vesentlig svakere enn livselskapenes. Oppgangen i aksjemarkedene i 2009 og 2010 ga en ny bedring i resultatene for pensjonsinnretningene.

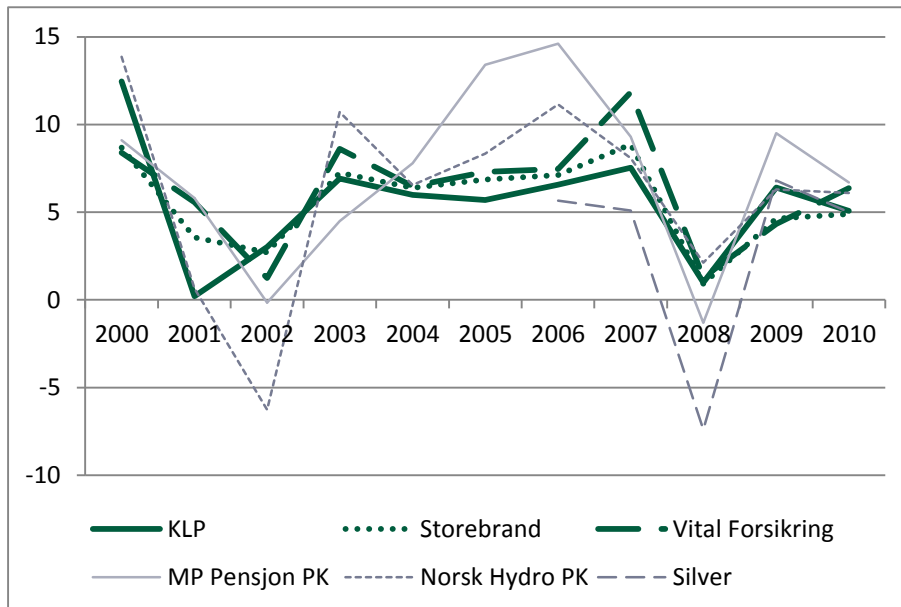
Samtidig vil også endringer i verdifastsettelsen av investeringene, som for eksempel endringen i verdifastsettelsen av eiendom som Storebrand og Vital foretok i 2007, ha påvirket avkastningen det året.

Etter 2008 viser kapitalavkastning I avkastningen på kollektivporteføljen (som i sin helhet skal gå til kundene).

Når de to pensjonskassene som studeres har kunnet ha negativ avkastning i perioden skyldes dette at de har hatt store buffere som har kunnet benyttes for å dekke opp for manglende

avkastning opp til garantert rente. Noen av årsakene til at de har hatt så store buffere er nærmere beskrevet i kapittel 5.

Figur 5 Bokført avkastning (kapitalavkastning I) i prosent



Før 2008 beregnet i prosent av selskapets totale kapital. Etter 2008 beregnet i prosent av kapitalen i kollektivporteføljen

Kilde: FNO og pensjonsinnretningenes årsrapporter

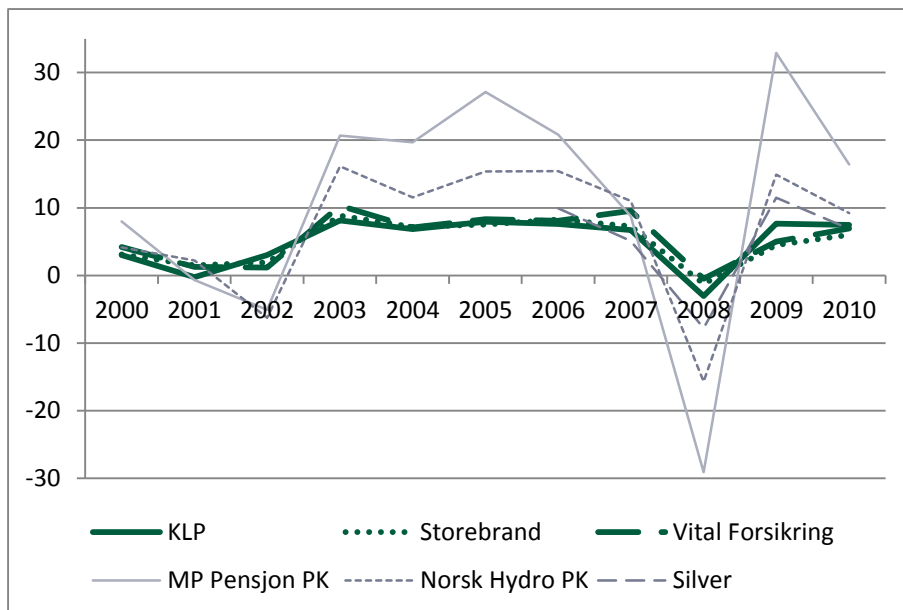
Figur 6 viser utviklingen i verdijustert avkastning. Verdijustert avkastning inkluderer kursreguleringsfondet, og gir dermed uttrykk for hvilke urealiserte gevinster som ligger i investeringene.

I intervjurunden har flere ment at størrelsen på kursreguleringsfond gir uttrykk for pensjonsinnretningenes muligheter for avkastning i fremtiden. Andre mener at størrelsen på kursreguleringsfondet ikke er avgjørende for langsiktig avkastning, siden kursreguleringsfondet kan forsvinne svært raskt. Dette skjedde for eksempel i 2008 da det ikke var positive kursreguleringsfond.

Figur 7 viser utviklingen i kapitalavkastning III. Dette kapitalavkastningsmålet har ikke vært tilgjengelig fra pensjonskassene. Forskjellen på kapitalavkastning II og III var at forskjellen mellom markedsverdi og hold-til-forfall-porteføljen inngikk i kapitalavkastning III.

Kapitalavkastning III utgikk som et avkastningsmål etter endringene i forsikringsvirksomhetsloven og årsregnskapsforskriften for forsikringsselskap i 2008.

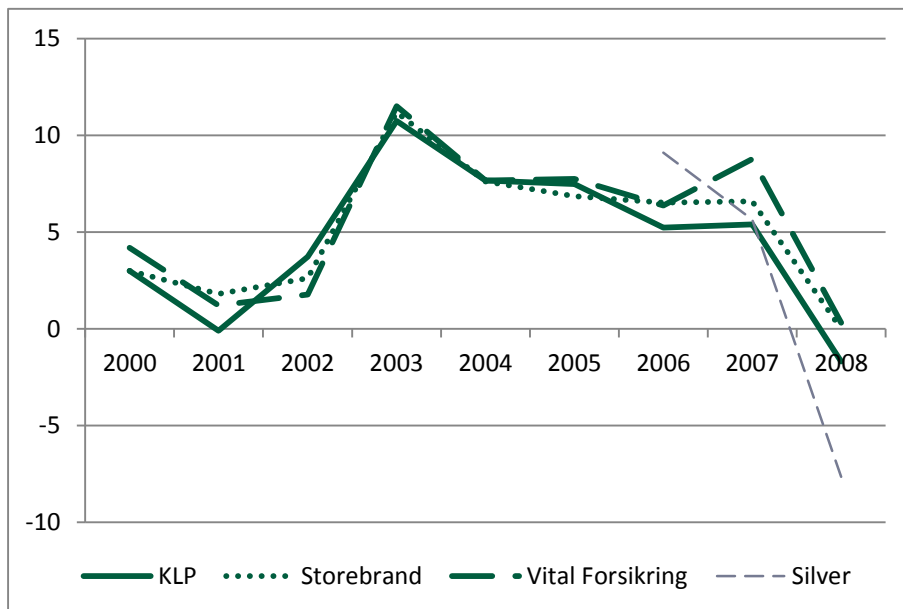
Figur 6 Verdijustert avkastning (kapitalavkastning II) i prosent



Før 2008 beregnet i prosent av selskapets totale kapital. Etter 2008 beregnet i prosent av kapitalen i kollektivporteføljen

Kilde: FNO og pensjonsinnretningenes årsrapporter

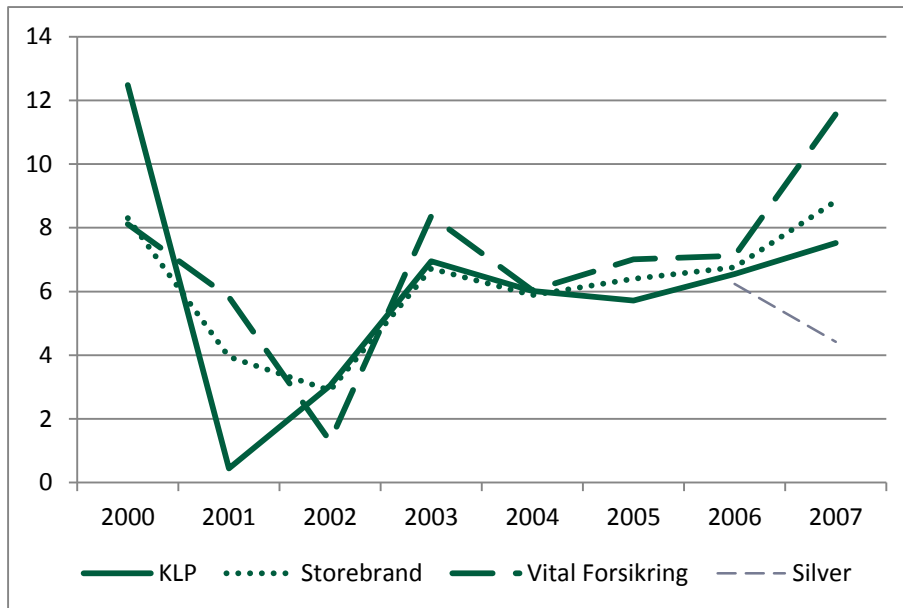
Figur 7 Kapitalavkastning III i prosent



Beregnet i prosent av selskapets totale kapital

Kilde: FNO og pensjonsinnretningenes årsrapporter

Figur 8 Gjennomsnittrente i prosent



Kilde: FNO og pensjonsinnretningenes årsrapporter

Gjennomsnittrenten ga uttrykk for den avkastningen som ble tilført kunden. Den kunne nødvendigvis aldri være negativ. I de årene gjennomsnittrenten har vært under den garanterte renten til kundene, har selskapet måttet skyte til kapital for å fylle opp for manglende avkastning. I 2002 ble det foretatt en endring i regelverket som gjorde det mulig å frigjøre store deler av sikkerhetsfondet og gi til kundene for å oppfylle rentegarantien.

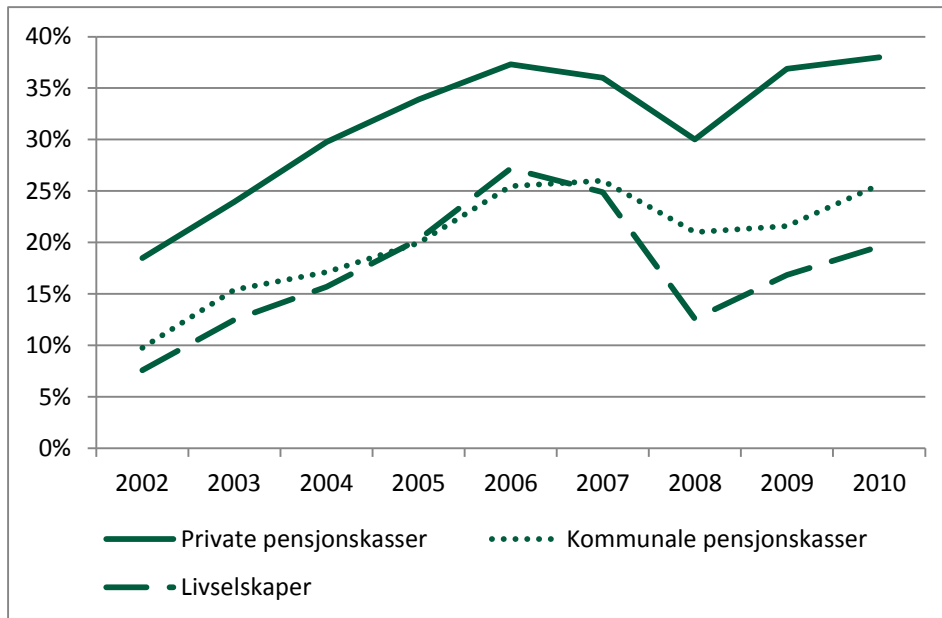
3.3 Pensjonsinnretningenes investeringer i aksjer

Pensjonsinnretningenes andel av aksjer målt i forhold til kapital til forvaltning, heretter kalt aksjeandel, påvirkes både av utviklingen i aksjekursene og i hvilken grad innretningene kjøper og selger aksjer. Endringene i pensjonsinnretningenes aksjeandeler fra år til år kan dermed skyldes både at selskapene har kjøpt og solgt aksjer, og at aksjekursene har endret seg. Det går ikke frem av offisielle data i hvilken grad endringer i pensjonsinnretningenes aksjeandeler kun skyldes kursendringer, eller om aksjeandelene også er påvirket av kjøp og salg.

Figur 9 viser utviklingen i aksjeandeler for alle livselskaper og majoriteten av kommunale og private pensjonskasser fra 2002 til 2010. Figuren viser at private pensjonskasser gjennomgående har hatt en langt høyere aksjeandel enn livselskapene og de kommunale pensjonskassene. De kommunale pensjonskassene og livselskapene har imidlertid hatt om lag like store aksjeandeler, med unntak av perioden fra 2008 til 2010.

Dette er gjennomsnittstall, og aksjeandelen vil ha vært både større og mindre for den enkelte pensjonsinnretningen uten at dette fremkommer av grafen.

Figur 9 Aksjer som andel av forvaltningskapital



Kilde: Finanstilsynet

Som omtalt tidligere ble virksomhetsreglene for pensjonsinnretningene lagt om fra 2008. Omleggingen førte til at selskapets egenkapital ble skilt ut i en egen selskapsportefølje som forvaltes atskilt fra kundenes midler. Det har ikke vært mulig innenfor arbeidet med denne rapporten å kontrollere om denne oppsplittingen av porteføljene har påvirket andelen aksjer i kundeporteføljene.

Som følge av nye virksomhetsregler og nye regnskapsregler for forsikringsselskaper, IFRS-regler, ble det i 2008 også gjort vesentlige endringer i pensjonsinnretningenes regnskapsoppstilling. Blant annet ble det gjort endringer i klassifiseringen av pensjonsinnretningenes finansielle eiendeler. Disse endringene påvirket hvilke eiendeler som skal klassifiseres som aksjer.

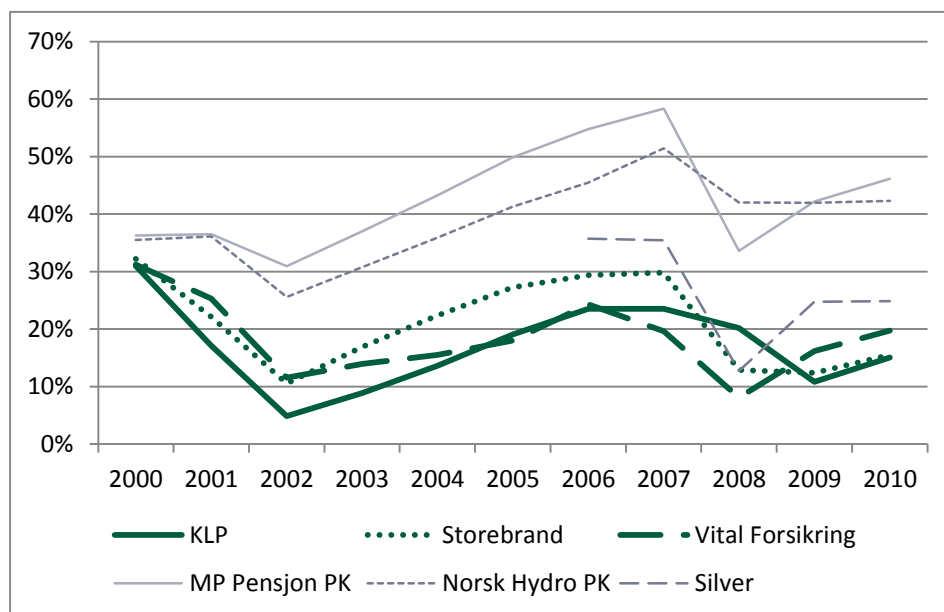
Fra 2008 fikk selskapene som nevnt over også mulighet til å dele kundenes midler i forskjellige underporteføljer med ulik investeringsstrategi. Flere av livselskapene har benyttet denne muligheten. Det går imidlertid ikke frem av selskapenes årsrapporter i hvilken av underporteføljene midler tilknyttet kommunale tjenstepensjonsordninger inngår. Det er heller ikke oppgitt tall for aksjeandeler i de ulike delporteføljene. Tallene som presenteres her er derfor gjennomsnittstall for hele kollektivporteføljen i de ulike pensjonsinnretningene.

Figur 10 gir en oversikt over hvor stor andel av pensjonsinnretningenes finansielle eiendeler som har blitt plassert i aksjer fra 2000 til 2010. Figuren viser at de to pensjonskassene i hele perioden har hatt en høyere aksjeandel enn KLP, Storebrand og Vital. I 2000 hadde pensjons-

kassene i underkant av 5 prosentpoeng høyere aksjeandel. Etter dette har avstanden mellom kassene og livselskapene økt betraktelig.

Avstanden i gjennomsnittlig aksjeandel per år for de to pensjonskassene sammenliknet med KLP, Storebrand og Vital har siden 2003 ligget mellom 20 og 30 prosentpoeng. Avstanden var størst i 2007, da MP Pensjon PK og Norsk Hydro Pensjonskasse hadde en aksjeandel på henholdsvis 58,1 prosent og 51,4 prosent, mens KLP, Storebrand og Vital hadde en aksjeandel på henholdsvis 23,5 prosent, 29,8 prosent og 19,6 prosent. Det gjøres oppmerksom på at aksjeandelen før 2008 er målt ut fra hele pensjonsinnretningens kapital, der egenkapitalen ikke var underlagt begrensningen på 35 prosent i aksjer.

Figur 10 Aksjer og aksjeandeler som andel av forvaltningskapital



Før 2008 beregnet i prosent av selskapets totale kapital.

Etter 2008 beregnet i prosent av kapitalen i kollektivporteføljen

Kilde: FNO og pensjonsinnretningenes årsrapporter

Figur 10 viser at pensjonsinnretningenes aksjeandeler ble kraftig redusert både ved børsfallene i 2000-2002 og i 2008. Livselskapene oppgir i årsrapportene og i intervjuene at dette delvis har skyldtes at selskapene har redusert eksponeringen mot aksjemarkedet. Se for øvrig en nærmere omtale av mulige forhold som kan ha påvirket pensjonsinnretningenes aksjeandeler i kapittel 5.

3.4 Utvikling i kundebuffer

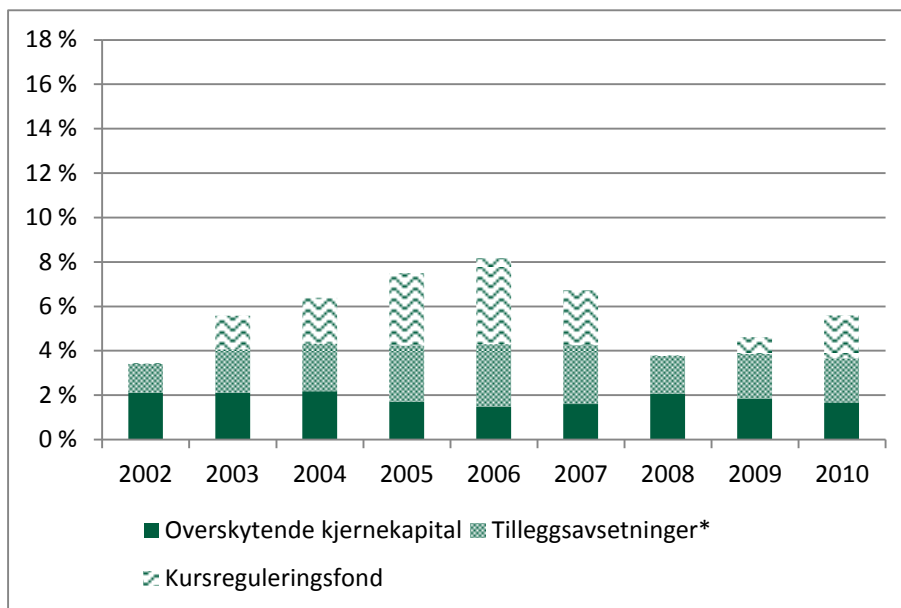
Selskapenes bufferkapital er definert som egenkapital utover lovpålagt minstekrav, tilleggsavsetninger inntil ett års rentegaranti og kursreguleringsfond, jf. definisjonen i punkt 1.6 "Begreper og definisjoner". Som omtalt tidligere fokuseres det i denne rapporten på betydningen av kundebufferne. Kundebufferne er definert som tilleggsavsetninger og kurs-

reguleringsfond. Størrelsen på kundebufferne er viktig for pensjonsinnretningenes mulighet til og ønske om å ta risiko i finansforvaltningen siden bufferkapitalen etter nærmere regler kan anvendes til å dekke rentegarantien ved manglende avkastning, og fordi særlig livsselskapene vil søke å beskytte egenkapitalen mot tap. Mange pensjonsinnretninger vil dessuten ha et krav fra eier om å få avkastning på egenkapitalen. Men her vil eierforholdene virke inn på pensjonsinnretningens muligheter.

Regelverket for anvendelse av kundebuffer er nærmere beskrevet i punkt 2.1.

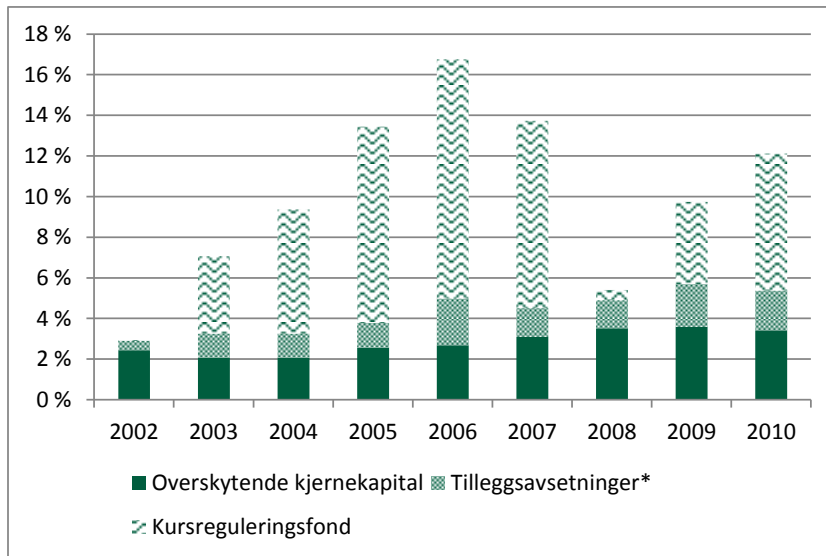
Figur 11 og figur 12 viser gjennomsnittlig bufferkapital for norske livsselskaper og pensjonskasser som andel av forvaltningskapital fra 2002 til 2010. Figurene viser at pensjonskassene gjennomgående har hatt vesentlig høyere bufferkapital enn livsselskapene. Det er særlig overskytende kjernekapital og kursreguleringsfond som har vært høyere i pensjonskassene. Disse forskjellene er trolig en viktig del av forklaringen til at pensjonskassene har kunnet ha høyere aksjeandeler enn livsselskapene i den aktuelle perioden (jf. omtalen i punkt 5.3).

Figur 11 Bufferkapital i prosent av forvaltningskapital – livsselskaper



Kilde: Finanstilsynet

Figur 12 Bufferkapital i prosent av forvaltningskapital – private og kommunale pensjonskasser



Kilde: Finanstilsynet

3.4.1 Tilleggsavsetninger

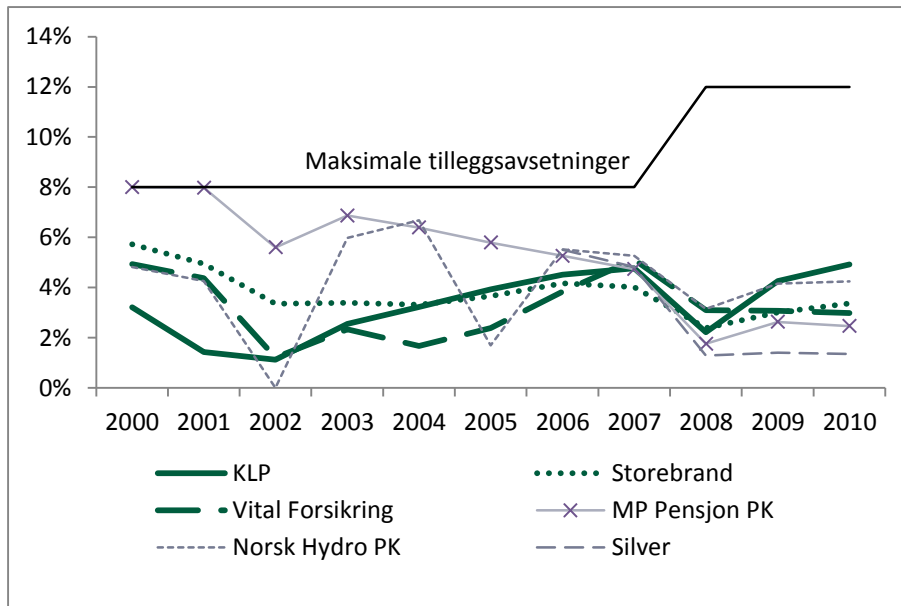
Figur 13 viser størrelsen på pensjonsinnretningenes tilleggsavsetninger som andel av samlede forsikringsforpliktelser i perioden 2000 til 2010, samt hvor mye pensjonsinnretningene maksimalt har kunnet avsette til tilleggsavsetninger (jf. omtalen i punkt 2.2.3). Figuren viser at størrelsen på tilleggsavsetningene har variert relativt mye fra år til år.

