

Kostnad på innskutt egenkapital i KLP

Beregninger for 2026

24. februar 2026

Parametrisering av forventet årlig avkastning på innskutt egenkapital i KLP for