Som det framgår av figuren hadde alle pensjonsinnretningene i 2000 tilleggsavsetninger på minst tre prosent av premiereserven. MP Pensjon PK hadde i 2000 og 2001 tilleggsavsetninger på det høyeste tillatte nivået. Etter dette har ingen av pensjonsinnretningene hatt tilleggsavsetninger opp mot de maksimale grensene fastsatt av Finanstilsynet.

Nedgangen i aksjemarkedene i 2001 og 2002 førte til at pensjonsinnretningene måtte bruke av tilleggsavsetningene for å dekke renteforpliktelsene. I 2003, når markedene på nytt gikk oppover, økte pensjonsinnretningene tilleggsavsetningene. Denne trenden fortsatte for alle livselskapene frem til utløpet av 2007. For pensjonskassene er bildet mer blandet.

Når finanskrisen traff markedene i 2008 hadde pensjonsinnretningene, med unntak av MP Pensjon PK, tilleggsavsetninger som målt i forhold til premiereserven lå på om lag samme nivå som i 2000. Det kraftige fallet i verdipapirmarkedene i 2008 førte imidlertid til at samtlige pensjonsinnretninger måtte bruke tilleggsavsetninger for å dekke rentegarantiene.

Figur 13 Tilleggsavsetninger som andel av premiereserve



Kommentar: Tilleggsavsetningene kunne også være høyere enn 8 prosent etter egne beregningsregler gitt av Finanstilsynet før 2008

Kilde: FNO og pensjonsinnretningenes årsrapporter

Pensjonsinnretningene har hatt ulike og varierende strategier i forhold til bygging av tilleggsavsetninger. Tabell 10 viser hvor stor andel avkastningsresultatet som ble benyttet til tilleggsavsetninger i KLP, Storebrand og Vital i 2009 og 2010. Merk at disse andelene påvirkes av flytting. Et selskap som har hatt netto tilflytning av kontrakter vil få økte tilleggsavsetninger, og denne økningen inngår i tallene i tabellen.

Tabell 10 Andel av avkastningsresultat som har gått til tilleggsavsetninger

	2009	2010
KLP	68,7 %	48,3 %
Storebrand	101,2 %	33,1 %
Vital	0,0 %	2,2 %

Kommentar: Tilflyttede tilleggsavsetninger inngår i tallene

Kilde: FNO

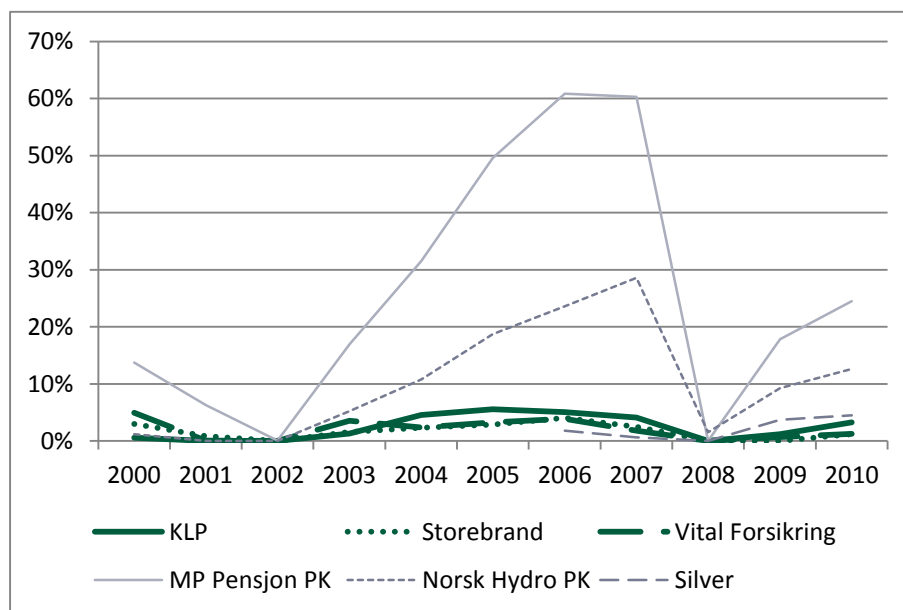
3.4.2 Kursreguleringsfond

Kursreguleringsfondet er en avsetningspost i pensjonsinnretningenes balanse som skal tilsvare summen av urealiserte gevinster på verdipapirer som inngår i kollektivporteføljen. Siden de urealiserte gevinstene i stor grad er knyttet til aksjeinvesteringer, vil de naturlig være større ved stigende kurser i verdipapirmarkeder enn ved fallende kurser. Størrelsen på

kursreguleringsfondet samvarierer dermed også i stor grad med utviklingen i verdipapir-markedene.

Figur 14 viser utviklingen i pensjonsinnretningenes kursreguleringsfond målt som andel av forsikringsforpliktelsene fra 2000 til 2010. Figuren viser at de to pensjonskassene som inngår i analysen var i en helt egen stilling fra 2003 til 2007 ved at de hadde vesentlig høyere kursreguleringsfond enn livselskapene. Disse forskjellene skyldes i stor grad at pensjonsinnretningene har hatt ulik investeringsstrategi i denne perioden. Se en nærmere omtale av dette i punkt 5.4.

Figur 14 Kursreguleringsfond som andel av forsikringsforpliktelser



Kilde: FNO og pensjonsinnretningenes årsrapporter

Figuren viser også at i begge periodene med kraftige kursfall hadde pensjonsinnretningene null i kursreguleringsfond per 31.12 (med unntak av Norsk Hydro Pensjonskasse som hadde et kursreguleringsfond på 1,5 prosent av forsikringsforpliktelsene i 2008).

3.5 Overskuddsdeling og rentegarantipremie

Før 2008 fikk pensjonsinnretningene «betalt» for risikoen de tok blant annet i kapitalforvaltningen ved at de kunne beholde inntil 35 prosent av det årlige overskuddet. Pensjonsinnretningenes vedtekter bestemte videre hvor stor andel av overskuddet innenfor grensen på 35 prosent som kunne beholdes av innretningen. Overskuddet som var til fordeling mellom kunde og pensjonsinnretning kom fra avkastningsoverskudd, risikooverskudd og kostnadsoverskudd. Den vesentlige delen kom fra avkastningsoverskuddet.

Med endringene i forsikringsvirksomhetsloven som trådte i kraft i 2008 skal kundene få tilført all avkastning i kollektivporteføljen, uten at overskuddet skal deles med pensjonsinnretningen. Pensjonsinnretningen skal få avkastningen på selskapsporteføljen.

Samtidig skal pensjonsinnretningen ta seg betalt for avkastningsrisikoen ved en årlig rentegarantipremie. Forhåndsprisingen av rentegarantien skal kompensere for avkastningsforpliktelsen pensjonsinnretningene pådrar seg gjennom rentegarantien. Finanstilsynet uttaler i sin utredning om virksomhetsregler i livsforsikring (08.03.2011) at i prinsippet kan en full fleksibilitet i prisingen av rentegarantien i utgangspunktet eliminere pensjonsinnretningens risiko ved rentegarantien, men fordi rentegarantipremien kun kan endres en gang i året vil ikke dette være mulig til enhver tid.

Samtidig er det ikke helt problemfritt for pensjonsinnretningene å øke premien for rentegarantien, og tilsynet sier videre:

«Verdien av rentegarantien vil være avhengig av nivået på lange renter. Dersom nivået på lange renter faller under nivået på den garanterte renten må rentegarantipremien stige vesentlig for å kompensere for den økte verdien på rentegarantien. Premieøkningen innebærer en risiko for at kunder velger å bringe kontrakten til opphør, slik at det utstedes fripoliser hvor selskapet ikke lenger har mulighet til å kreve inn rentegarantipremie. For offentlige pensjonsordninger som er tariffestet vil ikke dette være en problemstilling, siden kunden ikke kan beslutte at ordningen skal opphøre. For private pensjonsordninger vil derimot selskapets mulighet til å redusere verdien av rentegarantien være begrenset i et lavrentescenario.»

For å illustrere nivået på rentegarantipremien angis størrelsen på denne premien for kollektivporteføljen målt som andel av forvaltningskapitalen i kollektivporteføljen i tabell 11.

Tabell 11 Rentegarantipremie som andel av forvaltningskapital i kollektivporteføljen

	2008	2009	2010
KLP	0,08 %	0,08 %	0,08 %
Storebrand	0,25 %	0,16 %	0,19 %
Vital	0,15 %	0,14 %	0,15 %

Kilde: FNO

Det må påpekes at rentegarantipremien for den enkelte ordning vil kunne avvike vesentlig fra den gjennomsnittlige betraktningen som er gitt i tabell 9. Størrelsen på rentegarantipremien for den enkelte pensjonsordning vil avhenge av flere forhold som den gjennomsnittlige rentegarantien i ordningen, størrelsen på kundebuffer, hvilken underportefølje ordningen ligger i og denne porteføljens investeringsprofil og forventete avkastning og risiko.

Størrelsen på rentegarantipremien kan gi en indikasjon på hvor mye kundene må betale for at eiere skal påta seg risiko ved å stille med egenkapital. Her er det en forskjell mellom KLP som gjensidig selskap, og Storebrand og Vital som aksjeselskaper. Tabell 11 kan gi inntrykk av at kundene i KLP betaler mindre for denne risikoen. Til dette bildet hører det imidlertid at kundene i KLP i egenskap av også å være eiere står denne risikoen selv. Kundene i KLP betaler også årlig et egenkapitaltilskudd. KLP uttaler følgende om egenkapitaltilskuddene i brosjyren «KLP målt mot andre pensjonstilbydere» fra mai 2011:

«En viktig forskjell på de to hovedmåtene å organisere pensjonsordningen på, er at i en egneid pensjonsinnretning er kunden ansvarlig for at innretningen har tilstrekkelig egenkapital. Dette innebærer at kunden selv må stille med egenkapital for innretningens forpliktelser ved oppstart og at den senere må bidra med egenkapitaltilskudd til opprettholdelse/økning av egenkapitalen for å oppfylle lovpålagte kapitalkrav. KLP er et kundeeid selskap der kundene selv stiller med egenkapital. Det innebærer at kundene også er selskapets eiere. Et egenkapitalinnskudd i KLP eller i en pensjonskasse er sparing som gir avkastning.»

Dersom forholdet mellom hva pensjonsinnretningen har av inntekt før og etter endringene i 2008 skal studeres, er det flere faktorer som inngår. Der pensjonsinnretningen tidligere fikk en andel av det totale overskuddet, får de nå avkastning knyttet til selskapskapitalen, kostnadsoverskudd, premie for rentegaranti og overskudd på fortjenesteelementer knyttet til forskjellige faktorer. I tillegg har KLP et årlig egenkapitaltilskudd.

Selv om selskapene før 2008 kunne ta ut opp til 35 prosent av overskuddet, var det ikke tradisjon for at selskapene tok ut en så stor andel.

4 Har pensjonsinnretningene kjøpt aksjer dyrt og solgt aksjer billig?

Det siste tiåret har, som beskrevet i punkt 3.1, vært turbulent både i de norske og i de internasjonale verdipapirmarkedene. Blant annet har aksjemarkedene vært gjennom to store nedgangs- og oppgangsperioder. Turbulensen i verdipapirmarkedene har påvirket sammensetningen av pensjonsinnretningenes verdipapirporteføljer, der aksjer utgjør en sentral del.

I dette kapitlet vurderes det i hvilken grad det er slik at pensjonsinnretningene har tilpasset seg turbulensen i aksjemarkedet fra 2000 til 2010 ved å selge aksjer når aksjemarkedene har falt, og når de eventuelt har kjøpt seg opp i aksjer igjen.

I forespørselen har Pensjonskontoret spesifisert at de ønsket å få utredet hvorvidt de tre livsselskapene KLP, Storebrand og Vital gjennom sin finansforvaltning gjennom finanskrisen faktisk «kjøper dyrt og selger billig». Dette tolkes til å være et spørsmål om det er slik at pensjonsinnretningene har solgt aksjer først når kursene har begynt å nærme seg bunnen, og om de har kjøpt aksjer igjen først når kursene har steget vesentlig fra bunnoteringene. Sagt på en annen måte skal det vurderes hvorvidt det er slik at pensjonsinstitusjonene har vært medsykliske i sin investeringsoppførsel.

I punkt 3.3 foran er det vist at de ulike pensjonsinnretningenes andel av aksjer i porteføljene har variert betraktelig fra 2000 til 2010. Disse variasjonene kan i utgangspunktet skyldes:

- at pensjonsinnretningene øker eller reduserer beholdningen av aksjer
- at verdien på de aksjene pensjonsinnretningene eier endres (fluktuerer)

Figur 15 viser hvordan de gjennomsnittlige vektete aksjeandelene for henholdsvis de tre livsselskapene KLP, Storebrand og Vital, og de to pensjonskassene MP Pensjon PK og Norsk Hydro Pensjonskasse, har variert fra 2000 til 2010. Figuren viser også utviklingen i hovedindeksen på Oslo Børs i samme periode. Det går frem av figuren at aksjeandelene både for livsselskapene og pensjonskassene i stor grad har fulgt fluktuasjonen på Oslo Børs. Har børsen falt, har aksjeandelene falt. Og motsatt, når børsen har gått opp har aksjeandelene økt.

De to pensjonskassene hadde per 31.12.2000 en gjennomsnittlig aksjeandel som var i underkant av 5 prosentpoeng høyere enn den gjennomsnittlige aksjeandelen for livsselskapene. Etter hvert som markedene falt i 2001 og 2002 økte denne forskjellen betraktelig, ved at livsselskapenes aksjeandeler falt betydelig mer enn pensjonskassenes. Ved årsskiftet 2002/2003 hadde forskjellen økt til om lag 18 prosentpoeng.

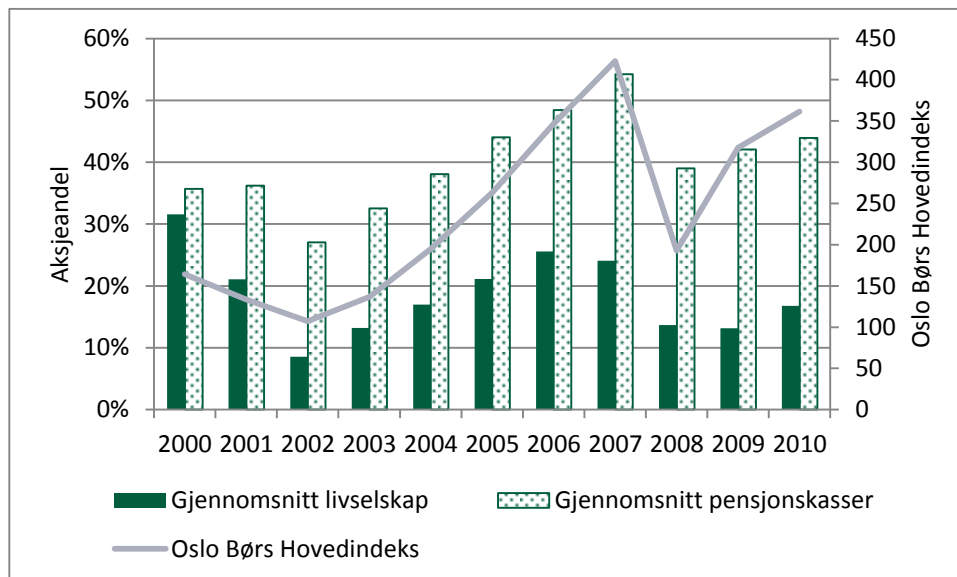
Både livsselskapenes og pensjonskassenes aksjeandeler økte igjen når aksjemarkedene steg igjen fra 2003 til 2007. Den relative veksten i aksjeandeler var størst for livsselskapene i denne perioden. Livsselskapene økte sine aksjeandeler med over 80 prosent (fra 13,2 til 24,1 prosent), mens pensjonskassenes aksjeandeler økte med i overkant av 65 prosent (fra 32,5 til 54,2 prosent). Selv om den relative veksten var størst for livsselskapene, viser imidlertid disse tallene at det var pensjonskassenes aksjeandeler som hadde den største faktiske

veksten i aksjeandel med 21 prosentpoeng. Livselskapenes aksjeandel økte til sammenlikning kun med 11 prosentpoeng.

Bildet var det samme i forbindelse med finanskrisen i 2008. Både livselskapenes og pensjonskassenes aksjeandeler falt, og de relative endringene var størst for livselskapene. Det faktiske fallet var imidlertid størst for pensjonskassene.

Forskjellen mellom de to pensjonskassenes og de tre livselskapenes aksjeandeler har økt betraktelig i løpet av tiåret, og ser i de siste årene ut til å ha stabilisert seg på et nivå mellom 25 og 30 prosentpoeng.

Figur 15 Gjennomsnittlige aksjeandeler og Oslo Børs Hovedindeks



Forutsetninger: Vektete aksjeandeler. Før 2006 aksjer som andel av finansielle eiendeler. Fra 2008 aksjer som andel av investeringer i kollektivporteføljene,

Kilde: FNO, pensjonsinnretningens årsrapporter og Oslo Børs

I intervjurunden har det kommet frem at variasjonene som vises i figur 15 skyldes at livselskapene i større grad enn pensjonskassene har kjøpt og solgt aksjer når markedene har gått opp eller ned. Både MP Pensjon PK og Norsk Hydro Pensjonskasse har opplyst at de gjennomgående ikke har redusert aksjebeholdningene sine når børsen har falt. Tvert imot har de beholdt aksjeporteføljene gjennom store deler av perioden. Livselskapene opplyser på den annen side at de har tilpasset investeringene til endrede markedsforhold. Det vil si at de har solgt aksjer når aksjemarkedene har falt og kjøpt aksjer når markedene har steget.

Bildet av at livselskapene har tilpasser aksjebeholdningene til markedsutviklingen bekreftes også av Finanstilsynet, som flere ganger har gitt uttrykk for at livselskapene i større grad enn pensjonskassene gjør tilpasninger i aksjeporteføljene når markedene går opp eller ned.

Tilsynet skriver senest i «Finansielle utviklingstrekk 2011» som ble lagt frem 28. september 2011 at:

«Ved utgangen av første halvår 2011 utgjorde aksjer 18 prosent av kollektivporteføljen i livsforsikringsselskapene. [...] I pensjonskassene har aksjeandelen vært langt mer stabil over tid og ligger på et betydelig høyere nivå enn i livsforsikringsselskapene med 32 prosent av kollektivporteføljen. Dette viser at livsforsikringsselskapene i langt større grad enn pensjonskassene justerer aksjerisikoen etter markedsutviklingen, dvs. at de reduserer aksjeporteføljen mer enn pensjonskassene når aksjemarkedet faller.»

Et interessant spørsmål når pensjonsinnretningenes investeringsstrategi skal vurderes, er hvordan innretningene har timet sine kjøp og salg av aksjer. Har de for eksempel prøvd å sitte på aksjene så lenge som mulig, og så blitt tvunget til å selge når kursene har falt mye, eller har de tvert imot begynt å selge tidlig når kursene har begynt å falle? For å kunne gi et svar på spørsmålet om timing holder det ikke å se på statistikk per 31.12 hvert år ettersom aksjemarkedene endrer seg mye i løpet av et kalenderår.

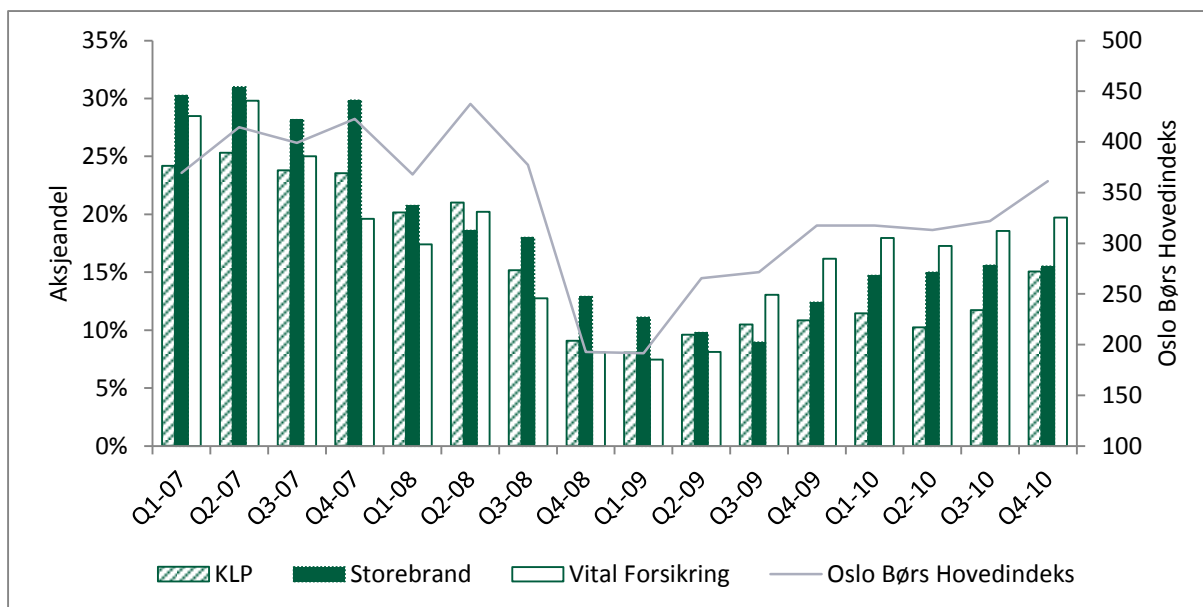
For i større grad å kunne si noe om hvordan pensjonsinnretningene har timet kjøp og salg av aksjer er tilgjengelige kvartalstall fra pensjonsinnretningene vurdert. Figur 16 viser utviklingen i aksjeandelen i de tre selskapene KLP, Storebrand og Vitals kvartalsvis fra 2007 til 2010, sammenliknet med utviklingen i hovedindeksen på Oslo Børs.

Tallene er hentet fra FNOs statistikk «Markedsandeler – endelige tall og regnskapsstatistikk». Det betyr at aksjeandelene ikke er justert for bruk av derivater. Figuren kan gi inntrykk av at selskapene er relativt trege med å justere aksjeporteføljene når aksjemarkedet faller eller stiger. For eksempel kan det se ut som om selskapene ikke reduserte aksjeporteføljene vesentlig i 2008 før kursene hadde nådd bunnen i 4. kvartal samme år. Tilsvarende gir figuren inntrykk av at det tok flere kvartaler før selskapene hadde økt aksjeandelene betydelig igjen etter at kursene begynte å stige i 2009.

Siden alle de tre livsselskapene i stor grad benytter derivater viser imidlertid ikke figur 16 et riktig bilde av selskapenes timing i aksjemarkedet. Alle de tre livsselskapene bruker i stor grad derivater når de skal gjøre raske tilpasninger i eksponeringen mot aksjemarkedet. Derivatbruken gjør at selskapene i realiteten kan ha kjøpt eller solgt aksjer før dette framkommer i tallene som rapporteres til FNO. Et bedre mål på selskapenes reelle aksjeeksponering er derfor selskapenes tall for aksjeandeler justert for bruk av derivater.

Figur 17 viser utviklingen i selskapenes aksjeandeler etter at andelene er justert for bruk av derivater. Denne figuren gir et annet bilde av når selskapene faktisk har kjøpt og solgt aksjer. I 2008 hadde for eksempel selskapene redusert aksjeandelene betraktelig før det kraftige fallet i aksjekursene i tredje og fjerde kvartal. Livsselskapene skjermet dermed porteføljene for store deler av fallet i aksjemarkedene, og unngikk på denne måten en langt dårligere avkastning enn de ellers ville ha fått.

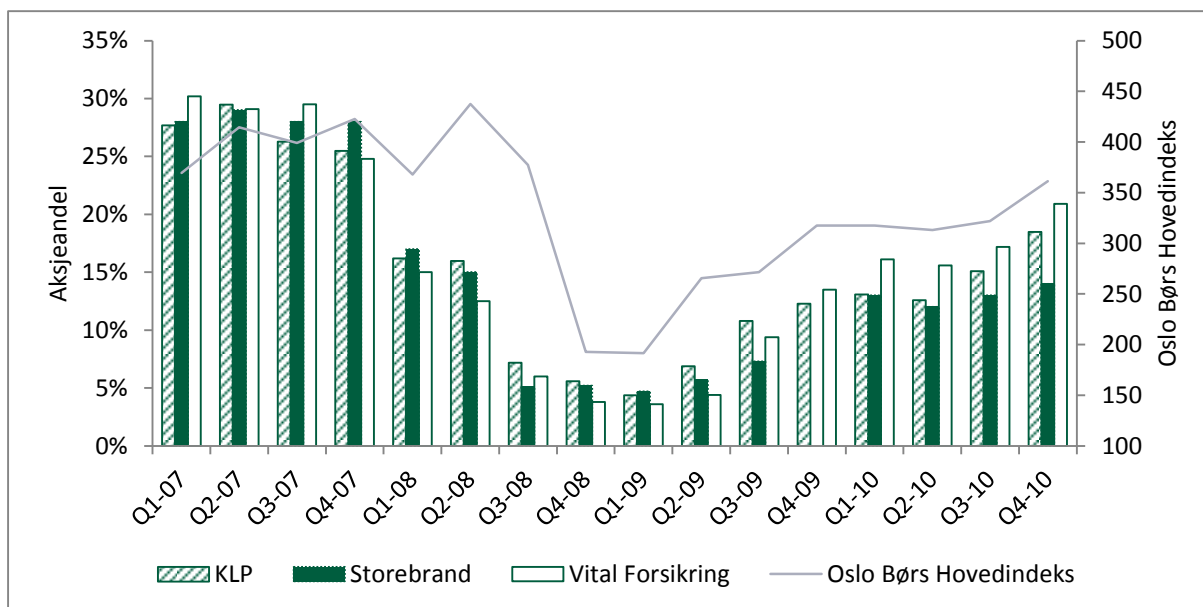
Figur 16 Aksjeandeler (ikke justert for derivater) og Oslo Børs Hovedindeks



Aksjer som andel av investeringer i kollektivporteføljen

Kilde: FNO og KLP

Figur 17 Aksjeandeler (justert for derivater) og Oslo Børs Hovedindeks



Kommentar: Storebrands aksjeandel i 4. kvartal 2009 fremkommer ikke i kvartalsrapporten eller analytikerpresentasjonen

Kilde: Selskapenes kvartalsrapporter og analytikerpresentasjoner

Diskusjonen over viser at det stemmer at livsselskapene til en viss grad har solgt aksjer når aksjemarkedene har falt, og kjøpt når markedene har steget. Dataene og opplysninger som

har fremkommet i intervjurunder tyder imidlertid på at selskapene ikke har solgt aksjene når kursene har vært på bunn og kjøpt når de har vært på topp, og at kjøp og salg av aksjer i stor grad foretas ut fra en på forhånd fastsatt investeringsstrategi.

I kapittel 5 diskuteres mulige faktorer som påvirker pensjonsinnretningenes aksjeinvesteringer og beslutninger om kjøp og salg av aksjer nærmere.

5 Faktorer som påvirker pensjonsinnretningenes aksjeinvesteringer

Pensjonskontoret har bedt om å få utredet om det er på grunn av rentegarantien eller andre forhold, dersom det er slik at de tre livselskapene «kjøpte aksjer dyrt og solgte billig gjennom finanskrisen».

Som det fremgår av kapittel 4 er det faktisk slik at de tre livselskapene til en viss grad har kjøpt dyrt og solgt billig. Samtidig har de to pensjonskassene som det sammenlignes med ikke foretatt tilsvarende kjøp og salg. Det er mange årsaker til at pensjonsinnretninger har forskjellig investeringsstrategi. Siden alle pensjonsinnretningene som studeres har samme krav til rentegaranti, kan det ikke være forpliktelsen som ligger i å ha gitt kundene en rentegaranti som er avgjørende for pensjonsinnretningenes investeringsstrategi.

I dette kapittelet diskuteres noen åpenbare forhold som påvirker investeringsstrategien, som forholdene i verdipapirmarkedet, kundenes ønsker og behov og selskapenes rammebetingelser.

5.1 Markedsforhold for investeringer

5.1.1 Utviklingen i verdipapirmarkedene

Utviklingen i verdipapirmarkedene påvirker pensjonsinnretningenes aksjeandeler uavhengig av om de tilpasser seg endringer i markedene ved å kjøpe eller selge aksjer. Også pensjonsinnretningene som ikke tilpasser investeringene vil påvirkes av endringer i aksjemarkedene. Dette skyldes at når aksjekursene endres, vil også verdien av pensjonsinnretningenes aksjebeholdning endres. Dermed endres også andelen aksjene utgjør av kapitalen til forvaltning.

I punkt 5.4 beskrives hvilke strategier pensjonsinnretningene har for tilpasning av aksjebeholdningene ved endringer i aksjemarkedene. Noen innretninger tilpasser aksjebeholdningen når kursene endres, mens andre ikke endrer aksjebeholdningen.

Som vist i figur 15 i kapittel 4 har pensjonsinnretningenes aksjeandeler i stor grad har fulgt utviklingen på Oslo Børs. Når kursene har gått ned, har også aksjeandelene gått ned. Og motsatt, når kursene har steget, har også aksjeandelene økt.

Også utviklingen i verdensøkonomien påvirker fastsettelsen av pensjonsinnretningenes investeringsstrategier, og derigjennom innretningenes aksjeandeler. Flere har i intervjuene pekt på at synet på den fremtidige utviklingen i verdensøkonomien, herunder hvordan denne utviklingen vil påvirke verdipapirmarkedene, er for mange en viktig parameter når pensjonsinnretningene skal fastsette sine investeringsstrategier. Et positivt syn på denne utviklingen i verdensøkonomien fører trolig til høyere aksjeandeler enn et negativt fremtids-syn.

5.1.2 Tilgjengelige verdipapirer

Pensjonsinnretningenes investeringsstrategi avhenger naturligvis også av hvilke typer verdipapirer innretningene har anledning til å plassere pensjonsmidlene i. Videre har det betydning hvilke av disse aktivaene som er tilgjengelige i markedet. Forsikringsbransjen har for eksempel flere ganger tatt til orde for at tilbudet av langsiktige norske rentepapirer ikke er tilstrekkelig sammenliknet med behovet norske pensjonsinnretninger har for å dekke sine langsiktige avkastningsforpliktelser.

En mangel på visse typer verdipapirer kan føre til at pensjonsinnretningene får en ikke optimal sammensetning av porteføljene, herunder at aksjeandelene ikke har et optimalt nivå. Utfordringene blir etter Finanstilsynets mening forsterket av Solvens II-regelverket. Tilsynet har i «Finansielle utviklingstrekk» september 2011 adressert utfordringene knyttet til kapitalforvaltningen under Solvens II-regimet.

Tilgjengelige verdipapirer vil påvirke pensjonsinnretningenes investeringsstrategi. Investeringsstrategier er nærmere omtalt i punkt 5.4.2.

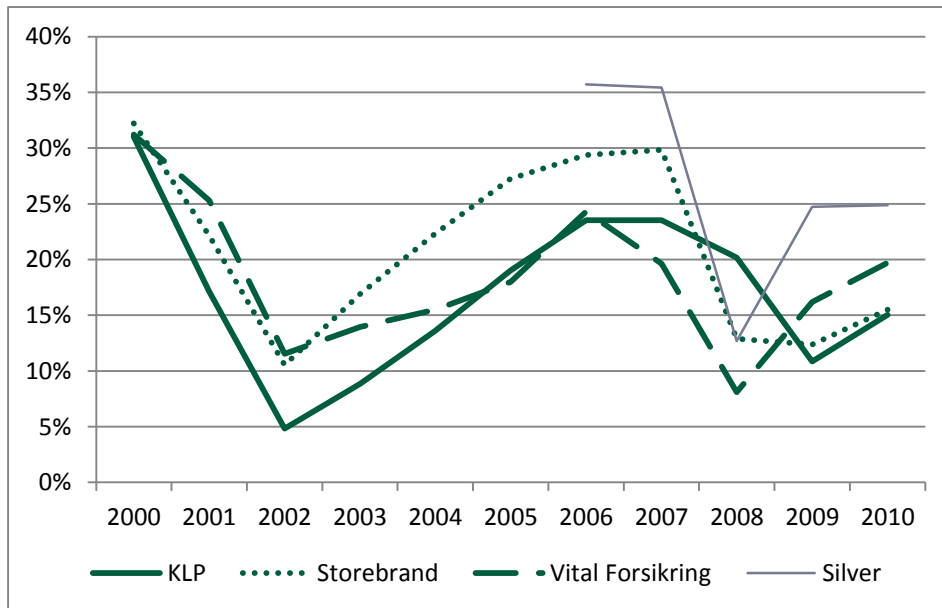
5.1.3 Konkurransen mellom pensjonsinnretningene

Kapitalavkastningen livselskapene oppnår i forvaltningen av pensjonsmidlene er en viktig faktor i konkurransen mellom selskapene. Denne konkurransen kan påvirke pensjonsinnretningenes aksjeandeler på flere måter. Konkurransen gir isolert sett selskapene et insentiv til å ha høyere aksjeandeler enn konkurrentene for derigjennom å øke den forventede avkastningen. Samtidig har alle livselskapene trukket frem i intervjurunden at konkurransen fører til at selskapene følger nøye med på de andre selskaperes disponeringer, og at de gjennomgår egen investeringsstrategi dersom det viser seg at de har en vesentlig annen aksjeandel enn andre selskaper.

Figur 18 viser hvor store aksjeandeler livselskapene har hatt fra 2000 til 2010. Det går frem av figuren at selskaperes aksjeandeler har beveget seg i takt i denne perioden. Silver, som markedsfører seg med at selskapet har en annen investeringsstrategi enn andre livselskaper ved at det plasserer en større del av forsikringsmidlene i aksjer, har imidlertid med unntak av i 2008 hatt en vesentlig høyere aksjeandel enn de tre andre livselskapene.

Det er vanskelig å slå fast hvordan konkurransesituasjonen faktisk påvirker livselskaperes aksjeandeler. Figur 18 viser imidlertid at det er mye som tyder på at konkurransen heller fører til at selskapene i stor grad følger hverandres investeringsstrategier, enn til at selskapene velger ulikt. Se for øvrig punkt 5.4 der blant annet betydningen av at pensjonsinnretningene har ulike investeringsstrategier mer generelt drøftes.

Figur 18 Aksjeandeler KLP, Storebrand, Vital og Silver



Før 2008 beregnet i prosent av selskapets totale kapital. Fra 2008 beregnet i prosent av kapitalen i kollektivporteføljen

Kilde: FNO og selskapenes kvartalsrapporter

5.2 Kundenenes ønsker og behov

Flere av pensjonsinnretningene har i intervjuene tatt til orde for at også kundenenes ønsker og behov har betydning for fastsettelsen av pensjonsinnretningens investeringsstrategi. Noen innretninger viser til at det er i kundenenes interesse at innretningene har høye aksjeandeler siden historien viser at aksjer historisk har gitt høyere avkastning enn å plassere midlene i andre aktiva. Disse pensjonsinnretningene mener dagens rammevilkår ikke gir innretningene muligheter til å ha aksjeandeler som optimale.

Finanstilsynet har også tatt opp denne problemstillingen i et brev av 08.03.2011 til Finansdepartementet om «Virksomhetsregler i livsforsikring», der det heter at:

«Flere har påpekt at kundene vil være mer tjent med regler som gir grunnlag for noe mer langsiktig innretning på forvaltningen. En forvaltning med høyere aksjeandel og generelt en bedre spredning på andre aktivaklasser enn renteinstrumenter vil gi høyere forventet avkastning over tid, og dermed også potensial for høyere avkastningsoverskudd på kontraktene, på sikt større overføring til premiefondet og/eller redusert pris for rentegarantien og også bedre utsikter til høyere utbetalinger til pensjonistene. En kan tenke seg ulike tilpasninger som gjør selskapene bedre rustet til å møte utfordringene fremover, og spesielt tilpasninger som kan gjøre at man unngår kortsiktig fokus i kontrakter som i utgangspunktet strekker seg over en lang tidshorisont.»

Andre pensjonsinnretninger har pekt på at kundene sier at de ønsker konkurransedyktig avkastning, men samtidig rentegarantipremien ikke må bli for høy. Pensjonsinnretningene

viser til at kundene er med på å betale for innretningenes forvaltningsrisiko gjennom de årlige rentegarantipremiene. Innretningene viser til at nivået på disse premiene henger sammen med risikoen pensjonsinnretningene har med hensyn til å oppnå en avkastning som gjør dem i stand til å dekke den årlige rentegarantien. Pensjonsinnretningene peker på at dersom de skulle hatt vesentlig høyere aksjeandeler enn i dag, ville kundene ha måttet betale vesentlig høyere rentegarantipremier. Se for øvrig oversikt over rentegarantipremier i 2010 i punkt 3.5.

Det er også påpekt at flere kunder, særlig innen kommunal sektor, ønsker stabil avkastning fremfor mulig høy og mer ustabil avkastning. Figur 9 i punkt 3.3 viser at de kommunale pensjonskassene i snitt har lavere aksjeinvesteringer enn de private pensjonskassene, mens figur 4 i punkt 3.2 viser at de har mer stabil avkastning i perioden 2000 til 2010. I intervju-runden fremkom det at kundemassen ikke er ensartet og at det vil være forskjeller i hva kundene synes er viktig. Noen kunder vil prioritere høy og volatil avkastning, og noen av disse igjen vil være villige til å være med på å bygge de nødvendige bufferne.

Kundene vil normalt ønske seg både høy og stabil avkastning, for å få en god og stabil årlig overføring til premiefond, en kapital som igjen kan benyttes til å betale premie.

I punkt 5.4.3 diskuteres det om størrelsen på kundebufferen er en sentral faktor når pensjonsinnretningene fastsetter aksjeandelene sine. Når pensjonsinnretningene skal gjøre avsetninger til tilleggsavsetninger, som er en viktig del av kundebufferen, tas tilleggsavsetningene av overskuddet på forvaltningen av kundenes midler. Alternativet hadde vært at disse midlene hadde blitt tilført kundenes premiefond. Dette gjør at det er en interessekonflikt mellom kunde og pensjonsinnretning med hensyn til å bygge bufferkapital. Pensjonsinnretningene vil ønske å ha høye kundebuffer for å redusere risikoen for å måtte dekke manglende avkastning fra egenkapitalen, mens kundene vil ønske å få mest mulig av overskuddet på premiefondet som de kan bruke til å betale kommende års premier.

Andre kunder er først og fremst opptatt av stabile pensjonskostnader, herunder stabil årlig avkastning. Det er videre ulike syn på om det er pensjonskostnadene slik de fremstår i kommuneregnskapene eller i form av den årlige innbetalingen og likviditeten som er viktigst når ønske om avkastning skal vurderes.

For de kommunene som har valgt å ha egen pensjonskasse kan det se ut til at behovet for stabil årlig avkastning er det som har veiet tyngst ettersom kommunale pensjonskasser har lavere aksjeeksponering i snitt enn de private pensjonskassene. Se punkt 3.3.

5.3 Selskapenes rammebetingelser og strategi

5.3.1 Eierskapsmodell

Pensjonsinnretningenes eierskapsmodell bestemmer hvem som har ansvar for at innretningen har tilstrekkelig egenkapital, og hvem som må dekke tap eller mottar eventuelle inntekter. Den kan også være med på å bestemme i hvilken grad pensjons-

innretningen benytter et eventuelt overskudd til å bygge bufferkapital framfor å overføre det til kunder eller eier. På denne måten vil eierskapsmodellene indirekte få betydning for pensjonsinnretningenes aksjeinvesteringer. For tjenstepensjonsordninger er det etter 2008 ikke lenger overskuddsdeling mellom eier og kunde.

Noen former for eierskap gir også større nærhet mellom kunder og eiere enn andre eierskapsløsninger. Nærhet mellom kunde og eier kan bety at kundene i større grad kan påvirke hvordan pensjonsordningens midler skal forvaltes og hvilke buffere som kan bygges.

Livselskapene og pensjonskassene som inngår i analysene i denne rapporten har ulik form for eierskap. KLP er et gjensidig selskap. Kundene er også eiere av selskapet og plikter å betale egenkapitaltilskudd i den utstrekning det er nødvendig for å gi KLP tilfredsstillende soliditet. Medlemmene er også solidarisk ansvarlige for å dekke eventuelle underskudd.

Selv om kundene også er eiere i KLP har selskapet en størrelse som gjør at enkeltkundene trolig har mindre innflytelse, for eksempel i forhold til beslutninger om selskapets investeringsstrategi, enn de ville hatt i en egen pensjonskasse.

Storebrand Livsforsikring AS er et heleid datterselskap av Storebrand ASA, som er et allmennaksjeselskap notert på Oslo Børs. Det vil si at det er Storebrand ASAs aksjonærer som er ansvarlige for å stille til rådighet tilstrekkelig egenkapital. Vital Forsikring ASA er også et aksjeselskap, og er 100 prosent eid av DnBNOR ASA. Dette betyr at det er DnBNOR som står ansvarlig for at Vital til enhver tid har tilstrekkelig egenkapital. DnBNOR er børsnotert, og har staten som en stor eier.

Det er naturlig å forvente at eiere i livselskap som er aksjeselskaper vil ha noe igjen for å stille risikokapital til disposisjon for selskapene og fordi de står som garantister for at ordningens pensjonsmidler oppnår en årlig avkastning som er minimum lik beregningsrenten. Egenkapitalen i Storebrand og Vital blir betjent gjennom utdeling av utbytte i form av overskudd som oppstår blant annet gjennom avkastning på eierkapitalen, fortjenesteelementer i tariffene, overskudd på forsikringer uten overskuddsdeling eller tilbakeholdt overskudd (for fripoliser og "gamle" individuelle forsikringer).

Alle de tre livselskapene er imidlertid opptatt av å beskytte eierkapitalen. Det kan likevel være naturlig at dette er viktigere for et børsnotert selskap kontra et selskap underlagt et morselskap (avhengig av morselskapet) eller ikke minst et gjensidig selskap.

I tillegg til de ovennevnte forholdene, opererer livselskapene som omtalt i punkt 5.2.3 i et konkurransemarked. Dette kan bety at det blir vanskelig for enkeltelskaper å ha en investeringsstrategi som avviker mye fra konkurrerende selskapers strategier. Det samme gjelder for selskapenes utbyttepolitikk og i hvilken grad selskapene bygger bufferkapital. Konkurransen gjør trolig at utbyttene ligger på et lavere nivå enn de ville gjort uten konkurranse. For livselskap som tilbyr flere produkter enn tjenstepensjon til kommunale ordninger er det også flere kundeinteresser å ivareta. Mulighetene for å ha underporteføljer

av kollektivporteføljen som kom i 2008 gjør det imidlertid lettere å ivareta de forskjellige kundeinteressene enn da dette ikke var mulig.

Når det gjelder oppbygging av kundebuffer, som ville ha økt selskapenes risikobærende evne, er det mye som tyder på at konkurransen og muligens kundenes ønske om å få tilført midler til premiefond har ført til at selskapene har bygget mindre kundebuffer enn optimalt. Spørsmål knyttet til oppbygging av bufferkapital er nærmere omtalt i punkt 5.4.3.

Både behovet for å beskytte egenkapitalen og ulike forhold knyttet til konkurransen i markedet, kan trolig ha ført til at livselskapene har hatt lavere aksjeandeler enn de ellers ville hatt.

Livselskapene har i intervjuene vist til at eierne har gitt to hovedmålsetninger for selskapenes investeringsstrategier. Selskapene skal søke å oppnå konkurransedyktig avkastning samtidig som de så langt som mulig forsøker å unngå at egenkapitalen i selskapet går tapt som følge av store tap i forvaltningen av pensjonsmidlene. Disse to målsetningene står til en viss grad i motstrid til hverandre. Ønsket om konkurransedyktig avkastning kan bidra til økte aksjeandeler, mens ønsket om å beskytte egenkapitalen kan bidra til å holde aksjeandelene nede.

Når det gjelder pensjonskassene, er disse selvstendige juridiske enheter som eies av foretakene de leverer pensjonstjenester til. Regelverket for pensjonskasser fastsetter at pensjonskassens økonomi og styring må holdes atskilt fra eiers virksomhet. Eier er imidlertid ansvarlig for at pensjonskassen har tilstrekkelig egenkapital. Pensjonskassene kan velge hvor mye de skal levere selv av tjenester, og hvor mye som skal kjøpes inn fra eksterne pensjonsinnretninger. For eksempel er det vanlig at pensjonskassene setter bort kapitalforvaltningen. Pensjonskassens styre har det endelige ansvaret for pensjonskassen og må følge opp kassens virksomhet. Styret fastsetter for eksempel pensjonskassens investeringsstrategi på et overordnet plan, mens den konkrete handelen foretas av de som har fått dette ansvaret.

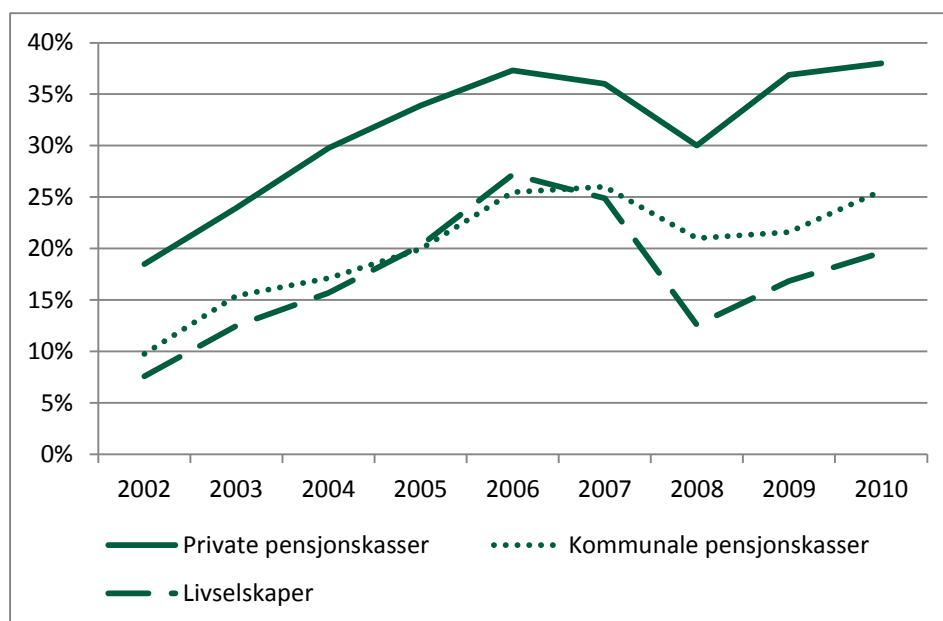
Siden pensjonskassene har et mye tettere forhold til eier enn livselskapene ved at kunde og eier er identisk, kan det tenkes at pensjonskassene for eksempel lettere kan få aksept for å bygge opp bufferkapital, og at eier i mindre grad tar ut utbytte. Dette kan i så fall føre til at pensjonskassene kan ha en investeringsstrategi med en høyere aksjeandel enn livselskapene. Flere pensjonskasser har nettopp en strategi der alt overskudd som oppstår i pensjonskassen går med til å øke egenkapitalen.

Både MP Pensjon PK og Norsk Hydro Pensjonskasse har i intervjuene gitt uttrykk for at eierne ønsker at pensjonskassene skal ha en relativt høy aksjeandel ut fra en grunnleggende forestilling om at investering i aksjer over tid vil gi høyere avkastning enn andre verdipapirer. Samtidig har eierne hatt et ønske om å unngå å måtte skyte inn ny egenkapital i pensjonskassene. De to pensjonskassene har bevisst bygget opp mye bufferkapital og høy egenkapital for å være i stand til å ha en høy aksjeandel. Mye av oppbyggingen av egenkapitalen har skjedd ved at overskuddet har blitt tilført egenkapitalen.

De to pensjonskassene som er studert er imidlertid ikke helt representative for flertallet av pensjonskasser. Det er stor variasjon i risikovillighet i investeringene mellom eiere av norske pensjonskasser. Dersom pensjonskassenes aksjeandel er et godt mål på risikovillighet på investeringer, er det mye som tyder på at eiere av private pensjonskasser i snitt er mer risikovillige enn kommunale pensjonskasser. Det finnes også pensjonskasser som er opptatt av *mindre* investeringsrisiko.

Figur 19 viser gjennomsnittlige aksjeandeler i henholdsvis livselskaper, kommunale pensjonskasser og private pensjonskasser fra 2002 til 2010. Figuren viser at private pensjonskasser gjennomgående har hatt høyere aksjeandeler enn kommunale pensjonskasser. Siden aksjer er forutsatt å være mer risikofylte verdipapirer enn andre verdipapirer betyr dette at de private pensjonskassene i snitt har hatt større investeringsrisiko enn kommunale pensjonskasser og livselskaper.

Figur 19 Gjennomsnittlige aksjeandeler



Kilde: Finanstilsynet

5.3.2 Pensjonsinnretningenes investeringsstrategi

Under dette punktet vil det bli gitt en oversikt over enkelte forskjellige investeringsstrategier som vurderes av pensjonsinnretningene samt hvilke strategier de innretningene som studeres i denne rapporten faktisk følger.

Pensjonsinnretningene plasserer pensjonsmidlene i en rekke ulike finansielle instrumenter. Disse finansielle instrumentene har ulike egenskaper. Noen rentebærende aktiva gir en sikker og forutsigbar avkastning, mens andre gir en avkastning som i større eller mindre grad

er usikker. Av de store investeringspostene som inngår i pensjonsinnretningenes balanse, er kanskje aksjer de mest usikre verdipapirene med hensyn til avkastning.

Aksjer kan både gi svært høy og svært lav avkastning, avhengig av kjøps- og salgstidspunkt. De kan stige eller falle mye i verdi i løpet av en kort periode. Aksjer er med andre ord ett av de mest volatile finansielle instrumentene pensjonsinnretningene benytter. Når pensjonsinnretningene skal fastsette en investeringsstrategi, vil derfor et av de viktigste spørsmålene være hvor mye aksjer det skal være i porteføljene under ulike markedsforhold.

Pensjonsinnretningenes investeringsstrategi definerer også hvordan porteføljene for øvrig skal diversifiseres, det vil si hvilke andre typer av aktiva enn aksjer de skal kjøpe og hvilken investeringsrisiko de er villige til å ta.

Diversifisering av investeringene innebærer at det investeres i aktiva som har forskjellige sykluser, det vil si at når en investeringstype får lavere verdi vil en annen investeringstype få høyere verdi. Det er relativt stor variasjon mellom pensjonsinnretningene i denne studien med hensyn til hvor hvordan de diversifiserer investeringene. Noen benytter kun et fåtall aktivaklasser, mens andre benytter en stor meny av ulike aktiva.

Siden aksjer er det instrumentet som har størst volatilitet, er det pensjonsinnretningenes aksjeeksponering som i praksis bestemmer innretningenes investeringsrisiko. Dette gjør at strategien for eksponering mot aksjemarkedet under ulike markedsforhold blir en svært sentral del av den samlede investeringsstrategien.

Investeringsstrategiene kan ikke analyseres uten å se hen til pensjonsinnretningenes forpliktelser overfor kundene som innebærer at de hvert år skal levere en minsteavkastning. Dersom pensjonsinnretningene ikke klarer å oppnå denne avkastningen må i siste instans pensjonsinnretningen dekke det som mangler for å oppfylle forpliktelsen.

Finanstilsynet har flere ganger gitt uttrykk for at reglene om årlig tildeling av overskudd gjør at livsforsikringsselskapene har insentiver til å investere forsikringsmidlene med lav risiko for å unngå å måtte belaste egenkapitalen dersom avkastningen blir for lav. I «Finansielt utsyn 2011» skriver tilsynet blant annet at:

«Livsforsikringsselskapene må tilpasse eiendelene til påtatte forpliktelser. For store deler av forsikringskontraktene (ytelsesbaserte ordninger) har norske livsselskaper en forpliktelse i form av årlig garantert avkastning. I gjennomsnitt er denne garanterte avkastningen om lag 3,3 prosent, og skal hvert år tildeles kundene med endelig virkning. For ikke å belaste egenkapitalen har selskapene et insitament til å holde lav risiko i porteføljen. Dette kan bidra til en kortsiktig forvaltning av midlene og gjerne overvekt av investeringer med kort løpetid og høy likviditet. I tillegg kan aksjeandelen lett bli lavere enn hva som er optimalt på lang sikt gitt forventet meravkastning for investorene i aksjemarkedet.»

Hovedtyper av investeringsstrategier

Det er i utgangspunktet tre ulike hovedtyper av investeringsstrategier pensjonsinnretningene kan velge mellom. De tre hovedstrategiene er:

- «Buy and hold»
Pensjonsinnretningene kjøper et sett med verdipapirer og beholder disse uansett hva som skjer i markedene.
- «Constant mix»
Pensjonsinnretningene skal til enhver tid ha bestemte andeler av porteføljen plassert i henholdsvis aksjer, obligasjoner, mv. Når markedene beveger seg rebalanserer innretningene porteføljene. Dersom for eksempel aksjekursene stiger slik at aksjeandelen i porteføljen øker, vil innretningene selge aksjer slik at aksjeandelen holdes konstant.
- «CPPI – dynamisk risikostyring»
Pensjonsinnretningene definerer først en initial aksjeholdning ut fra risikovillighet og risikokapasitet (det vil si hvor mye bufferkapital pensjonsinnretningen har i forhold til sine forpliktelser, se punkt 1.6 Begreper og definisjoner). Deretter avhenger aksjeandelen av utviklingen i pensjonsinnretningens risikokapasitet. Jo høyere risikokapasitet, jo større risiko kan pensjonsinnretningene ta. Sammensetningen av porteføljen tilpasses fortløpende ut fra hvilken kapasitet innretningene har til å ta investeringsrisiko. Dersom for eksempel kursreservene reduseres på grunn av et fall i aksjemarkedene, vil pensjonsinnretningene selge aksjer for å redusere risikoen i porteføljen.

De tre typene investeringsstrategi har ulike egenskaper når det gjelder forholdet mellom avkastning i aksjemarkedet og avkastning på egenkapitalen. Markedet vil bestemme hvordan en «buy and hold-strategi» vil gjøre det. Den vil gi dårlig avkastning på egenkapitalen dersom det går dårlig i aksjemarkedet, og god avkastning dersom det går veldig bra i aksjemarkedet.

En «constant mix-strategi» vil gjøre det enda dårligere enn «buy and hold-strategi» når det går dårlig i markedet. Dette skyldes at med denne strategien skal det kjøpes mer og mer aksjer når verdien av aksjene går ned på grunn av at aksjemarkedene faller, for å holde aksjeandelen av porteføljen konstant. Dermed øker også risikoen i porteføljen slik at den negative effekten av et fortsatt fall i aksjekursene stadig tiltar.

Når markedene går svært bra vil en «constant mix-strategi» gi stadig svakere avkastning. Dette skyldes at stigende aksjekurser gjør at antallet aksjer må reduseres for å holde aksjeandelen konstant. Dermed får en også stadig mindre glede av en fortsatt vekst i aksjekursene. Statens pensjonsfond utland benytter en «constant mix» investeringsstrategi.

Med en strategi som bygger på «CPPI – dynamisk risikostyring» blir forholdet mellom avkastning i aksjemarkedet og avkastning på egenkapitalen annerledes enn med de to andre strategiene. Dynamisk risikostyring innebærer at dersom risikokapasiteten faller vil selskapene redusere risikoen ved å selge aksjer, og motsatt, når risikokapasiteten stiger vil

de kjøpe mer aksjer. Går det dårlig i aksjemarkedene vil denne strategien derfor gi lavere tap enn de to andre strategiene. Dermed gir strategien også høyere forventet avkastning på egenkapitalen. Avkastningen på egenkapitalen vil samtidig stige mer og mer dersom markedene gjør det godt ettersom pensjonsinnretningen kjøper mer og mer aksjer når kursene stiger.

Hvilken investeringsstrategi den enkelte pensjonsinnretning velger avhenger først og fremst av pensjonsinnretningens risikovillighet. Det er for eksempel større risiko for at en gitt buffer- og egenkapital kan gå tapt med en «buy and hold-strategi» enn med en strategi med dynamisk risikostyring. Dersom for eksempel pensjonsinnretningens eier ikke ønsker å utsette egenkapitalen for risiko som følge av for dårlig avkastning, vil det derfor være mest fornuftig å velge en strategi med dynamisk risikostyring.

Det er imidlertid ikke utelukkende risikovilligheten som påvirker valg av investeringsstrategi. Også pensjonsinnretningenes risikokapasitet har betydning. Jo mer risikokapasitet en pensjonsinnretning har i form av kundebuffer, jo bedre vil egenkapitalen være skjermet mot tap ved fall i aksjemarkedene. Dette betyr for eksempel at en «buy and hold-strategi» vil være mindre risikabel for en pensjonsinnretning hvor det er store kundebuffer enn for en innretning med små kundebuffer. For en pensjonsinnretning med høy egenkapital som eier er villig til å tape litt av, som kan være eller har vært tilfelle for enkelte pensjonskasser, vil det ikke være like nødvendig å skjerme egenkapitalen. Tilsvarende har også enkelte livselskap hatt morselskap som har skutt inn midler når det har vært behov.

I intervjurunden har flere hevdet at det er en forutsetning for å ha en «buy and hold-strategi» at pensjonsinnretningen har en eier som er villig til å skyte inn midler dersom det går dårlig i aksjemarkedet. Dynamisk risikostyring kan langt på vei ses på som en forsikringsordning for pensjonsinnretningene. Det som er forsikret er innretningens egenkapital.

Pensjonsinnretningenes faktiske investeringsstrategi

Intervjuene har vist at de fire livselskapene og de to pensjonskassene som er analysert i forbindelse med denne utredningen plasserer seg i to ulike leire når det gjelder valg av investeringsstrategi. Frem til 2002 benyttet flere av livselskapene «buy and hold»-liknende strategier der de relativt sjelden gjorde tilpasninger i porteføljene. Dette endret seg etter selskapene både i 2001 og 2002 måtte bruke store deler av tilgjengelig bufferkapital for å oppfylle kravene til avkastning til kundene.

De seneste årene har de tre livselskapene KLP, Storebrand og Vital benyttet dynamisk risikostyring der de tilpasser aksjebeholdning ut fra utviklingen i verdipapirmarkedene. De to pensjonskassene har hatt «buy and hold»-strategier gjennom hele perioden som er vurdert i denne rapporten.

Livselskapene har i intervjurunden pekt på at bakgrunnen for at de la om til dynamisk risikostyring i stor grad skyldtes endrede holdninger hos selskapenes eiere etter flere år med

dårlige finansresultater. Eierne ønsket da å redusere risikoen for at selskapenes egenkapital skulle gå tapt som følge av dårlig avkastning. Dette gjaldt både for KLP, som er et gjensidig selskap der kundene også eier selskapet, for Storebrand, som er et allmennaksjeselskap notert på Oslo Børs, og Vital, som er et heleid datterselskap av DnBNOR.

Selskapene mener at dynamisk risikostyring også er en fordel for kundene. De peker på at dersom de skulle beholdt «buy and hold»-strategier, måtte de hatt vesentlig lavere aksjeandeler enn de har i dag. Dette ville trolig vært uheldig for avkastningen på kundenes midler.

Innenfor en investeringsstrategi som bygger på prinsippet om dynamisk risikostyring skal pensjonsinnretningene som beskrevet over redusere risikoen i porteføljene ved for eksempel å selge aksjer når markedene faller, og de skal øke risikoen ved for eksempel å kjøpe aksjer når markedene stiger. Dette betyr at for pensjonsinnretninger som bygger sin investeringsstrategi på dette prinsippet er det fornuftig å selge aksjer når markedene faller, og å kjøpe aksjer når markedene stiger. Omleggingen til dynamisk risikostyring har derfor utvilsomt bidratt til bildet av at norske livselskaper selger aksjer når markedene faller og kjøper aksjer når markedene stiger.

Dynamisk risikostyring påvirker også tidspunktet for kjøp og salg av aksjer. Livselskapene peker på at fordi dynamisk risikostyring innebærer at selskapene løpende skal tilpasse seg utviklingen i aksjemarkedet, vil selskapene unngå å selge aksjene først når markedet har nådd bunnen eller kjøpe aksjer først når markedet har nådd toppen.

Selv om alle livselskapene bygger investeringsstrategiene sine på dynamisk risikostyring, betyr ikke det at alle selskapene har identisk investeringsstrategi. Flere forhold varierer trolig fra selskap til selskap. For eksempel varierer det trolig hvor mye risiko selskapene i utgangspunktet er villig til å ta, samt hvor store endringer som kreves i markedene før de justerer aksjeeksponeringen. Samtidig trekker alle selskapene frem at de opererer i et konkurransemarked, noe som medfører at de følger nøye med på hvilke disponeringer de andre selskapene foretar seg. Dette betyr at selskapene gjennomgår egen investeringsstrategi dersom det viser seg at de har en annen aksjeandel enn andre selskaper.

I og med at livselskapene har benyttet dynamisk risikostyring har de for øvrig heller ikke hatt behov for å endre den underliggende investeringsstrategien når aksjemarkedene har falt kraftig.

Når det gjelder MP Pensjon PK og Norsk Hydro Pensjonskasse har de altså i større grad hatt «buy and hold»-strategier gjennom hele perioden. Det er trolig to hovedgrunner til at de har kunnet ha en annen strategi enn livselskapene. For det første har begge pensjonskassene gjennomgående hatt svært høy bufferkapital sammenliknet med andre pensjonsinnretninger. Videre har de hatt eiere/sponsorer i ryggen som er finansielt sterke. Begge pensjonskassene har i intervjuene gitt uttrykk for at eier har et bevisst forhold til at det er en viss risiko for at de må skyte inn egenkapital dersom det går svært dårlig i aksjemarkedene. Samtidig har MP Pensjon PK hatt en lavere garantert avkastning ved at beregningsrenten for

forsikringstekniske avsetninger i pensjonskassen har ligget lavere enn maksimal beregningsrente ved at den i 2000 var 3 prosent og deretter har blitt gradvis nedtrappet til 2,6 prosent ved utgangen av 2010.

Dette gjør at disse to pensjonskassene er i en særstilling når det gjelder muligheten til å ta høy risiko med hensyn til aksjeplasseringer, og det er trolig også grunnen til at de har valgt en slik investeringsstrategi.

Alle pensjonsinnretningene viser til at investeringsstrategien må tilpasses innretningenes forpliktelser. Slik regelverket er i dag bør avkastningen tilsvare størrelsen på beregningsrenten både på kort sikt, ett år, og på lang sikt, hele kontraktens løpetid. Innretningene peker særlig på at kundene skal ha en avkastning på et visst minstenivå, og at dette overskuddet skal tildeles årlig, det vil si den kortsiktige avkastningsgarantien, som viktig i denne forbindelse.

Flere mener også at kundenes rett til å flytte pensjonsordningen til enhver tid, med tilhørende krav om fullfundering av pensjonsforpliktelsene til enhver tid legger begrensninger på investeringsstrategien. Dette forholdet er nærmere omtalt i punkt 7.2 i drøftelsen av flerårige rentegarantier.

5.3.3 Bufferkapital

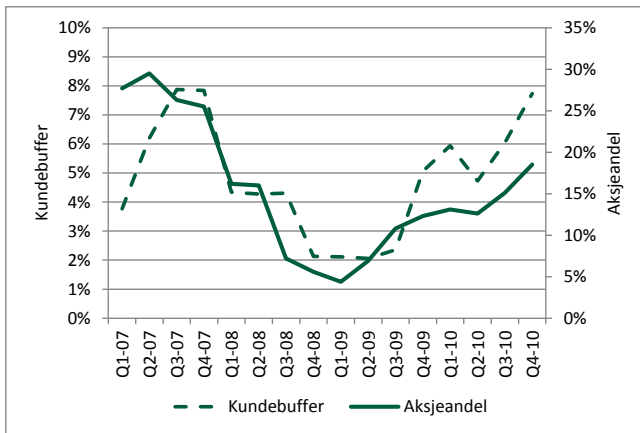
I punkt 5.4.2 er det påpekt at pensjonsinnretningenes investeringsstrategi i stor grad avhenger av hvor store kundebufferne (tilleggsavsetninger og kursreguleringsfond) er.

Finanstilsynet kan pålegge pensjonsinnretningene å foreta avsetninger til tilleggsavsetninger, noe de gjorde da tilleggsavsetningene ble innført i 1993.

I intervjuene har flere pensjonsinnretninger gitt uttrykk for at risikoviljen på investeringer henger tett sammen med størrelsen på kundebufferne. Figurene 20-22 viser hvordan størrelsen på kundebufferen i KLP, Storebrand og Vital målt som andel av investeringene i kollektivporteføljen samvarierer med selskapenes aksjeandeler korrigert for bruk av derivater. Figurene viser at det er en sammenheng mellom størrelsen på kundebuffer og aksjeandelene. Siden kursreguleringsfondet er en del av kundebufferen er ikke denne sammenhengen så overraskende. Kjøp og salg av aksjer vil imidlertid også påvirke hvor stor samvariasjonen er.

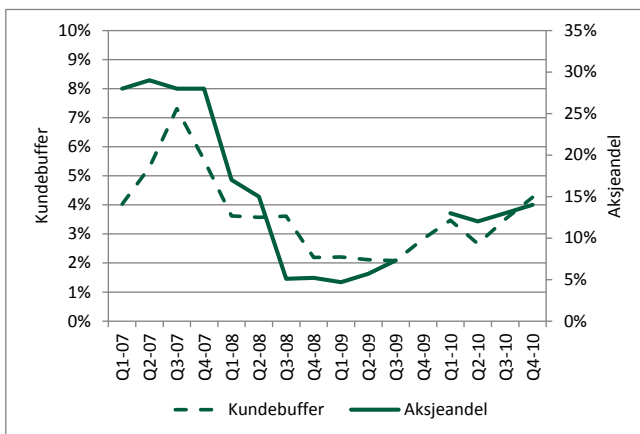
Hvordan sikre kommunen best mulig avkastning på sin tjenstepensjonsordning?

Figur 20 Kundebuffer og aksjeandel (justert for derivater) - KLP



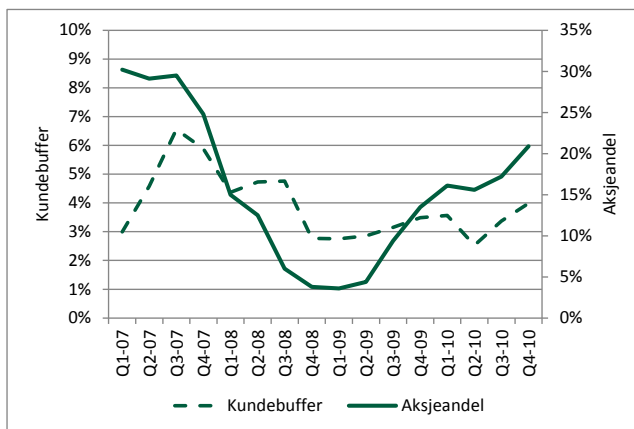
Kilde: FNO, selskapenes kvartalsrapporter og analytikerpresentasjoner.

Figur 21 Kundebuffer og aksjeandel (justert for derivater) - Storebrand



Kilde: FNO, selskapenes kvartalsrapporter og analytikerpresentasjoner.

Figur 22 Kundebuffer og aksjeandel (justert for derivater) - Vital

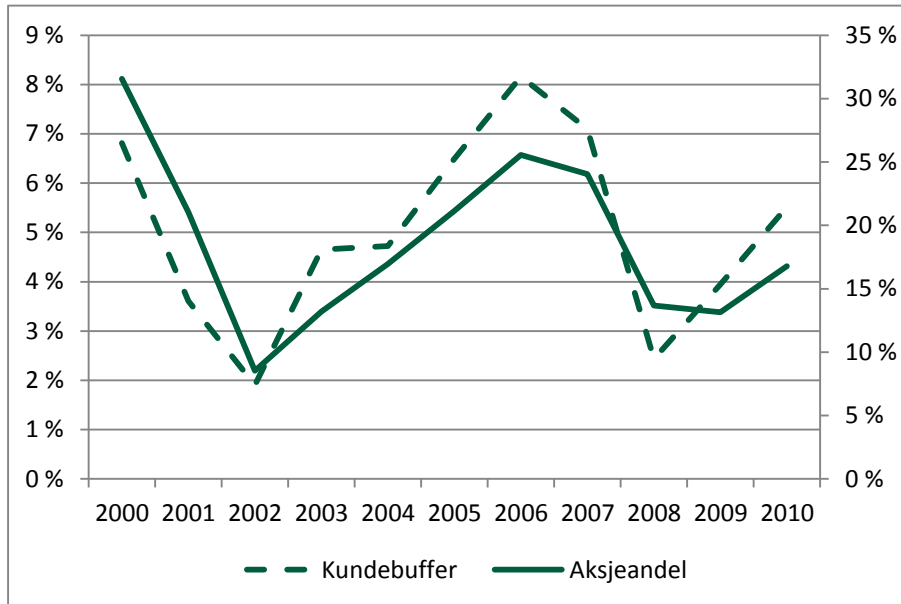


Kilde: FNO, selskapenes kvartalsrapporter og analytikerpresentasjoner.

Inntrykket for livselskapene er det samme dersom hele perioden fra 2000 til 2010 vurderes. For pensjonskassene er imidlertid bildet noe annerledes. Figur 23 viser utviklingen i gjennomsnittlige vektete kundebuffer og aksjeandeler for de tre livselskapene KLP, Storebrand og Vital. Figur 24 viser det samme for de to pensjonskassene MP Pensjon PK og Norsk Hydro Pensjonskasse. Figurene viser at for livselskapene virker det som det er en klar sammenheng mellom utviklingen i kundebufferne og andelen av porteføljene som er plassert i aksjer. Dette bildet er som forventet, ettersom alle livselskapene har hatt en investeringsstrategi som innebærer at de skal redusere risikoeksponeringen når kursreservene reduseres, og motsatt når kursreservene øker.

For pensjonskassene er ikke denne samvariasjonen like entydig. Forskjellen skyldes trolig i all hovedsak at pensjonskassene har hatt en «buy and hold»-strategi. Mens livselskapene har tilpasset aksjeandelene til utviklingen i kursreservene ved å selge, er årsakssammenhengen motsatt for pensjonskassene. For kassene følger størrelsen på kursreservene i stor grad av utviklingen i verdien av aksjene. Siden pensjonskassene i stor grad har sittet på de samme aksjeinvesteringene gjennom perioden, og kursendringer etter at aksjene ble anskaffet utgjør pensjonsinnsattingenes kursreserver, vil kursreguleringsfondene ha økt når aksjekursene har steget, og tilsvarende vil kursreguleringsfondene ha sunket når kursene har falt.

Figur 23 Gjennomsnittlig vektet kundebuffer og aksjeandel for KLP, Storebrand og Vital

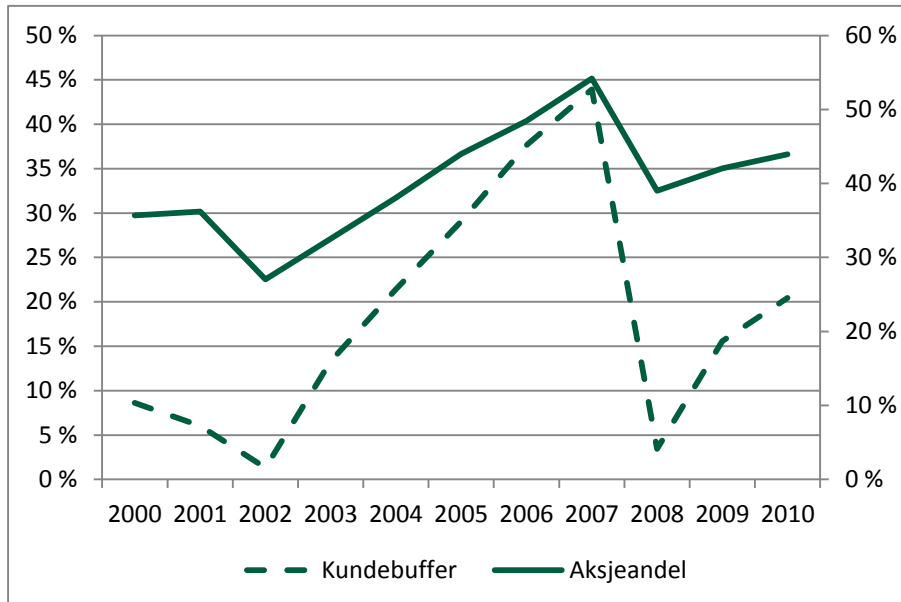


Kundebuffer: tilleggsavsetninger og kursreguleringsfond

Aksjer som andel av forvaltningskapital før 2008 og som andel av kollektivporteføljen etter 2008

Kilde: FNO

Figur 24 Gjennomsnittlig vektet kundebuffer og aksjeandel for MP Pensjon PK og Norsk Hydro Pensjonskasse



Kundebuffer: tilleggsavsetninger og kursreguleringsfond

Aksjer som andel av forvaltningskapital før 2008 og som andel av kollektivporteføljen etter 2008

Kilde: Pensjonskassenes årsrapporter

Figur 24 viser også at pensjonskassene med unntak av i 2002 og 2008 har hatt vesentlig høyere kundebuffer enn selskapene. Når de to pensjonskassene har kunnet sitte på høy aksjeandel også i 2002 og 2008 skyldes det at også eierkapitalen i stor grad betraktes som en buffer som kan benyttes for å unngå salg av aksjer i nedgangstider.

5.3.4 Rentegaranti

En annen sentral faktor som påvirker pensjonsinnretningenes risikokapasitet er størrelsen på rentegarantien innretningene har gitt til kundene. Som beskrevet i punkt 2.1.2 fastsetter Finanstilsynet den høyeste tillatte beregningsrente som skal anvendes ved beregning av de forsikringstekniske avsetningene. Det er likevel tillatt å anvende en lavere beregningsrente, helt ned til 0 prosent.

Pensjonsinnretningene har en finansiell risiko knyttet til at de hvert år skal tilføre forsikringskontraktene en avkastning som er minst på nivå med rentegarantiene i kontraktene.

For kommunale pensjonsordninger i livselskapene med opptjening av pensjon før 2004, vil det ligge en rentegaranti på 3,4 prosent på den opptjente pensjonen. Gjennomsnittlig rentegaranti vil synke på grunn av innbetalinger etter 2004, siden disse har skjedd ut fra en lavere renteforutsetning.

Dersom livselskapene ikke oppnår en avkastning som er større eller lik beregningsrenten, må den manglende avkastningen dekkes enten fra tilleggsavsetninger eller, i neste omgang, av selskapenes egenkapital. Det samme gjelder for pensjonskasser, men disse kan, hvis eier ønsker det, i større grad benytte egenkapitalen til slikt formål, eller i tillegg få tilskudd fra eier.

Pensjonsinnretningenes risikokapasitet øker jo lavere avkastning innretningene har garantert kundene. Det betyr at størrelsen på rentegarantien påvirker hvordan pensjonskapitalen kan investeres, og hvilke krav som stilles til risikostyring. Rentegarantien varierer normalt en del mellom ulike produkter og ulike kunder hos pensjonsinnretningene. For eksempel vil gamle individuelle pensjonsordninger og fripoliser ha høy gjennomsnittlig rentegaranti, siden mye av opptjeningen er skjedd ut fra en høy beregningsrente.

I tabell 5 i punkt 2.2.2 er det angitt hva som til enhver tid har vært høyeste tillatte maksimale beregningsrente. Finanstilsynet har foreslått endringer flere ganger uten at dette har blitt gjennomført. Både arbeidsgiver- og arbeidstakersiden har flere ganger gått i mot en slik renteendring fordi det vil øke kostnadene ved pensjonsordningene og øke risikoen for at ytelsesordninger blir omdannet til innskuddsordninger. Forsikringsnæringen har heller ikke støttet alle forslag til renteendringer. Det har vært flere årsaker til dette, blant annet en stor belastning på selskapene ved å foreta tilpasninger til pensjonsreformen, at den årlige rentegarantien vil synke sakte ut fra forslagene som har foreligget, og muligheten for pensjonsinnretningene til å ta seg betalt for rentegarantien via rentegarantipremien.

Tabell 12 viser en oversikt over gjennomsnittlig rentegaranti i de ulike pensjonsinnretningenes kollektivporteføljer, og for premiereserver i kommunale ordninger i 2010. Det går frem av tabellen at rentegarantien varierer med over ett prosentpoeng fra pensjonsinnretningen med høyest gjennomsnittlig garanti til pensjonsinnretningen med lavest gjennomsnittlig garanti. I kollektivporteføljen inngår *alle* selskapets produkter som ikke har eget investeringsvalg.

Det er grunn til å tro at disse forskjellene kan påvirke pensjonsinnretningenes investeringsstrategier, og dermed også hvor stor andel av porteføljene de plasserer i aksjer. Samtidig er det mulig for selskapene å ha ulik vurdering av investeringer i forskjellige underporteføljer av kollektivporteføljen. Tabellen gir derfor nødvendigvis ikke et korrekt bilde av gjennomsnittlig rentegaranti for den enkelte kontrakt.

Det går frem av tabell 12 at MP Pensjon PK har vesentlig lavere rentegaranti enn de øvrige pensjonsinnretningene. Dette skyldes først og fremst at pensjonskassen flere ganger har benyttet deler årets overskudd til å senke beregningsrenten. Dette skjedde senest i 2010, da pensjonskassen benyttet 103 millioner kroner av det tekniske resultatet til å senke beregningsrenten fra 2,7 prosent til 2,6 prosent. I intervjurunden opplyste MP Pensjon PK at en viktig grunn til at pensjonskassen har valgt å gjøre dette er at det bidrar til å øke kassens risikokapasitet.

Tabell 12 Gjennomsnittlig rentegaranti per 31.12.2010

Pensjonsinnretning	Gjennomsnittlig rentegaranti i hele kollektivporteføljen	Gjennomsnittlig rentegaranti for premiereserven i kommunale ordninger
KLP	3,0 %	3,1 %
Storebrand	3,5 %	3,2 %
Vital Forsikring	3,3 %	3,1 %
Silver ¹⁾	3,8 %	
MP Pensjon PK	2,6 %	
Norsk Hydro Pensjonskasse	3,4 %	

¹⁾ Tall for 2009

Forutsetninger: Gjennomsnittlig rentegaranti i hele kollektivporteføljen er beregnet ut fra beregningsrenten for premiereserven, premiefond og tilleggsavsetninger (tilleggsavsetninger har beregningsrente lik 0).

Kilde: Pensjonsinnretningenes årsrapporter

Nivået på tilleggsavsetningene er som beskrevet i punkt 5.4.3 viktig for pensjonsinnretningenes risikokapasitet. For å vurdere fullt ut hvilken effekt tilleggsavsetningene har med hensyn til å virke risikodempende, er det imidlertid viktig å vurdere størrelsen på avsetningene opp mot størrelsen på pensjonsinnretningenes rentegarantiforpliktelse.

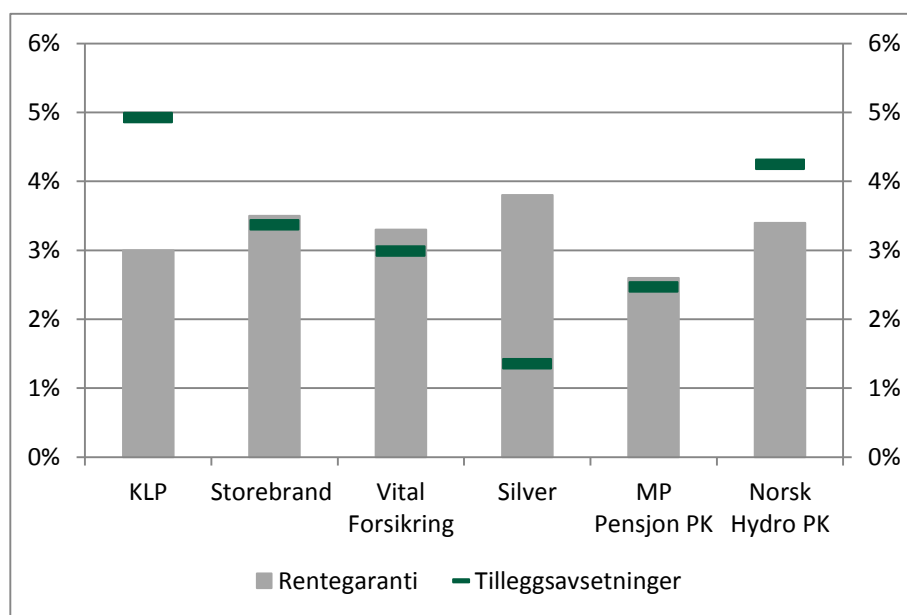
Pensjonsinnretningene må som omtalt over dekke eventuell manglende avkastning enten ved å overføre midler fra tilleggsavsetningene eller fra egenkapitalen. Tilleggsavsetninger kan imidlertid kun benyttes til å dekke manglende avkastning mellom størrelsen på rentegarantien og null. Tilleggsavsetninger kan med andre ord ikke brukes til å dekke negativ avkastning. I et enkelt år kan pensjonsinnretningene dermed ikke bruke ubegrenset med tilleggsavsetninger.

I intervjurunden gav flere av pensjonsinnretningene uttrykk for at dette svekker innretningenes insentiver til å foreta tilleggsavsetninger som er større enn det som behøves for å dekke ett års rentegaranti. Andre mente at dette ikke burde være avgjørende for å foreta tilleggsavsetninger. Det vil være behov for å ha tilleggsavsetninger for flere års forbruk, noe tiden etter 2008 med uroen i finansmarkedet viser. I en periode etter en nedgang i finansmarkedene, og med et lengre lavrentescenario, vil det være vanskelig å foreta nye tilleggsavsetninger. Pensjonsinnretningene vil da kunne være avhengig større tilleggsavsetninger enn ett års rentegaranti i en påfølgende periode med lave renter.

En annen utfordring for livsselskapene er at kundene kan ha høyst forskjellig nivå på tilleggsavsetningene seg i mellom. Utfordringene knyttet til dette forholdet er nærmere beskrevet i punkt 7.3.1.

Figur 25 viser sammenhengen mellom de ulike pensjonsinnretningenes gjennomsnittlige rentegaranti i kollektivporteføljen og hvor store tilleggsavsetninger de har som andel av premiereserven. Figuren viser at KLP, Storebrand og MP Pensjon PK har tilstrekkelige tilleggsavsetninger til å dekke manglende avkastning tilsvarende ett års rentegaranti. KLP og MP Pensjon PK har som figuren viser godt i overkant av ett års rentegaranti avsatt i tilleggsavsetninger, og vil dermed kunne tåle flere påfølgende år med dårlig avkastning bedre enn de andre pensjonsinnretningene. Det gjøres oppmerksom på rentegarantien for kommunale ordninger avviker rentegarantien i kollektivporteføljen, jf. tabell 12.

Figur 25 Gjennomsnittlig rentegaranti og nivå på tilleggsavsetninger per 31.12.2010



For Silver viser figuren tall for 2009

Forutsetning: i kollektivporteføljen

Kilde: FNO og pensjonsinnretningenes årsrapporter

5.3.5 Overskuddsdeling og rentegarantipremie

Som nevnt i punkt 3.5 fungerer premien for rentegaranti som en betaling for avkastningsrisikoen pensjonsinnretningen påtar seg. Rentegarantipremien er dermed først og fremst en funksjon av de investeringene pensjonsinnretningen har. Har pensjonsinnretningen høy aksjeandel, slik at også avkastningsrisikoen er høy, vil rentegarantipremien kunne settes høy for å reflektere risikoen ved aksjeinvesteringene.

Finanstilsynet skriver i sin utredning om virksomhetsreglene i livsforsikring av 08.03.2011 at problemet med manglende mulighet til å få inn rentegarantipremie for oppførte kontrakter ikke eksisterer i offentlig pensjonsordninger ettersom disse kontraktene ikke kan sies opp og avsluttes på tilsvarende måte som kontrakter i private pensjonsordninger. Samtidig vil

pensjonsinnretningene kunne oppleve et press også fra kommunale ordninger i retning av å redusere investeringsrisikoen slik at rentegarantipremien blir lavere. Dette presset vil kunne oppstå både på grunn av konkurransen i markedet og ut fra kundenes ønske om lavest mulig premie.

5.3.6 Mulige konsekvenser av Solvens II

Som nevnt i punkt 2.3.4 mener mange, herunder Finanstilsynet, at implementeringen av nytt solvensregelverk, Solvens II, vil bli krevende for mange norske livsforsikringsselskaper slik virksomheten drives i dag. Det blir påpekt at beregningene av kapitalkravene under Solvens II synliggjør den kortsiktige risikoen over en ettårig tidshorisont på en helt annen måte enn under gjeldende kapitalkrav. Samtidig skjerpes solvenskravene betydelig og vil dermed få potensielt større direkte konsekvenser for selskapenes tilpasning. Dette kan forsterke det kortsiktige fokuset i selskapenes kapitalforvaltning.

Finanstilsynet har i sitt notat av 08.03.2011 derfor foreslått tilpasninger i virksomhetsreglene for å dempe effektene. De påpeker at det fra flere hold har kommet forslag om at norske virksomhetsregler tilpasses i lys av solvens II at slik det gis større insentiv og mulighet for langsiktig forvaltning som er mer tilpasset de langsiktige pensjonsforpliktelsene.

I 2011 har det vært blitt mer og mer klart at det foreligger et lavrentescenario som ikke vil gå over hurtig. Særlig i forhold til beregningene i Solvens II slår et slikt rentenivå ut, blant annet fordi det ikke er mulig (slik regelverket nå ser ut til å bli) å få noe fremtidig overskudd. Mange av forslagene som er nevnt i punkt 2 forutsetter at det vil være overskudd som er tilgjengelig, blant annet for å avsette til tilleggsavsetninger.

Under Solvens II vil fremtidige fortjenesteelementer bidra til å redusere verdien av forsikringsforpliktelsene. Mulighet til å prise rentegarantien påvirker dermed pensjonsinnretningenes situasjon positivt for premiebetalende kontrakter.

I Finansielle utviklingstrekk fra Finanstilsynet datert 28.09.2011, er utfordringer for livselskapene et eget temakapittel. Tilsynet påpeker der utfordringene knyttet til lavrentescenario, garantert rente, Solvens II og nye regnskapsregler IFRS 4. Tilsynet drøfter også utfordringene knyttet til manglende investeringsmuligheter i aktiva som er tilpasset den langsiktige garantien som ligger i tjenstepensjonsordningene.

Samtidig presiserer tilsynet at Solvens II-direktivet fremdeles er under utvikling, og at det endelige regelverket kan avvike fra de forutsetninger som konsekvensberegningen QIS 5 var basert på. Muligheten for bruk av interne modeller for beregning av solvenskapitalkravet innebærer også etter tilsynets oppfatning at det blir vanskelig å overskue effektene fullt ut.

I intervjurunden anga kun ett livselskap at de forventet at Solvens II ville endre deres investeringsstrategi totalt dersom det ikke samtidig skjer andre tillempinger i regelverket.

6 Kvantifisering av det økonomiske tapet for kommuner og fylkeskommuner

Som det fremgår av kapittel 4 er det faktisk slik at de tre livsselskapene til en viss grad har kjøpt aksjer når det har vært høye aksjekurser og solgt når aksjekursene har vært lave. Dette behøver imidlertid ikke å bety at det foreligger et tap for kommuner og fylkeskommuner. Det betyr heller ikke at kommuner og fylkeskommuner kunne fått en høyere avkastning uten at de samtidig måtte ha stilt til rådighet høyere bufferkapital, hatt lavere beregningsrente, eller annet. Se for øvrig kapittel 7 der disse spørsmålene diskuteres nærmere.

For likevel å illustrere hva avkastningen kunne vært om andre strategier og eierforhold lå til grunn for kapitalforvaltningen i de tre selskapene, er det i dette kapitlet gjort et forsøk på å beregne hva effekten ville vært i prosent av premien om avkastningen hadde vært annerledes. For å illustrere en annerledes avkastning er gjennomsnittlig avkastning for de to pensjonskassene MP Pensjon PK og Norsk Hydro Pensjonskasse benyttet.

Avkastningen pensjonsinnretningene oppnår på forvaltningen av midlene i kollektivporteføljen går dels til å dekke rentegarantien innretningene har gitt til kundene, dels til oppbygging av kundebuffere (tilleggsavsetninger), i noen år til å styrke de forsikringstekniske avsetningene i forhold til endret biometrisk risiko (som økt levealder) og dels til pensjonsordningenes premiefond.

Avkastning som går til premiefondet kan benyttes til å dekke fremtidige pensjonspremier. Det betyr at jo høyere avkastning pensjonsinnretningen oppnår, og dermed kan overføre til premiefondet, jo lavere blir netto premieinnbetaling for kundene.

6.1.1 Kommunenes brutto forfalte premie

Tabell 13 gir en oversikt over samlet premie (brutto forfalt premie) til kommunale tjenstepensjoner i KLP, Storebrand og Vital i perioden 2000 til 2010. Premiene fra 2000 til og med 2002 er estimert med utgangspunkt i KLPs premier ettersom premiene for kommunale ordninger i Storebrand og Vital ikke framgår av FNOs statistikk for disse årene.

Kommuner og fylkeskommuner dekker premiene dels ved å innbetale premiemidler til pensjonsinnretningene og dels ved at de kan benytte avkastning de tidligere har fått tilført premiefondet fra forvaltningen av pensjonsmidlene.

Tabell 13 Brutto forfalt premie kommunal tjenstepensjon

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
KLP	6 899	11 879	13 666	12 439	13 336	12 638	15 128	18 155	21 805	18 386	20 100
Storebrand	345	594	683	999	1 050	1 164	1 654	2 425	2 603	2 360	1 989
Vital	422	726	835	1 200	1 407	1 347	2 185	2 272	2 666	2 769	3 009
Totalt	7 666	13 199	15 184	14 638	15 793	15 150	18 968	22 852	27 074	23 516	25 098

Forutsetninger: Millioner kroner. Estimater for Storebrand og Vital for 2000-2002. Etter 2001 inngår alle premietyper, mens reguleringspremien ikke inngår i 2000.

Kilde: FNO

6.1.2 Avkastning

Fram til 2008 viser den såkalte «gjennomsnittsrenten» hvilken avkastning pensjonsinnretningene i gjennomsnitt har tilført kundene ut over rentegarantien, enten i form av tilleggsavsetning eller som overskudd.

Dette avkastningsmålet ble avskaffet etter omleggingen av virksomhetsreglene i 2008. Etter dette er bokført kapitalavkastning (kapitalavkastning I) på midlene i kollektivporteføljen det sentrale avkastningsmålet for å vurdere hvor mye avkastning som er tilført kundene.

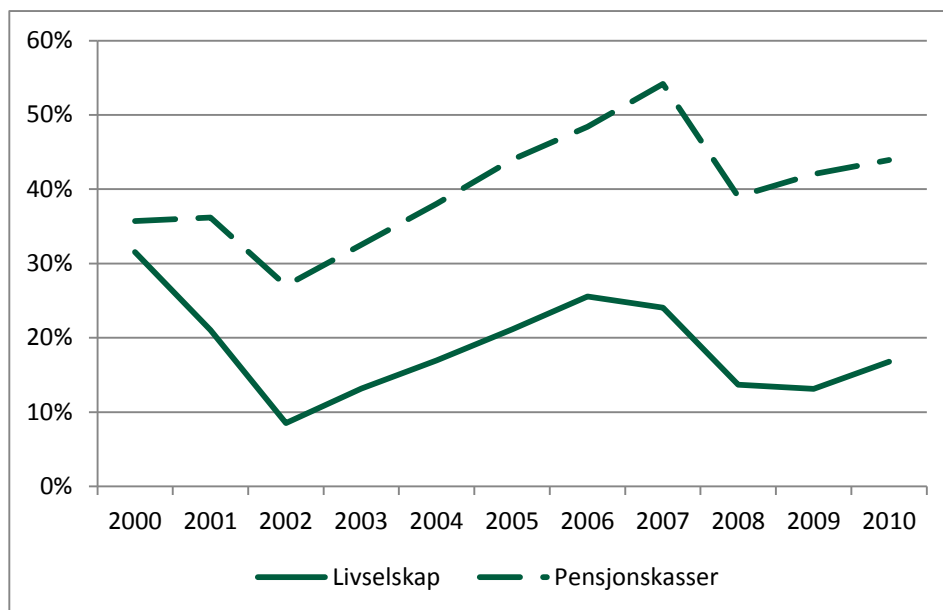
Pensjonskassene som inngår i analysene i denne rapporten har ikke oppgitt tall for gjennomsnittsrenter i sine årsrapporter. For disse er det derfor tatt utgangspunkt i bokført kapitalavkastning i hele perioden, selv om overskuddsdeling med eier da ikke fremkommer. På den annen side er eier og kunde de samme i pensjonskasser, så det antas å ikke ha vesentlig betydning.

Gjennomsnittrente og bokført kapitalavkastning viser den realiserte avkastningen pensjonsinnretningene har oppnådd i løpet av et år, og som tildeles kundene enten til tilleggsavsetninger eller premiefond. Det som er overført til premiefond kan deretter benyttes av kundene til å betale forsikringspremiene senere.

6.1.3 Sammenlikning av livselskaper og pensjonskasser

For å gi et anslag på hvordan pensjonsutgiftene kunne ha blitt påvirket dersom livselskapene hadde hatt en større aksjeandel, er de tre livselskapene sammenlignet med de to pensjonskassene, MP Pensjon PK og Norsk Hydro Pensjonskasse. Figur 26 viser gjennomsnittlige vektete aksjeandeler for livselskapene og pensjonskassene i perioden 2000-2010.

Figur 26 Gjennomsnittlige vektete aksjeandeler



Forutsetninger: Vektete aksjeandeler for livelskapene KLP, Storebrand og Vital og for pensjonskassene MP Pensjon PK og Norsk Hydros Pensjonskasse. Før 2008 aksjer som andel av finansielle eiendeler. Fra 2008 aksjer som andel av investeringer i kollektivporteføljen,

Kilde: FNO, pensjonsinnretningenes årsrapporter

Dersom KLP, Storebrand og Vital hadde hatt identisk aktivaallokering som de to pensjonskassene i perioden 2000 til 2010, ville de naturlig nok også oppnådd den samme avkastningen som pensjonskassene. Identisk aktivaallokering er ikke realistisk, men ved å sammenligne med gjennomsnittlig vektet kapitalavkastning for de to pensjonskassene kan det gjøres en beregning av hvor stor andel av premien en tilsvarende avkastningsbane ville kunne ha utgjort for de kommunale ordninger, alt annet likt.

Tabell 14 viser forskjellen i gjennomsnittlig vektet kapitalavkastning for de tre livelskapene og de to pensjonskassene for årene 2000 til 2010. For pensjonskassene viser tabellen bokført kapitalavkastning (kapitalavkastning I) i hele perioden, mens for livelskapene viser den gjennomsnittsrente fra 2000 til og med 2007 og bokført kapitalavkastning (kapitalavkastning I) fra 2008 til og med 2010.

I følge tabell 14 har pensjonskassene hatt høyere avkastning enn livelskapene i 2000-2001, 2003-2007 og 2009-2010, med det forbehold at det er litt forskjellige kapitalavkastningstall som måles.

I 2002 hadde pensjonskassene imidlertid i gjennomsnitt 7,6 prosentpoeng lavere avkastning enn gjennomsnittet for de tre livelskapene. Også i 2008 var avkastningen for pensjonskassene noe lavere enn i livelskapene. I begge disse årene var imidlertid avkastningen, både i livelskapene og i pensjonskassene, lavere enn rentegarantien pensjonsinnretningene har gitt til kundene. Det samme gjelder avkastningen i 2001. Denne manglende avkastningen

måtte dekkes av tilleggsavsetninger og dernest av selskapenes egenkapital. Hvorvidt selskapene da ville hatt behov for tilførsel av ny egenkapital er ikke vurdert.

Tabell 14 Gjennomsnittlig vektet kapitalavkastning

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Livselskaper	12,1 %	0,9 %	2,9 %	7,1 %	6,0 %	5,9 %	6,6 %	8,0 %	1,0 %	6,0 %	5,2 %
Pensjonskasser	12,7 %	2,0 %	-4,7 %	9,2 %	6,9 %	9,6 %	12,0 %	8,5 %	0,9 %	7,6 %	6,4 %
<i>Differanse (livselskap – pensjonskasser)</i>	-0,6 %	-1,1 %	7,6 %	-2,1 %	-0,8 %	-3,8 %	-5,4 %	-0,5 %	0,1 %	-1,5 %	-1,1 %

Forutsetninger: Kapitalavkastning I for MP Pensjon PK og Norsk Hydro Pensjonskasse (2000–2010). Gjennomsnittrente (2000–2007) og bokført kapitalavkastning (kapitalavkastning I) (2008–2010) for KLP, Storebrand og Vital.

Kilde: FNO, pensjonsinnretningenes årsrapporter

I KLP ville det ha vært kundene som måtte ha stilt med denne egenkapitalen for det som ikke ville bli dekket av tilleggsavsetninger, mens det i Storebrand og Vital ville vært aksjonærene. Selv om kundene ikke ville måtte betale direkte for manglende avkastning i de to sistnevnte selskapene, er det sannsynlig at et behov for å tilføre egenkapital i etterkant ville ført til økte kostnader for kundene.

6.1.4 Utfordringer knyttet til å kvantifisere et potensielt tap

Det er ikke mulig å si helt eksakt hvordan høyere avkastning ville ha påvirket kommunenes netto innbetalinger til tjenestepensjon. Det er flere grunner til dette. For det første varierer den gjennomsnittlige rentegarantien fra kontrakt til kontrakt. Det er kun avkastning ut over den avkastningen som er nødvendig for å tilføre kontrakten forsikringsmessige avsetninger i samsvar med den garanterte renten som ville kunne gitt økte avsetninger til premiefond. Dermed vil det variere hvor høy avkastningen må være for den enkelte pensjonsordningen før den ville ha redusert netto innbetaling til pensjonsordningen.

Videre har MP Pensjon benyttet en lavere beregningsrente enn livselskapene hadde på kommunale ordninger. Ved utgangen av 2010 hadde MP Pensjon PK en gjennomsnittlig rentegaranti på 2,7 prosent, mens livselskapene hadde beregningsrenter på mellom 3,1 og 3,2 prosent for kommunale pensjonsordninger. Tilsvarende benyttet MP Pensjon PK en beregningsrente på 3 prosent i 2000, og har trappet ned til 2,6 prosent ved utgangen av 2010.

Størrelsen på beregningsrenten har betydning for de årlige pensjonspremiene. Som omtalt i punkt 2.1.2, har Finanstilsynet anslått at en nedjustering av beregningsrenten fra 3 til 2,5 prosent vil kunne føre til en gjennomsnittlig økning i premiene på minst 12 prosent.

Videre har selskapene anledning til å anvende deler av overskuddet til å øke tilleggsavsetningene. Kundene kan ikke anvende tilleggsavsetninger til å betale fremtidige premier. I år med høy kapitalavkastning kan selskapene ha gode grunner til å foreta avsetninger til tilleggsavsetninger. Selskapene kan også bli pålagt eller anmodet av Finanstilsynet om å gjøre slike avsetninger.

Selskapene kan som nevnt innledningsvis i kapittelet også benytte deler av overskuddet til ulike nødvendige oppreserveringer. Dette har selskapene gjort ved flere anledninger, senest i forbindelse med overgang til nytt forsikringsteknisk beregningsgrunnlag for kollektiv pensjon, K2005.

Det kan videre stilles spørsmål ved om det gir mening å sammenlikne investeringshistorikk og den historiske avkastningen hos to private pensjonskasser med tilsvarende størrelser for de tre største livsforsikringsselskapene i Norge. De to pensjonskassene opererer under helt andre forutsetninger enn livselskapene. For eksempel er det store ulikheter både med hensyn til eierforhold, beregningsrenter og bufferkapitalsituasjon. Størrelsen på pensjonsinnretningene kan også gi dem forskjellige muligheter med hensyn til investeringsstrategier.

Dette betyr at illustrasjonen som er presentert her ikke kan tolkes som effekter det reelt sett hadde vært mulig å oppnå. Tallene som presenteres i fortsettelsen av dette punktet må vurderes i lys av disse forholdene.

6.1.5 Illustrasjon av potensielt tap

For å illustrere den potensielle effekten på netto premieinnbetalinger for de kommunale pensjonsordningene i KLP, Storebrand og Vital dersom selskapene hadde fått høyere avkastning, alt annet likt, beregnes det hvor mye én prosent avkastning på forsikringsforpliktelsene i kommunal sektor i et gitt år ville ha utgjort av pensjonspremiene i ordningene året etter:

$$a_t = \frac{FK_{t-1} * 1 \%}{P_t}$$

der a_t er avkastningen i år t , FK_{t-1} er forsikringsforpliktelsene i år $t-1$ og P_t er brutto forfalt premie i kommunale tjenstepensjonsordninger i år t . Med brutto forfalt premie menes det som fremkommer av regnskapet i forhold til forskrift om årsregnskap mm. for forsikrings-selskaper. Det forutsettes at premiene i sin helhet ellers ville vært innbetalt og ikke trukket fra premiefond.

Det forutsettes i beregningene at forskjellen i avkastning ikke ville blitt brukt til noe annet enn å bli tilført premiefondet.

Beregningene, som er oppsummert i tabell 15, viser forholdet mellom forsikringsforpliktelser og brutto forfalt premie innen bransjen kommunale pensjonsordninger. Tabellen viser for eksempel at en avkastning på 1 prosent av samlede forsikringsforpliktelser i KLP, Storebrand og Vital til sammen i 2003 ville ha dekket 8 prosent av samlet brutto forfalt premie til kommunal tjenstepensjon i de tre selskapene i 2004. For 2000 til 2002 bygger beregningene på *anslag* for samlet brutto forfalt premie og forsikringsforpliktelser, ettersom disse tallene ikke framgår av FNOs statistikk for Storebrand og Vital.

Forholdstallet for hva en prosent avkastning ett år utgjør i prosent av premien året etter har ligget mellom 6,4 og 10,1 prosent i perioden 2003-2010. Vektet gjennomsnitt er 8,4 prosent. Dette gjennomsnittet er lagt til grunn i beregningene av den potensielle effekten av en annen avkastning i perioden fra 2000 til 2010. Det er ikke tatt hensyn til avsetninger til tilleggsavsetninger i disse beregningene.

Tabell 15 Én prosent økt avkastning som andel av brutto forfalt premie påfølgende år

Premie i år	Andel av brutto forfalt premie
2001	7,0 %
2002	6,4 %
2003	7,3 %
2004	8,0 %
2005	10,1 %
2006	8,8 %
2007	8,3 %
2008	7,9 %
2009	9,6 %
2010	9,9 %
Gjennomsnitt 2001–2010	8,3 %

Brutto forfalt premie: definert i forskrift om årsregnskap mm. for forsikringsselskaper.

Beregnet ut fra samlede forsikringsforpliktelser for KLP, Storebrand og Vitals kommunale

tjenstepensjonsordninger i årene 2000-2009 som andel av samlet brutto forfalt premie i de påfølgende årene (2001–2010)

Som omtalt tidligere er det kun avkastning ut over rentegarantien som vil kunne tilføres kundenes premiefond. Gjennomsnittlig rentegaranti for kommunale pensjonsordninger i livselskapene har blitt redusert gradvis fra 2000 til 2010, siden beregningsrenten for ny opptjening er senket i denne perioden. Basert på opplysninger i livselskapenes årsrapporter benyttes i tabell 16 en anslått utvikling i gjennomsnittlig rentegaranti for kommunale pensjonsordninger i livselskapene i den aktuelle perioden.

Tabell 16 Utvikling i gjennomsnittlig rentegaranti for premiereserver i kommunale pensjonsordninger i livselskapene

År	Rentegaranti (prosent)
2000	3,4
2001	3,4
2002	3,4
2003	3,4
2004	3,4
2005	3,3
2006	3,3
2007	3,2
2008	3,1
2009	3,1
2010	3,1

Basert på opplysninger om historisk rentegaranti i selskapenes årsrapporter.

Tabell 17 viser hvor stort utslag det ville gitt dersom de tre livselskapene hadde hatt rentegaranti som i tabell 16 over og de hadde fått samme avkastning som gjennomsnittet for de to pensjonskassene. I 2001, 2002 og 2008 hadde som omtalt tidligere hverken livselskaper eller pensjonskasser avkastning ut over gjennomsnittlig rentegaranti. Disse årene ville med andre ord ikke avsetningene til kundenes premiefond ha blitt påvirket av at livselskapene hadde fått samme avkastning som pensjonskassene

Tabell 17 viser for eksempel at livselskapene ville fått 0,6 prosent mer i avkastning ut over beregningsrenten dersom de hadde fått samme avkastning som pensjonskassene i 2000. Dersom hele denne ekstra avkastningen hadde blitt tilført kundenes premiefond, kunne den ekstra avkastningen dekket 5 prosent av samlet brutto forfalt premie for kommunale ordninger i 2001. Den ekstra avkastningen kunne i så fall ha dekket premier for totalt 25 milliarder kroner over hele perioden fra 2000 til 2010.

Tabellen kan gi inntrykk av at pensjonskassene har oppnådd langt bedre resultater enn livselskapene i perioden 2000 til 2010. Tabellen viser imidlertid ikke et fullstendig bilde.

For det første har pensjonskassene hatt dårligere avkastning enn livselskapene i 2002 og 2008. Siden avkastningen disse årene har vært dårligere enn rentegarantien, inngår ikke disse årene i beregningene i tabellen. Dersom kundene skulle betalt for differansen i avkastning i disse årene, ville premiene ha økt med ca. 63 prosent i 2002 og ca. 1 prosent i 2008. Dette tilsvarer i underkant av 10 milliarder kroner.

Tabell 17 Illustrasjon på mulig effekt av annen avkastning for livselskapene

År	Brutto forfalt premie tre livselskaper	Økt avkastning (ut over rentegaranti)	Mulig tilføring til premiefond
2000	7 666	0,6 %	
2001	13 199	0 %	5,0 %
2002	15 184	0 %	0 %
2003	14 638	2,1 %	0 %
2004	15 793	0,8 %	17,6 %
2005	15 150	3,8 %	7,1 %
2006	18 968	5,4 %	31,5 %
2007	22 852	0,5 %	45,0 %
2008	27 074	0 %	4,0 %
2009	23 516	1,5 %	0 %
2010	25 098	7,4 %	12,8 %
Totalt	199 137		

Forutsetning: Avkastning ett år tilføres premiefondet uavkortet for bruk året etter

Også i 2001 hadde både livselskapene og pensjonskassene lavere avkastning enn beregningsrenten. Dette året hadde imidlertid pensjonskassene høyest avkastning. Differansen tilsvarte en premieøkning for kundene i livselskapene på om lag 9 prosent, eller om lag 1,5 milliarder (beregnet i faste kroner).

Pensjonskassene, og særlig MP Pensjon PK, har også hatt en lavere gjennomsnittlig rentegaranti enn de kommunale pensjonsordningene. Dette betyr som omtalt tidligere at de har hatt større mulighet til å ta investeringsrisiko. Lavere rentegaranti betyr imidlertid også høyere årlige premier.

For å ta høyde for ulikheter i kommunale pensjonsordninger, antas det her at en reduksjon på 0,5 prosent (fra 3 til 2,5 prosent) vil kunne føre til en gjennomsnittlig økning i premiene på 12-18 prosent. Dette ville ha ført til at premiene kunne ha vært mellom 9,5 og 14 milliarder høyere enn de har vært (beregnet i faste kroner).

Tabell 18 oppsummerer de ulike effektene. Samlet effekt er her beregnet til om lag 2,5-7 milliarder over perioden på 10 år (beregnet i faste kroner). Det vil si om lag 250-700 millioner per år, noe som igjen tilsvarer i snitt 1,5-4 prosent av brutto forfalt premie de samme årene (beregnet i faste kroner).

Tabell 18 Oppsummering av ulike effekter ved annen avkastning

Effekt i milliarder kroner	Gitt at lavere beregningsrente tilsvare 18 % økt premie	Gitt at lavere beregningsrente tilsvare 12 % økt premie
Bedre avkastning 2000-2001, 2003-2007 og 2009-2010	26,5	26,5
Dårligere avkastning i 2002 og 2008	-10	-10
Økt premie pga lavere beregningsrente	-14	-9,5
<i>Samlet effekt over årene 2000-2010</i>	<i>2,5</i>	<i>7</i>

I tillegg kommer forholdene knyttet til bufferkapitalsituasjonen. De to pensjonskassene opererer i stor grad i et lukket system der avsetninger til egenkapital går til å bygge opp egenkapital som i stor grad kan benyttes, og ikke til utbytte til eier. MP Pensjon PK har opplyst at det har vært tilstrekkelige midler i pensjonskassen til at den årlige premien bedriften har måttet betale inn direkte (som ikke har blitt belastet premiefondet) har ligget på under 30 prosent hvert år i perioden 2000-2010. Det er også viktig å merke seg at produktene er forskjellige i de to pensjonskassene og i kommunale pensjonsordninger, blant annet i forhold til krav til regulering av pensjoner under utbetaling og for oppsatte rettigheter.

6.1.6 Oppsummering

Som det fremkommer over er det ikke mulig å si om det foreligger noe reelt tap for kommuner og fylkeskommuner ut fra livselskapenes kapitalforvaltning på grunn av deres aksjeinvesteringer, heller ikke å kvantifisere det. Som det fremkommer av kapittel 5 er det meget mulig at livselskapene har en optimal investeringsstrategi gitt rammebetingelsene de står overfor.

Ut fra svært forenklede beregninger er det illustrert hva som kunne vært resultatet dersom alle livselskapene hadde hatt en avkastningsbane som tilsvare en gjennomsnittlig avkastningsbane for to pensjonskasser og en annen (og lavere) beregningsrente. Illustrasjonen viser at økt avkastning kunne utgjort mellom 2,5 og 7 milliarder kroner over 10 år. Det knytter seg imidlertid mange forutsetninger til disse beregningene. Blant annet kunne det vært behov for økte buffere og en annen beregningsrente for å kunne oppnå den økte avkastningen.

7 Hvordan sikre kommunene best mulig avkastning over tid

7.1 Hva er «best mulig avkastning»

Et av spørsmålene Pensjonskontoret ønsker å få utredet er mulige endringer som kan «sikre kundene en best mulig absolutt avkastning over tid». For å kunne svare på dette spørsmålet må det avklares hva som menes med «best mulig» avkastning. I intervjuene har pensjonsinnretningene gitt uttrykk for at de må velge mellom:

- Forventet *høy* avkastning – men samtidig volatil
- Forventet *stabil* avkastning – men mindre volatil

Intervjurunden tyder på at det er forskjellig oppfatning av hva kundene ønsker i forhold til avkastning, og slik sett også ulikt syn på hva de vil betrakte som «best mulig» avkastning. Noen mener at best mulig avkastning utelukkende handler om å gi kommunene en *høyest* mulig avkastning over en viss periode. Andre mener at det er viktigere at avkastningen ikke varierer for mye, det vil si at den er mest mulig stabil. Disse mener at det ikke er så farlig om kommunene ikke får svært høy avkastning de årene det er størst vekst i verdipapir-markedene så lenge de unngår å få svært lav avkastning de årene markedene faller kraftig.

For mange kunder kan det med andre ord være bedre å få en relativt jevn og forutsigbar årlig avkastning framfor en avkastning som forventningsmessig gjennomsnittlig vil bli høyere, men som vil være mer variabel. For kommunenes del kan det tenkes at jevn avkastning kan være gunstig blant annet på grunn av kommunenes behov for å ha kontroll på fremtidige netto pensjonsutgifter, selv om den da gjennomsnittlig kanskje ikke blir maksimalt høy. Regelverket for føring av pensjonskostnader i kommuneregnskapene som innebærer at pensjonspremiene kan utjevnes over flere år reduserer imidlertid dette behovet noe.

Intervjurunden viste også at det kan være forskjellige behov innenfor segmentet som har kommunale pensjonsordninger. Kommuner vil for eksempel kunne ha andre ønsker og behov enn helseforetak eller andre foretak som har kommunal pensjonsordning. Det kom imidlertid ikke frem et entydig bilde av hvilke kundegrupper som hadde hvilke ønsker i forhold til forvaltning og risiko knyttet til forvaltningen.

Når pensjonsinnretningene fastsetter sin investeringsstrategi må de gjøre avveininger mellom hvor mye aksjer de skal ha i porteføljene, og hvor stor forvaltningsrisiko de kan/vil ta. Økonomisk teori tilsier at aksjer gir høyere forventet avkastning på langt sikt enn de fleste andre investeringsobjekter. Men høye aksjeandeler vil også gi større fluktuasjon i avkastningen. Ved høye aksjeandeler vil pensjonsinnretningene derfor øke risikoen for å få så lav avkastning at innretningene må overføre midler fra egenkapitalen, eventuelt få tilført ny kapital fra eier.

Flere av pensjonsinnretningene har i intervjuene vist til de legger stor vekt på å avklare med eierne hvilken risikoprofil pensjonsinnretningen skal ha i forvaltningen av pensjonsmidlene.

En sentral del av disse diskusjonene knytter seg ofte til avveilingen mellom høyest mulig forventet avkastning og hvor høy forvaltningsrisiko innretningene pådrar seg. Pensjonsinnretningene viser til at investeringsstrategien de har hatt de senere årene, og dermed også hvilke aksjeandeler de skal ha under skiftende markedsforhold, dermed er fastsatt i samråd med eier/kundene.

Investeringsstrategiene pensjonsinnretningene har benyttet de senere årene, som er nærmere beskrevet i punkt 5.3.2, viser at både livselskapene og de kommunale pensjonskassene stort sett har valgt strategier som innebærer at risikoeksponeringen reduseres når kursene faller. Dette kan tyde på at tilbydere av kommunal tjenstepensjon legger mer vekt på å oppnå en jevn avkastning der de så langt det er mulig unngår svært dårlige resultater, heller enn å ha en strategi med høy risiko som potensielt kan gi høyere avkastning.

7.1.1 Oppsummering

Det er ikke klart hvordan «best mulig avkastning over tid» skal defineres. I dette kapitlet drøftes hva som kan gjøres for å øke mulighetene for pensjonsinnretningene til å investere i aksjer generelt.

7.2 Endringer i rammebetingelsene

I oppdraget fra Pensjonskontret stilles det spørsmål ved om overgang til flerårig rentegaranti eller andre endringer vil kunne løse/avhjelpe problemet og sikre kundene en best mulig absolutt avkastning over tid.

Flerårig rentegaranti er ett av flere forslag som har vært oppe i debatten knyttet til endringer i rammebetingelsene. I dette punktet drøftes både dette og andre forslag til endringer i rammebetingelsene som er begrunnet med at de vil kunne gjøre det mulig for pensjonsinnretningene å investere mer i aksjer. For å begrense beskrivelsen vil ikke alle argumenter som foreligger for og mot de forskjellige forslagene bli gjengitt. Det er derimot forsøkt å gi et representativt utvalg av sentrale argumenter.

Vurderingen gjelder bare endring av regelverket for kollektivporteføljen i selskapene, ikke investeringsvalgporteføljen. Vurderingene gjelder heller ikke endringer i forhold til selskapenes investeringsmuligheter.

7.2.1 Forslag til endringer

Noen forslag til endringer i rammebetingelsene er allerede spilt inn til Banklovkommisjonen for vurdering. Dette gjelder forslagene fra Finanstilsynet og FNO som er omtalt i punkt 2.3. Forslagene som er aktuelle her er:

- bruk av tilleggsavsetninger ved negativ avkastning
- bruk av tilleggsavsetninger ved negativ avkastning for produkter med investeringsvalg og inntil fem års avkastningsgaranti (fortolkning)

- oppbygging av nytt bufferfond som kan brukes ved negativ avkastning, men med krav om minste og største mulige bufferfond, der både tilleggsavsetninger og kursreserver inngår
- endret maksimalgrense for oppbygging av tilleggsavsetninger
- økte grenser for differensiert oppbygging av tilleggsavsetninger til 12 prosent
- solidariske tilleggsavsetninger i tillegg til dagens tilleggsavsetninger
- flerårige rentegarantier

Alle disse forslagene, med unntak av det siste, berører regelverket for tilleggsavsetninger.

Under arbeidet med rapporten, har det fremkommet flere nye forslag til endringer i rammebetingelsene, som for eksempel:

- mulighet for kunden til å betale inn til tilleggsavsetninger
- krav til minimumsavsetning til tilleggsavsetninger
- fem års avkastningsgaranti også i kollektivporteføljen for kunder som ønsker dette
- økt bruk av premiefond som buffer
- lavere rentegaranti i pensjonsordningene

Som det går frem av listen gjelder også flere av disse innspillene tilleggsavsetninger.

Det kan også være tatt opp forslag internt i Banklovkommisjonen av kommisjonens medlemmer som ikke fremkommer her.

Det er vanskelig å vurdere hvor stor effekt de enkelte forslagene vil kunne påvirke pensjonsinnretningenes muligheter til å investere i ulike typer aktiva. I intervjurunden har imidlertid alle pensjonsinnretningene pekt på at økte buffere kan gi grunnlag for økt eksponering i aktiva med høy risiko, som aksjer, og at dette kan gi mulighet for økt avkastning.

Pensjonsinnretningene har også påpekt at en eventuell oppbygging av buffere vil føre til at det i en overgangsperiode inntil de økte bufferne er bygget opp, vil tilbakeføres lite overskudd, om noe, til kundene.

Det er videre en utfordring at dagens rentesituasjon kan begrense pensjonsinnretningenes muligheter til å bygge bufferkapital ettersom innretningene de kommende årene trolig ikke kan regne med store årsoverskudd som kan benyttes til å bygge bufferkapital.

7.2.2 Økte buffermuligheter

Som nevnt knytter mange av forslagene som foreligger seg til endringer i regelverket for tilleggsavsetninger. Nedenfor vurderes de forskjellige forslagene i lys av hva som har kommet frem gjennom arbeidet med rapporten.

Bruk av tilleggsavsetninger ved negativ avkastning

I oppstillingen av mulige regelendringer i punkt 7.2.1 gjelder følgende bruk av tilleggsavsetninger ved negativ avkastning:

- bruk av tilleggsavsetninger ved negativ avkastning
- bruk av tilleggsavsetninger ved negativ avkastning for produkter med investeringsvalg og inntil fem års avkastningsgaranti (fortolkning)
- oppbygging av nytt bufferfond som kan brukes ved negativ avkastning, men med krav om minste og største mulige bufferfond, der både tilleggsavsetninger og kursreserver inngår

Det har vært foreslått mange ganger, og av flere, at det bør være tillatt å benytte tilleggsavsetninger ved negativ avkastning. Finansdepartementet har som nevnt i punkt 2.3 så langt avvist disse forslagene, dels med begrunnelse om at det endrer fordelingen av risiko mellom kunder og eier, og dels ut fra skattemessige forhold.

Forsikringsnæringen mener at en slik endring i regelverket ville fått stor betydning for livsselskapene, og FNO har i sitt brev til Finansdepartementet av 13.04.2011 bedt om at en slik endring gjennomføres allerede i 2011 (for å gi insentiver til å avsette tilleggsavsetninger).

Samtidig har Finanstilsynet gjennom en tolkning i brev av 28.02.2011 «Regelverket for ytelsesbaserte pensjonsordninger med flerårig avkastningsgaranti» uttalt at tilleggsavsetninger må kunne benyttes ved negativ avkastning dersom ordningen har investeringsvalg med fem års avkastningsgaranti. Denne tolkningen er til vurdering i Banklovkommisjonen. Dersom den blir stående bør den imidlertid legge grunnlag for at tilsvarende må kunne gjøres gjeldende også for kollektivporteføljen.

Når både FNO og Finanstilsynet mener at en løsning der bruk av tilleggsavsetninger ved negativ avkastning ville vært fordelaktig, og spørsmålet er for tiden til behandling i Banklovkommisjonen, må det forventes at forslaget ikke legges dødt uten en grundig og fornyet vurdering.

I sitt forslag til opprettelse av et nytt bufferfond i utredning av 08.03.2011 «Virksomhetsregler i livsforsikring» anfører Finanstilsynet at bruk av bufferfondet til å kunne dekke negativ avkastning vil kunne føre til at et forsikringsselskap ikke ville være nødt til å operere med lav risiko (det vil si lav aksjeandel) i kapitalforvaltningen:

«I eksempelet med bufferfond fører forutsetningen om null i inngående bufferfond til at det er en relativt lav buffer ved inngangen til år 2, noe som fører til at selskapet må bidra fra egenkapitalen. Dette tilsvarer dagens situasjon, hvor bufferfondene er relativt beskjedne (og som i praksis fører til lav risiko i kapitalforvaltningen). Dersom inngående bufferfond var f.eks. 10 prosent av premiereserven og kunne dekke negativ avkastning, jf. forslaget i kapittel 5.2, ville fondet vært mer enn stort nok til å dekke det svake resultatet i år 2. Selskapet ville da ikke vært nødt til å operere med lav risiko i kapitalforvaltningen.»

Et annet forslag, som vurderes nærmere nedenfor, er hvorvidt kundene skulle ha mulighet til å betale inn til tilleggsavsetninger. Bruk av tilleggsavsetninger ved negativ avkastning må i så fall vurderes i forhold til om også tilleggsavsetninger som kunden har betalt inn skal kunne benyttes ved negativ avkastning.

Minimumsgrenser for tilleggsavsetninger

I oppstillingen av mulige regelendringer i punkt 7.2.1 gjelder følgende minimumsgrenser for tilleggsavsetninger:

- oppbygging av nytt bufferfond som kan brukes ved negativ avkastning, men med krav om minste og største mulige bufferfond, der både tilleggsavsetninger og kursreserver inngår
- krav til minimumsavsetning til tilleggsavsetninger

I forslaget fra Finanstilsynet av 08.03.2011 med forslag til endring i virksomhetsreglene ligger det en forutsetning om at nytt bufferfond (tilleggsavsetninger og kursreguleringsfond) skal ha en minimumsgrense på 10 prosent av premiereserven, og at overskudd ikke kan tildeles kunden med endelig virkning før denne grensen er nådd.

Finanstilsynet har i sine årsmeldinger og «Finansielt utsyn» stadig påpekt at de mener at flere av pensjonsinnretningene burde bygget større buffere enn de har gjort. Dette har vært fulgt opp med brev til pensjonsinnretningene ca. hvert annet eller tredje år hvor de anbefaler at innretningene foretar avsetninger til tilleggsavsetningene. Det er imidlertid ikke slik at alle pensjonsinnretningene har fulgt denne anbefalingen. Dette kan skyldes flere forhold, blant annet at kundene ønsker å få utbetalt overskudd til premiefond for å kunne benytte det til å betale fremtidige premier.

I intervjurunden har flere påpekt at det kunne vært hensiktsmessig med en nedre grense for tilleggsavsetninger, som foreslått av Finanstilsynet (uten å ha vurdert dette sammen med det nye bufferfondet nødvendigvis). Det er imidlertid ulike syn når det gjelder hvor store tilleggsavsetningene bør være under dagens regelverk. Pensjonsinnretningene som mener at tilleggsavsetningene ikke bør overstige ett års rentegaranti, er ikke veldig opptatt av å ha en nedre grense for tilleggsavsetninger som er høyere enn rentegarantien.

Et krav om at overskudd ikke tildeles med endelig virkning før tilleggsavsetningene har nådd en viss minimumsgrense bør kunne gjennomføres uavhengig av om Finanstilsynets forslag til bufferfond blir vedtatt eller ikke. Den umiddelbare effekten for kundene av et slikt krav med hensyn til manglende tildeling av overskudd, vil avhenge av hvor store tilleggsavsetninger er når kravet innføres.

Et krav om at tilleggsavsetningene skal være på et visst nivå vil innebære at pensjonsinnretningene som i dag har lavere tilleggsavsetninger enn dette nivået vil få økt risikokapasitet med hensyn til investeringer. Dermed vil disse innretningene få større buffer-

kapital, og dermed også bedre risikokapasitet, enn i dag. For pensjonsinnretningene som har tilleggsavsetninger minst på nivå med et slikt nytt krav vil en slik regelendring trolig ikke påvirke risikokapasiteten.

Maksimalgrensen for tilleggsavsetninger

I oppstillingen av mulige regelendringer i punkt 7.2.1 gjelder følgende maksimalgrenser for tilleggsavsetninger:

- oppbygging av nytt bufferfond som kan brukes ved negativ avkastning, men med krav om minste og største mulige bufferfond, der både tilleggsavsetninger og kursreserver inngår
- endret maksimalgrense for oppbygging av tilleggsavsetninger (dersom tilleggsavsetninger kan benyttes ved negativ avkastning)
- økte grenser for differensiert oppbygging av tilleggsavsetninger til 12 prosent

Bare en av pensjonsinnretningene som inngår i beskrivelsene i denne rapporten har hatt tilleggsavsetninger på nivå med maksimalgrensen for tilleggsavsetninger i den perioden som studeres.

I dag angir forsikringsvirksomhetsloven med forskrift at årets tilleggsavsetninger skal fastsettes i prosent av premiereserven for hver kontrakt, med mindre avsetningen er mindre enn to prosent av premiereserven (økes fra sannsynligvis fra nyttår 2011 til 3,5 prosent). Dette innebærer at det for alle kontrakter i utgangspunktet skal avsettes like mye tilleggsavsetninger i prosent av premiereserven hvert år. Dette fører igjen til forskjeller i størrelsen på tilleggsavsetninger mellom kontraktene. FNO har i sin utredning av 16.06.2009 «Utredning om langsiktige tiltak fra FNO» tatt til orde for at grensen for individuell oppbygging av tilleggsavsetningene (såkalt differensiert oppbygging av tilleggsavsetninger) bør settes til 12 prosent av premiereserven, selv om de har angitt at grensen minimum bør være ett års rentegaranti.

I den nevnte utredningen fra FNO hevdes det at selskapenes risikobærende evne ville vært vesentlig styrket før 2008 dersom grensen for individuell oppbygging av tilleggsavsetninger hadde vært større:

«Livsforsikringsselskapene tilknyttet FNH angir at en økt grense for individuell oppbygging av tilleggsavsetninger før 2008 ville stilt dem i en langt bedre posisjon enn tilfellet er i dag, ettersom selskapenes risikobærende evne da hadde vært vesentlig styrket. Dersom oppbyggingen av tilleggsavsetninger hadde vært individualisert tidligere, ville selskapene sannsynligvis bygget opp mer tilleggsavsetninger for kontrakter med lite buffer i årene med god avkastning. På denne måten ville kontraktene hatt mer tilleggsavsetninger, som igjen kunne vært benyttet til å dekke årets rentegaranti og som bufferkapital ved inngangen til 2009. I dag er situasjonen at tilleggsavsetningene er brukt opp for flere kontrakter, mens andrekontrakter fremdeles har tilleggsavsetninger igjen.»

Pensjonsinnretningene vil ha forskjellige interesser å ivareta når de hvert år skal vurdere størrelsen på avsetningen til tilleggsavsetningene. På den ene siden er det kunder som ønsker større buffere, både for å kunne få høyere forventet avkastning og/eller for å få lavere rentegarantipremie. På den annen siden er det kunder som har behov for å få tilført overskudd til premiefondet for å betale neste års premie eller foreta regulering av pensjonene.

I dag er maksimalgrensen for de samlede tilleggsavsetningene 12 prosent av premiereserven. Finanstilsynet har foreslått i sin vurdering av 13.09.2010 «Regelverket for ytelsesbaserte pensjonsordninger med flerårig avkastningsgaranti» at det i stedet skal innføres en maksimalgrense på 15 prosent av premiereserven for tilleggsavsetninger og kursreserver samlet.

I dag er det ingen grenser for hvor store kursreservene kan være, og som det fremgår av figur 13 hadde for eksempel MP Pensjon PK kursreserver på over 60 prosent av forsikringsforpliktelsene i 2006. Forslaget til maksimalgrense fra tilsynet vil derfor virke begrensende sammenliknet med dagens regelverk i forhold til kundebuffere.

En økning i tilleggsavsetningene kan komme etter krav fra myndighetene, etter krav fra kundene i pensjonsinnretningen eller etter krav fra eierne. Det er bare i pensjonskasser og gjensidige selskap at kunder og eiere vil være de samme og på den måten fremføre samme ønsker.

En endring i maksimalgrensen for tilleggsavsetninger bør ses i sammenheng med de øvrige forslagene som foreligger. I intervjuene har pensjonsinnretningene pekt på at dersom de skal ønske å avsette mer til tilleggsavsetninger, må de få større insentiver til å gjøre slike avsetninger enn de har i dag. Innretningene har blant annet pekt på muligheten til å bruke tilleggsavsetninger ved negativ avkastning. Flere pensjonsinnretninger har i intervjuene gitt uttrykk for at de ikke ser noen grunn til å avsette mer tilleggsavsetninger enn tilsvarende ett års rentegaranti dersom det ikke samtidig blir tillatt å benytte avsetningene ved negativ avkastning.

Samtidig har FNO i sitt brev til departementet av 13.04.2011 «Endrede regler for regnskapsåret 2011 for livsforsikring» uttalt at den maksimale grensen for tilleggsavsetninger bør økes dersom tilleggsavsetningene skal kunne benyttes ved negativ avkastning. Dette gjelder altså grensen på 12 prosent av premiereserven.

Erfaringene i etterkant av finanskrisen i 2008 tilsier at det kan være gode grunner til å ha tilleggsavsetninger som er høyere enn tilsvarende ett års rentegaranti. For eksempel vil tilleggsavsetningene fort være borte dersom det kommer flere år med dårlig avkastning etter hverandre og pensjonsinnretningen kun har avsetninger for å dekke ett års rentegaranti fra avsetningene hvert år.

Så lenge tilleggsavsetningene ikke kan benyttes ved negativ avkastning er det imidlertid ikke sikkert at et økt krav til tilleggsavsetninger vil bidra til at pensjonsinnretningene plasserer mer av pensjonsmidlene i aksjer. Som omtalt i punkt 5.4 er behovet for å beskytte egenkapitalen mot tap en av de viktigste begrunnelsene for dagens investeringsstrategier. I et gitt år vil risikoen for tap av egenkapital være like høy som i dag dersom det ikke åpnes for bruk av tilleggsavsetninger ved negativ avkastning. Dette kan bety at pensjonsinnretningene ikke vil endre investeringsstrategiene. På den annen side vil økte tilleggsavsetninger redusere risikoen for tap av egenkapital ved flere påfølgende år med dårlig avkastning.

Solidariske tilleggsavsetninger i tillegg til dagens tilleggsavsetninger

I oppstillingen av mulige regelendringer i punkt 7.2.1 gjelder et av forslagene at det i tillegg til dagens tilleggsavsetninger innføres solidariske tilleggsavsetninger.

Før endringene i forsikringsvirksomhetsloven som trådte i kraft i 2008 var tilleggsavsetningene såkalt solidariske. Dette betydde at dersom det ikke var nok tilleggsavsetninger på en kontrakt for å dekke opp manglende avkastning (ned til 0 prosent), så kunne tilleggsavsetninger fra andre kontrakter benyttes på kollektiv basis. Endringene i forsikringsvirksomhetsloven i 2008 førte til en individualisering av tilleggsavsetningene, slik at de som hovedregel ikke lenger kan benyttes på kollektiv basis.

Denne endringen ble støttet av FNO, men erfaringene etter at de nye reglene trådte i kraft har ført til at det har kommet forslag om nye solidariske tilleggsavsetninger. FNO tar i sin utredning av 16.06.2009 opp muligheten av å innføre solidariske tilleggsavsetninger, «Tilleggsavsetninger II», i tillegg til dagens tilleggsavsetninger. I utredningen er det nærmere beskrevet hvordan regelverket rundt slike tilleggsavsetninger kan være. FNO mener at innføring av solidariske tilleggsavsetninger vil kunne føre til en større andel aksjer i porteføljene:

«Tilleggsavsetninger II kan følgelig gi selskapene en utvidet mulighet til også å kunne benytte tilleggsavsetninger ved negativ avkastning og vil innebære en styrking av tilleggsavsetningenes stilling som bufferkapital. Flere av livsforsikringsselskapene som er medlem i FNH oppgir at de kunne holdt en større andel av aksjene i sin portefølje og på den måten sikret en mer langsiktig forvaltning av midlene, dersom det hadde vært tillatt å benytte tilleggsavsetninger til å dekke også negativ finansavkastning.»

Mulighet til å betale inn til tilleggsavsetninger

I oppstillingen av mulige regelendringer i punkt 7.2.1 gjelder et av forslagene at det åpnes for at kunden kan betale inn til tilleggsavsetninger.

En mulighet for kundene til å betale inn til tilleggsavsetninger er en måte å øke pensjonsinnretningenes kundedbuffer. En slik ordning kan være særlig attraktiv for innretningene i tider der det ikke er mulig eller ønskelig for pensjonsinnretningen å foreta tilleggsavsetninger. Kundene kan tenkes å ønske en slik mulighet både fordi det kunne gitt dem mulighet til å velge en underportefølje under kollektivporteføljen med høyere forventet

avkastning (med tilhørende høyere risiko) og/eller fordi de kunne få lavere premie for rentegarantien.

En slik løsning må i så fall være kombinert med individuell oppbygging av tilleggsavsetninger som omtalt over, siden kundene her vil måtte operere på individuell basis.

Som nevnt over må også forholdet til eventuell bruk av tilleggsavsetninger ved negativ avkastning vurderes dersom det skal innføres en slik mulighet.

Dersom regelverket ble endret slik at det ble mulig for kunden å betale inn til tilleggsavsetninger, kunne det blitt utviklet nye produktformer tilpasset kommunale tjenstepensjonsordninger. Med produktformer menes her produkter der kundene har felles interesser og strategier i forhold til avkastning og buffere. En mulighet kunne for eksempel vært at ordningene i samme underportefølje hadde felles strategi for innbetaling til og størrelse på tilleggsavsetninger, slik at underporteføljen hadde høyere aksjeeksponering enn andre underporteføljer.

Premiefond som buffer

I oppstillingen av mulige regelendringer i punkt 7.2.1 gjelder et av punktene i listen at det åpnes for økt bruk av premiefond som buffer.

Størrelsen på premiefondet er regulert i lov om foretakspensjon § 10-4, som lyder:

«Er premiefondet ved årets utgang større enn seks ganger gjennomsnittet av årets premie og premiene for de to foregående år for den eller de pensjonsordninger foretaket har, skal foretaket sørge for at det overskytende beløp tilbakeføres til foretaket»

Forsikringsvirksomhetsloven angir at for kommunale ordninger gjelder reglene for premiefond i lov om foretakspensjon så langt de passer. Det framgår ikke av regelverket hva som menes med «så langt de passer», men det må antas at dette omfatter blant annet reglene for tilbakeføring til foretaket når premiefondet overstiger en viss størrelse.

For ordninger med investeringsvalg er det allerede tillatt å benytte premiefondet som en slags buffer. Som angitt i punkt 2.1.7 er reglene slik at dersom avkastningen på investeringsvalgporteføljen i en regnskapsperiode ikke er så stor som forutsatt i beregningsgrunnlaget for pensjonsordningen, skal differansen kreves dekket ved overføring fra premiefondet eller tilskudd fra forsikringstakeren. Pensjonsinnretningen svarer overfor de forsikrede for at differansen blir dekket.

Dersom kontrakten har investeringsvalg vil altså premiefondet kunne fungere som en buffer. Regelverket som gjelder for investeringsvalg kunne tenkes overført også til kollektivporteføljen, der pensjonsordningene ikke har like fleksible muligheter som ordninger med investeringsvalg. På den måten vil kundene kunne velge underporteføljer med høyere risiko og høyere forventet avkastning, eventuelt også få lavere rentegarantipremie.

Det kan tenkes at det er skattemessige grunner til at det er et øvre tak på premiefondet for private pensjonsordninger uten investeringsvalg. For kommunale ordninger for kommuner har spørsmål om skatt uansett ikke betydning i forhold til premiefond.

Flere kommunale pensjonsordninger har valgt investeringsvalsproduktet. Der fungerer premiefond som en buffer, og i tillegg kan kunden betale midler om nødvendig. Flere ordninger har også valgt investeringsvalg med (inntil) fem års avkastningsgaranti. I denne perioden kan det bygges bufferavsetninger, premiefond kan benyttes, og kunden kan betale inn om nødvendig. Disse produktene fungerer da i stor grad som en pensjonskasse. Det er opp til kunden å bygge buffere (innenfor visse grenser), og de kan da påvirke risikoen i investeringene (uten å gå inn i direkte investeringer) med tilsvarende forventet avkastning.

Dersom regelverket ble endret slik at det ble mulig også i kollektivporteføljen og underporteføljer av denne å bygge og benytte samme type buffer som det som er mulig i de to investeringsvalsproduktene, kunne det blitt utviklet nye produktformer tilpasset kommunale tjenstepensjonsordninger.

Dersom det hadde vært interesse for det i kommunene, kunne for eksempel ordningene i samme underportefølje hatt felles strategi på bufferbygging og risikotagning i investeringene, men de kunne sluppet å velge investeringer slik de må i en investeringsvalgportefølje. Ordningene kunne da hatt solidaritet også i forhold til overskudd, og ikke bare i forhold til premieberegning slik de har i dag.

7.2.3 Flerårige rentegarantier

I oppstillingen av mulige regelendringer i punkt 7.2.1 gjelder følgende flerårige rentegarantier:

- flerårige rentegarantier
- fem års avkastningsgaranti også i kollektivporteføljen for de kunder som ønsker dette

En flerårig rentegaranti kan være en garanti som går over ett visst antall år, eller en garanti som bare gjelder at pensjonen er garantert å komme til utbetaling når den skal (sluttverdiggaranti). Hovedpoenget med en flerårig garanti må være å komme unna kravet om at en bestemt avkastning må oppnås hvert eneste år og gis kunden med endelig virkning fra pensjonsinnretningen. I det produktet som i dag er tillatt i investeringsvalgporteføljen må kunden bygge buffer og i all hovedsak stå ansvarlig for manglende avkastning.

Flerårige garantier der det ikke er kunden som står mer eller mindre ansvarlig for garantien, forutsetter imidlertid at lite, om noe, overskudd fordeles til kunden før garantiperioden er utløpt. Det vil bety at kundene ikke får tilført avkastning til premiefond til å betale fremtidige premier med. I en tjenstepensjonsordning vil det i utgangspunktet heller ikke være noe

utløp av garantiperioden, med mindre utløpet knyttes opp mot for eksempel det enkelte medlems pensjonsuttak eller en annen fastsatt dato.

Det er i dag tillatt med opp til fem års rentegaranti for produkter med investeringsvalg. I kapittel 2 er regelverket for slike produkter beskrevet nærmere.

FNO har i sitt brev av 16.06.2009 «Utredning om langsiktige tiltak fra FNO» anført at produktet med fem års rentegaranti bør forbedres for at det skal bli et attraktivt produkt for kundene. En slik forbedring er etter FNOs syn å innføre flerårige garantier, tillate underdekning (mot en fordring mot pensjonsinnretningens egenkapital) og endre flyttereglene.

Finanstilsynet har i sin utredning «Virksomhetsregler i livsforsikring» av 08.03.2011 vurdert en flerårig rentegaranti som er å betrakte som sluttverdigaranti. Tilsynet har imidlertid kommet til at et slikt produkt er lite aktuelt gitt dagens flytteregler, og stiller spørsmål ved om hvor stor risikoreduserende effekt en sluttgarantiordning vil gi under de største nedgangsperiodene i finansmarkedene:

«En ordning med overskuddsdeling og sluttgaranti vil gi bedre muligheter til langsiktig forvaltning og dermed også mulighet for høyere forventet fremtidig avkastning, bl.a. fordi man da har mindre insentiver til å selge i dårlige tider og kjøpe i gode tider for å skjerme egenkapitalen. Det er også vist til at man med et slikt regime, med en gitt egenkapitalandel, vil kunne sitte med en høyere aksjeandel (eller andre risikable aktiva) over tid. Dersom selskapene tar økt risiko uten å øke egenkapitalen, innebærer det imidlertid at risikoen for kunden øker. Spørsmålet er om kundens fordel i form av eventuell høyere forventet avkastning overstiger ulempen ved en noe høyere risiko for at avtalen ikke kan oppfylles.

Under en sluttgarantiordning vil en situasjon med betydelige fall i f.eks. aksjemarkedene kunne føre til at selskapene søker å dekke tapet ved å redusere fremtidig overskuddstildeling til kundene. Dersom fallet i aksjemarkedene etterfølges av et fall i lange renter kan det forventede fremtidige overskuddet relativt raskt forsvinne, slik at selskapet igjen vil stå overfor betydelige soliditetsutfordringer. Det har vært et relativt vanlig mønster at betydelige fall i finansmarkedene medfører betydelige fall i lange renter, og det kan derfor stilles spørsmål ved hvor stor den risikoreduserende effekten av en sluttgarantiordning egentlig vil være under de største nedgangsperiodene i finansmarkedene.

For at selskapene skal kunne beskytte seg mot denne risikoen vil løsningen som nevnt over være å plassere mest mulig i lange obligasjoner, men det vil ikke være mulig i tilstrekkelig grad i det norske markedet. En ordning med oppbygging av bufferfond basert på tidligere avkastningsoverskudd vil være mer robust i perioder med store fall i finansmarkedene, siden bufferfondet ikke direkte reduseres med fallende rentenivå.

En sluttgarantiordning vil gi selskapene insentiver til å plassere midlene i langsiktige obligasjoner for til enhver tid å motvirke endringer i verdien av forsikringsforpliktelsene. Det kan stilles spørsmål ved om ikke kundene vil være mer tjent med et regelverk som ikke gir slike insentiver i like sterk grad, som i en ordning med bufferfond der det ikke åpnes for å føre obligasjoner til amortisert kost.

Hensynet til at kunden til enhver tid skal ha en flytte- eller gjenkjøpsverdi som er tilstrekkelig til å dekke garanterte ytelser vil også tale mot en sluttgarantiordning.

Som redegjort for i kapittel 5.2 vil Finanstilsynet sterkt anbefale en endring av regelverket for oppbygging og anvendelse av bufferfond. Finanstilsynet finner det imidlertid ikke tilrådelig å gå over til et system med sluttgaranti, verken for fripoliser og individualporteføljen eller for premiebetalende kontrakter, siden dette vil kunne gi økt risiko og for sterke insentiver til å investere i lange obligasjoner, samtidig som det ikke er forenlig med hensynet til videreføring av gjeldende flytteregelverk.»

Flerårige garantier kan imidlertid utformes på forskjellige måter og ha forskjellige egenskaper. Uansett utforming vil det være problematisk å kombinere denne type produkter med dagens flytteregler som sier at en pensjonsordning skal flytte fullfondert, det vil si at rentegarantien skal være oppfylt til enhver tid. Dersom slike ordninger skal tillattes må dermed også flytteregelverket endres noe.

Som Finanstilsynet også fremfører er det ikke gitt at produkter med flerårige garantier vil føre til økt avkastning, og produktene må kanskje suppleres med andre regelverksendringer. For eksempel kan det være aktuelt med endringer knyttet til investeringsmulighetene for pensjonsinnretningene i form av hvilke aktiva de kan investere i. Slike forhold er ikke vurdert i denne rapporten.

I intervjurunden fremkom det ulike syn på i hvilken grad slike produkter vil kunne føre til økt avkastning for kundene og inneha den risikoreduserende effekten som er ønskelig.

Flerårige rentegarantier vil som nevnt som regel også innebære at overskudd ikke tilføres kundenes premiefond før garantiperioden utløper. Slike garantier er dermed ikke nødvendigvis velegnet i forhold til tjenstepensjonsordninger som i utgangspunktet ikke har noen utløpsperiode.

7.2.4 Lavere rentegaranti i pensjonsordningene

I oppstillingen av mulige regelendringer i punkt 7.2.1 gjelder et av forslagene lavere rentegaranti i pensjonsordningene.

Som beskrevet i punkt 2.1.2 fastsetter Finanstilsynet maksimal beregningsrente til bruk ved beregning av premie og forsikringstekniske avsetninger, ut fra reglene i EUs livdirektiv. Dette er imidlertid en maksimal beregningsrente, og det er fullt tillatt å ha en lavere rente.

En lavere rentegaranti vil bidra til å redusere risikoen for at pensjonsinnretningene ikke oppnår den garanterte avkastningen. På denne måten vil en slik reduksjon kunne bidra til å øke pensjonsinnretningenes plasseringer i risikofylte aktiva som aksjer.

De kommunale pensjonsordningene som er omfattet av premieutjevning i livselskapene har siden 1993 benyttet en beregningsrente på maksimalt 3,0 prosent. MP Pensjon PK har

foretatt forsikringstekniske avsetninger og premieinnbetalinger ut fra en lavere beregningsrente enn den maksimalt tillatte, og i perioden 2000 til 2010 lavere enn i de kommunale ordningene. På den måten har de hatt noe større mulighet til å ta investeringsrisiko. Samtidig har denne pensjonskassen hatt høy bufferkapital. Dette har ført til at MP Pensjon PK har kunnet ha en annen investeringsstrategi enn andre pensjonsinnretninger. Pensjonskassen har oppnådd høy gjennomsnittlig avkastning fra 2000 til 2010.

Konkurransen gjør det i praksis umulig for livselskapene å kreve en lavere beregningsrente enn den til enhver tid maksimale tillatte beregningsrenten. Dette vises ved at næringen stort sett alltid har strittet i mot nedjusteringer i den maksimale beregningsrenten. Som omtalt i punkt 2.1.2 har Finanstilsynet anslått at en nedjustering av beregningsrenten fra 3 til 2,5 prosent vil kunne føre til en økning i premiene på minst 12 prosent.

En oppreservering slik at de forsikringstekniske avsetningene beregnes på en lavere beregningsrente er også svært kostbart (utgjør samme prosent av premiereserven som økningen for premier) for hvert halve prosentpoeng beregningsrenten settes ned. Det har derfor foreløpig ikke blitt fremsatt slike krav fra myndighetene.

7.2.5 Mulige effekter av Solvens II

Finanstilsynet peker i sitt notat om virksomhetsregler i livsforsikring av 08.03.2011 på at QIS 5 viste at 4 av de 10 livselskapene som deltok i undersøkelsen ikke ville ha tilstrekkelig kapital til å dekke det nye solvenskravet.

Solvens II, slik regelverket fremstår i dag, vil forsterke de utfordringene livselskapene står overfor. For eksempel uttaler avdelingsdirektør Erik Lind Iversen i Finanstilsynet i en artikkel i Dagens Næringsliv 29.09.2011 at kapitalnivået i livselskapene må opp, og at dette må skje enten ved tilførsel av kapital eller ved at risikoen reduseres. Det kan her være snakk om både å senke beregningsrenten og å ta ned investeringsrisikoen.

Silver har i brev til Finanstilsynet av 22.02.2011 uttalt at dersom regelverket blir stående uforandret ved innføringen av Solvens II, vil resultatet bli at selskapene må søke tilpasninger på investeringssiden som er suboptimale sett både fra kundens og eiers side. Selskapet hevder videre at selv ved slike tilpasninger er det ikke gitt at kapitalkravet blir på et nivå som det er mulig å oppfylle.

Det er imidlertid ikke alle livselskap og pensjonskasser som er like bekymret. Intervjurunden viste at det er svært ulike syn på problemene knyttet til innføringen av Solvens II. Noen ga uttrykk for at Solvens II vil bli svært krevende, mens andre ikke anså de nye kapitaldekningsreglene som et stort problem (selv om de kanskje ville måtte øke egenkapitalen).

I den grad en pensjonsinnretning får et økt kapitalkrav, vil eierforholdene i pensjonsinnretningen avgjøre hvor utfordrende det vil være å få på plass den økte kapitalen.

Solvens II-regelverket vil endre dagens rammebetingelser på flere områder enn at det innføres et nytt kapitalkrav. Finanstilsynet mener (i høringsnotat av 12.08.2011 «Gjennomføring av Solvens II - lovforslag») at Solvens II vil føre til at det ikke lenger vil være mulig for det enkelte land å fastsette en maksimal beregningsrente til bruk ved beregning av forsikringstekniske avsetninger. Tilsynet foreslår likevel at maksimal beregningsrente til bruk i premieberegning fremdeles skal fastsettes av myndighetene. Dersom det i fremtiden skal bli mulig å konkurrere om beregningsrenten vil dette kunne føre til at pensjonsinnretningene benytter høyere beregningsrente enn det som er forsvarlig. Det som vil kunne hindre dem i det vil være kravene til økte avsetninger etter Solvens II eller at Finanstilsynet griper inn og krever en annen rente.

I høringsnotatet legger tilsynet videre opp til at det ikke vil være mulig for myndighetene å angi beregningsrente ved beregning av de forsikringstekniske avsetningene. Samtidig vil det være vanskelig for pensjonsinnretningene å ivareta forpliktelsene overfor kunden uten at de forsikringstekniske avsetningene *minst* beregnes ut fra samme rente som innbetalt premie er beregnet ut fra.

Tilsynet skriver videre at kapitalforvaltningsforskriften vil utgå. Etter det nye direktivet vil det ikke være mulig for myndighetene å fastsettes såkalte kvantitative krav, eller begrensninger, på pensjonsinnretningenes investeringer. Pensjonsinnretningene skal selv være ansvarlig for risikoen ved investeringene ut fra soliditetsvurderinger. Samtidig er det gitt i direktivet hvordan forskjellige investeringer skal vektes ved beregning av solvenskravet. Tilgang på investeringer som gir høy, langsiktig og sikker avkastning vil derfor kunne bli en utfordring for pensjonsinnretningene fremover. Som nevnt i punkt 5.3.6 har ett selskap hevdet at innføring av Solvens II vil medføre en total endring i investeringsstrategien.

Høringsnotatet fra Finanstilsynet er ennå ikke sendt på høring fra Finansdepartementet. Det er foreløpig uklart hvordan regelverket vil bli.

Siden nytt solvens-regelverk fremdeles fremstår som uklart, også i forhold til hvordan det vil se ut i Norge, er det vanskelig å forutsi den endelige effekten av Solvens II og hvilken virkning innføringen av solvensregelverket vil få på kundenes avkastning. Videre, siden det ikke er gjennomført nøytrale konsekvensberegninger av mulige endringer i tråd med forslagene nevnt tidligere i punkt 7.4, er det heller ikke mulig å si hva effekten av disse endringsforslagene vil bli med et nytt solvensregelverk.

Det pågår et arbeid i Banklovkommisjonen med å vurdere hvordan pensjonsproduktene i privat sektor, eventuelt forsikringsvirksomhetsloven kan tilpasses pensjonsreformen og Solvens II. Dette arbeidet vil også kunne berøre kommunale ordninger.

7.2.6 Oppsummering

Forslagene til endring i rammebetingelsene som er diskutert i punkt 7.2 er:

- bruk av tilleggsavsetninger ved negativ avkastning
- bruk av tilleggsavsetninger ved negativ avkastning for produkter med investeringsvalg og inntil fem års avkastningsgaranti (fortolkning)
- oppbygging av nytt bufferfond som kan brukes ved negativ avkastning, men med krav om minste og største mulige bufferfond, der både tilleggsavsetninger og kursreserver inngår
- endret maksimalgrense for oppbygging av tilleggsavsetninger
- økte grenser for differensiert oppbygging av tilleggsavsetninger til 12 prosent
- solidariske tilleggsavsetninger i tillegg til dagens tilleggsavsetninger
- flerårige rentegarantier
- mulighet for kunden til å betale inn til tilleggsavsetninger
- krav til minimumsavsetning til tilleggsavsetninger
- fem års avkastningsgaranti også i kollektivporteføljen for kunder som ønsker dette
- økt bruk av premiefond som buffer
- lavere rentegaranti i pensjonsordningene

De fleste forslagene til endring antas enten hver for seg eller flere i fellesskap, å kunne øke pensjonsinnretningenes risikokapasitet og derigjennom mulighet for økt aksjeinvestering. Det er viktig at flere av tiltakene kun har effekt sammen med andre, og noen endringer kunne vært kombinert med egen produktutforming for kommunale ordninger dersom dette hadde vært en ønske fra kundene.

Rentegarantien har en åpenbar innvirkning på muligheten til å investere i aksjer. Krav om lavere rentegaranti vil gi økte muligheter til å investere i aksjer, mens det er mer usikkert hvilken effekt flerårige rentegarantier vil kunne få, avhengig av produktutformingen. Rente-
garantien og en viss risiko knyttet til denne kan uansett ikke elimineres så lenge pensjons-
innretningen skal garantere for en pensjonsytelse.

Flerårige rentegarantier vil som regel også innebære at overskudd ikke tilføres kundenes premiefond før garantiperioden utløper. Slike garantier er dermed ikke nødvendigvis velegnet i forhold til tjenstepensjonsordninger som i utgangspunktet ikke har noen utløps-
periode.

Økt mulighet for eller krav til å bygge kundebuffer samt fleksibiliteten i bruken av dem vil også kunne øke mulighetene for innretningene til å kunne investere i aksjer.

Intervjurunden viste imidlertid at det er uenighet om enkelte av punktene vil ha noen særlig effekt. Dette kan bety at pensjonsinnretningene ikke nødvendigvis vil oppføre seg likt med hensyn til eventuelle endringer i investeringsstrategi dersom de foreslåtte endringene gjennomføres. Det var heller ikke alle som var enige i at det var behov for endringer i regel-
verket.

Det er ikke mulig å si hvilke endringer som vil ha størst effekt i forhold til å gi et lavere solvenskrav i det nye Solvens II-regelverket, siden innholdet i det endelige regelverket som vil bli gjort gjeldende for Norge ennå ikke er på plass. Det pågår et arbeid i Banklov-kommisjonen med å vurdere hvordan pensjonsproduktene i privat sektor, eventuelt forsikringsvirksomhetsloven kan tilpasses pensjonsreformen og Solvens II. Dette arbeidet vil også kunne berøre kommunale ordninger.

Rapporten drøfter ikke sannsynligheten for å få gjennomført endringsforslagene som er vurdert i rapporten.

7.3 Endringer i pensjonsinnretningenes buffer- og investeringsstrategi

I dette punktet drøftes det om pensjonsinnretningene kan endre sine strategier for å kunne investere mer i aksjer uten at regelverket for livsforsikring endres. Det forutsettes at målet ikke er å få lavere rentegarantipremie, noe som også kunne vært en konsekvens av høyere kundebuffer.

Pensjonsinnretningenes investeringsstrategier ble gjennomgått i punkt 5.3.2, der det fremgår at livselskapene og pensjonskassene som inngår i analysene i denne rapporten har ulike strategier. Mens de tre livselskapene KLP, Storebrand og Vital tilpasser aksjeandelene løpende til endringene i aksjemarkedene, velger de to pensjonskassene å beholde omtrent de samme aksjene uavhengig av markedsutviklingen.

De ulike strategiene har resultert i ulik avkastning. Som vist i kapittel 6, har pensjonskassenes investeringsstrategi fra 2000 til 2010 gitt en høyere gjennomsnittlig avkastning enn livselskapenes avkastning. Dette kan tyde på at livselskapenes kunder kunne fått høyere avkastning på pensjonsmidlene dersom livselskapene hadde lagt om investeringsstrategiene i retning av strategier med mindre tilpasninger i aksjeandelene ved endrede markedsforhold.

Det er imidlertid en klar sammenheng mellom hvor store aksjeandeler pensjonsinnretningene har og hvor stor risiko innretningene tar. Økte aksjeandeler gir også økt risiko for at avkastningen blir lavere enn den avkastningen pensjonsinnretningene har garantert til kundene. Pensjonsinnretningene har i intervjuene vist til at det er ikke noe i veien for at de kan ha høyere aksjeandeler enn i dag, men at dette forutsetter at eier er innforstått med hvilken risiko en slik investeringsstrategi vil ha blant annet knyttet til muligheten for tap. Eier må også være villig til å ta denne risikoen.

Samtidig er det ikke en entydig sammenheng mellom forvaltningsrisiko og aksjeandeler. Pensjonsinnretningene kan på ulike måter selv påvirke hvilken risiko innretningen vil ha ved en gitt aksjeandel. Dette kan innretningene gjøre ved å gjøre tiltak som påvirker hvilken risikokapasitet innretningene har. Jo høyere risikokapasitet en pensjonsinnretning har, jo høyere aksjeandel kan pensjonsinnretningen ha for et gitt risikonivå.

Risikokapasiteten bestemmes både av forhold pensjonsinnretningene selv kan påvirke og det regulatoriske regimet innretningene opererer under. Regulatoriske endringer som kan påvirke risikokapasiteten behandles i punkt 7.4. Når det gjelder det pensjonsinnretningene selv kan gjøre for å påvirke risikokapasiteten, er det i utgangspunktet to ulike forhold som har betydning:

- størrelsen på pensjonsinnretningenes bufferkapital
- forpliktelsene pensjonsinnretningene har overfor kundene

Størrelsen på pensjonsinnretningenes bufferkapital er en svært viktig del av pensjonsinnretningenes risikobærende evne. Generelt vil det være slik at jo mer bufferkapital en pensjonsinnretning har, jo høyere risikokapasitet vil pensjonsinnretningen ha. Bufferkapitalen består av overskytende kjernekapital, tilleggsavsetninger opp til ett års rentegaranti og kursreguleringsfond.

7.3.1 Størrelsen på bufferkapital

Det er pensjonsinnretningene som bestemmer hvor store tilleggsavsetninger innretningen skal ha. På denne måten har pensjonsinnretningene mulighet til å påvirke risikokapasiteten. Flere av pensjonsinnretningene har i intervjuene tatt til orde for at siden tilleggsavsetninger ikke kan benyttes til å dekke negativ avkastning, er det kun tilleggsavsetninger mellom null og opp til ett års rentegaranti som vil påvirke risikokapasiteten.

Andre innretninger mener imidlertid at risikokapasiteten vil øke også for tilleggsavsetninger utover ett års rentegaranti. Disse pensjonsinnretningene viser til at dersom avkastningen i et enkelt år blir så dårlig at pensjonsinnretningen må bruke alle tilleggsavsetningene, vil risikokapasiteten året etter bli svært dårlig. På denne måten vil tilleggsavsetninger ut over ett års rentegaranti kunne åpne for noe mer langsiktig investeringsstrategi.

Finanstilsynet har for øvrig ved flere anledninger oppfordret innretningene til å bruke deler av overskuddet til å øke tilleggsavsetningene. Kun i 1993 gikk tilsynet aktivt ut og påla selskapene å foreta avsetninger. Som nevnt i punkt 3.4.1 er det kun MP Pensjon PK som har hatt avsetninger på nivå med maksimalgrensen i perioden 2000-2010.

Selskapene kan se ut til å ha forskjellig strategi for avsetninger til tilleggsavsetninger. Dette kan blant annet skyldes forskjeller i eierforhold og forskjeller i den totale kundemassen. I utgangspunktet skal tilleggsavsetninger foretas ut fra samme prosentsats for alle kunder, jf. også punkt. 2.1.3. Dette betyr at press fra kunder i det private bedriftsmarkedet for å få ut avkastningsoverskudd til premiefond vil kunne påvirke tilleggsavsetningene på kommunale ordninger.

I figur 10 i punkt 3.4.1 vises hvor stor andel av avkastningsoverskuddet de tre livselskapene har avsatt til tilleggsavsetninger for bransjen offentlig sektor i 2009 og 2010. Som det fremgår varierer andelen av overskuddet som er avsatt til tilleggsavsetninger betraktelig.

Dette skyldes at selskapene har hatt forskjellige strategier knyttet til tilleggsavsetninger opp gjennom årene.

Når det gjelder kursreguleringsfond, så er dette urealiserte gevinster. Høye aksje-investeringer vil derfor fort gi stort kursreguleringsfond. Samtidig vil dette fondet ha ganske stor volatilitet i forhold til hvordan verdipapirmarkedene svinger.

At det er gitt muligheter til å ha et kursreguleringsfond er imidlertid en forutsetning for å kunne investere i volatile aktiva som aksjer. Ellers ville urealiserte gevinster måtte deles ut hvert år med endelig virkning til kundene. Pensjonsinnretningens strategi når det gjelder kursreguleringsfond kan derfor i stor grad relateres til deres strategi når det gjelder å investere i aksjer.

Selv om det i denne rapporten er lagt størst vekt på hvilken betydning kundebuffer har for pensjonsinnretningenes investeringsstrategi er også størrelsen på den overskytende kjernekapitalen, det vil si den ansvarlige kapitalen til selskapet, viktig for selskapenes risikokapasitet. For eksempel har både MP Pensjon PK og Norsk Hydro Pensjonskasse historisk bevisst beholdt pensjonskassens andel av de årlige overskuddene i pensjonskassen slik at pensjonskassens ansvarlige kapital har blitt styrket. Overskuddet har dermed ikke blitt brukt i særlig grad til å betale premier.

Se for øvrig figur 11 og figur 12 i punkt 3.4 som viser gjennomsnittlig bufferkapital for alle livselskaper og majoriteten av pensjonskasser som andel av forvaltningskapital fra 2002 til 2010. Disse figurene viser at pensjonskassene gjennomgående har hatt vesentlig høyere bufferkapital enn livselskapene. Det er særlig overskytende kjernekapital og kursreguleringsfond som har vært høyere i pensjonskassene.

7.3.2 Beregningsrente

Pensjonsinnretningene har også påtatt seg en langsiktig forpliktelse overfor kundene i form av en årlig og langsiktig garantert avkastning. Som nevnt i kapittel 6 er dette imidlertid bare en side av at produktet innehar en garantert ytelse. Dersom kunden ønsker en garantert ytelse må risikoen knyttet til den garantien ha en pris.

Finanstilsynet har flere ganger vist til denne rentegarantien innebærer at pensjonsinnretningene har klare incentiver til å ha lav risiko i investeringene sine for å unngå å måtte belaste egenkapitalen ved manglende avkastning. Incentivene til lav risiko blir sterkere jo høyere den gjennomsnittlige garanterte avkastningen er.

En reduksjon i gjennomsnittlig garantert avkastning vil gi en pensjonsinnretning økt risikokapasitet. Den gjennomsnittlige rentegarantien vil bli redusert dersom Finanstilsynet reduserer den maksimale beregningsrenten pensjonsinnretningene kan benytte. Dette har Finanstilsynet gjort flere ganger, og senest med virkning fra 01.01.2012.

Pensjonsinnretningene kan imidlertid også selv redusere den gjennomsnittlige beregningsrenten. Den kan endres bare for nye premier, og/eller den kan endres også for beregning av de forsikringstekniske avsetningene. Dersom renten ved beregning av forsikringstekniske avsetninger senkes, vil de forsikringstekniske avsetningene øke fordi kontantverdien neddiskonteres ut fra en lavere rente.

Dersom de forsikringstekniske avsetningene skal økes kan dette skje for eksempel ved å benytte deler av overskuddet. Dette har blant annet MP Pensjon PK gjort ved flere anledninger, slik at denne pensjonskassen nå har en noe lavere rentegaranti enn de øvrige pensjonsinnretningene. På denne måten har MP Pensjon PK økt egen risikokapasitet. Forsikringsselskapene kan imidlertid ikke bruke av overskuddet til å redusere beregningsrenten uten godkjenning fra Finanstilsynet.

7.3.3 Oppsummering

Pensjonsinnretningenes buffer- og investeringsstrategi vil kunne påvirke avkastningen. For å kunne ha god nok risikokapasitet til å kunne investere i aksjer, kan innretningen selv juridisk bestemme:

- økte avsetninger til tilleggsavsetninger (vil øke innretningenes risikokapasitet)
- økt bufferkapital/selskapskapital for innretningen (vil øke innretningens risikokapasitet)
- lavere beregningsrente for ny opptjening av pensjon

7.4 Kundetilpasninger

I dette punktet drøftes det om kundene, uten endringer i regelverket for livsforsikring, eventuelt kan foreta valg som gjør at avkastningen kan bedre over tid. Det forutsettes at poenget er å vurdere valg som øker muligheten for å investere i aksjer.

Det forutsettes videre at det ikke skal vurderes å endre regelverket for pensjonene, for eksempel ved å gå over på innskuddspensjonsordninger, endre risikodelingen mellom kunde og pensjonsinnretning slik at kunden står et annet ansvar for pensjonene enn i dag. Slike endringer ville også gjort det mulig å komme unna utfordringene knyttet til årlig rentegaranti, siden forholdet mellom sikring av ytelse og rentegaranti er mer eller mindre uløselig knyttet til hverandre.

Noen mulige valg kunden i et livselskap kan foreta ut fra dagens regelverk er :

- velge produkt med investeringsvalg (med eller uten fem års rentegaranti)
- velge lavere avkastningsgaranti
- etterspørre/kreve avsetninger til tilleggsavsetninger

Innenfor området kunden kan påvirke kan endringene føre til økte aksjeinvesteringer og/eller lavere premie for rentegarantien.

7.4.1 Produkt med investeringsvalg

Flere kommunale ordninger har i dag investeringsvalg i et livsselskap. De fleste av disse har valgt et produkt med inntil fem års rentegaranti. Innenfor dette produktet, og etter avtale med forsikringsselskapet, kan kundene bestemme investeringsvalgportefølje. Det er likevel gitt visse begrensninger i investeringsmulighetene. Se for øvrig punkt 2.1.1 der det gikk frem at Vital så langt har valgt å ikke tilby dette produktet.

For slike produkter er det visse krav til oppbygging av bufferfond og at kunden står ansvarlig dersom avkastning et år er mindre enn beregningsrenten, se også punkt 2.1.7.

7.4.2 Lavere avkastningsgaranti

Det er tillat å benytte en lavere beregningsrente enn den maksimale beregningsrenten Finanstilsynet fastsetter for premieberegning og forsikringstekniske avsetninger dersom kunden ønsker dette. Dette er omtalt flere steder i rapporten.

Med en lavere beregningsrente blir selskapets avkastningsrisiko lavere. Dette kan resultere i økte investeringer i aksjer.

Lavere beregningsrente kan gjelde enten bare for ny premieinnbetaling eller også for de forsikringstekniske avsetningene. Økt beregningsrente for ny premieinnbetaling vil føre til økt premie. Størrelsen vil avhenge av renteendringer og alder, pensjonsgrunnlag, opptjeningstid med mer i pensjonsordningen.

En lavere beregningsrente medfører at de forsikringstekniske avsetningene øker. For en kontrakt som ønsker å endre til en lavere beregningsrente for forsikringstekniske avsetninger, vil det måtte betales inn midler for å øke de forsikringstekniske avsetningene. Forsikringsvirksomhetsloven åpner ikke uten videre for at årets avkastningsoverskudd kan benyttes. Størrelsen på en slik innbetaling vil på samme måte som for økt premie avhenge av renteendringer og alder, pensjonsgrunnlag, opptjeningstid med mer i pensjonsordningen.

7.4.3 Avsetninger til tilleggsavsetninger

Det er vist i punkt 5.3.3 at kundebuffer er vesentlig for muligheten til å investere i aksjer. Kundene må antas å ikke kunne påvirke kursreservene i en pensjonsinnretning vesentlig, annet enn ved eventuelt å velge å benytte pensjonsinnretninger med høy aksjeandel og/eller underporteføljer til kollektivporteføljer med høy aksjeandel.

Det er likevel først og fremst gjennom tilleggsavsetninger kundene kan påvirke kundebufferne.

Krav eller ønsker fra kundene om å få tilført mest mulig av avkastningen til premiefond kan presse selskapene til å ikke foreta mer avsetninger til tilleggsavsetninger enn høyst

nødvendig. Endring i kundenes etterspørsel om midler til premiefond, eller også krav fra kundene om økte tilleggsavsetninger, ville kunne påvirke selskapenes mulighet til å investere i aksjer. Ut fra regelverket for tilleggsavsetninger må imidlertid alle kunder som hovedregel behandles likt når det gjelder avsetninger til tilleggsavsetninger.

7.4.4 Oppsummering

Kundenes ønske om produktutforming kan påvirke avkastningen som oppnås på kundemidler. Kunden kan for eksempel:

- velge produkt med investeringsvalg (med eller uten inntil fem års rentegaranti)
- velge lavere avkastningsgaranti
- etterspørre/kreve avsetninger til tilleggsavsetninger for pensjonsinnretningen

Referanser

Brønnøysundregistrene: «Årsregnskap for regnskapsåret – Norsk Hydro Pensjonskasse». 2000–2010

Brønnøysundregistrene: «Årsregnskap for regnskapsåret – MP Pensjon PK». 2000–2010

Dagens Næringsliv: «Rentehopp vil gi en av ti trøbbel», 29.09.2011

Finansdepartementet: «*Pensjonskasser - tilleggssavsetninger*». Brev til NPF, NHO og LO, 02.07.2010

Finansdepartementet: «*Oppfølging av forslag fra finanskriseutvalget*». Brev til Banklovkommisjonen, 11.02.2011

Finansdepartementet: «*Ytelsesbaserte pensjonsordninger med flerårig avkastningsgaranti*». Brev til Banklovkommisjonen, 28.02.2011

Finansdepartementet: «*Virksomhetsregler i livsforsikring*». Brev til Banklovkommisjonen, 25.03.2011

Finansdepartementet: «*Virksomhetsregler i livsforsikring*». Brev til Banklovkommisjonen, 28.04.2011

Finanstilsynet: «*Regelverket for ytelsesbaserte pensjonsordninger med flerårig avkastningsgaranti*». Brev til Finansdepartementet, 13.09.2010

Finanstilsynet: «*Gjennomføring av Solvens II - lovforslag*». Brev med høringsnotat til Finansdepartementet, 12.08.2011

Finanstilsynet: «*Virksomhetsregler i livsforsikring*». Brev til Finansdepartementet, 08.03.2011

Finanstilsynet: «*Regnskapsmessig behandling av avkastning på premiefond m.v.*». Rundskriv 42/93

Finanstilsynet: «*Regulering av beløp i euro fastsatt i forskrifter om beregning av solvensmarginkrav og solvensmarginkapital for norske forsikringsselskaper*». Rundskriv 4/10

Finanstilsynet: «*Regulering i samsvar med § 5 i "Forskrift om minstekrav til egenkapitalen i norske forsikringsselskaper"*». Rundskriv 3/2011

Finanstilsynet: «*Finansielle utviklingstrekk 2011*»

Finansnæringens Fellesorganisasjon: «*Markedsandeler - endelige tall og regnskapsstatistikk*». Livstatistikk, per kvartal fra 1. kvartal 2000 til 4. kvartal 2010

Finansnæringens Fellesorganisasjon: «*Endrede regler for regnskapsåret 2011 for livsforsikring*». Brev til Finansdepartementet med tilhørende notat, 13.04.2011

Finansnæringens Hovedorganisasjon: «*Utredning av behov for langsiktige tiltak for norske livsforsikringsselskaper og pensjonskasser*». Brev til Finansdepartementet med tilhørende notat, 16.06.2009

KLP: «Årsrapport». 2000–2010

KLP: «Kvartalsrapport». Kvartal 1/2007–4/2010

KLP: «KLP målt mot andre pensjonstilbydere – med informasjon om pensjonsreformen». Rapport, 13. mai 2011

NPF, NHO og LO: «Tiltak for å trygge tjenstepensjonene – erfaringer fra finanskrisen». Brev til Finansdepartementet, 02.12.2009

NOU 2009: 13 «Brede pensjonsordninger»

NOU 2011: 1 «Bedre rustet mot finanskriser»

NOU 2010: 6 «Pensjonslovene og folketrygdreformen I»

Silver Pensjonsforsikring AS: «Årsberetning». 2006–2010

Silver Pensjonsforsikring AS: « Behov for regelverksendring for å hindre svært betenkelige og særnorske effekter av innføring av Solvens II regelverket i Norge ». Brev til Finanstilsynet, 22.02.2011

Storebrand Livsforsikring AS: «Årsrapport». 2000–2010

Storebrand Livsforsikring AS: «Analytikerpresentasjon». Kvartal 1/2007–4/2010

Storebrand Livsforsikring AS: «Kvartalsrapport Storebrand Livsforsikring». Kvartal 1/2007–4/2010

Vital Forsikring ASA: «Årsrapport». 2000–2010

Vital Forsikring ASA: «Kvartalsrapport Vital Forsikring». Kvartalene 1/2007–3/2007, 1/2008–3/2008, 1/2009–3/2009, 1/2010–3/2010



www.actecan.no



www.pensjonskontoret.no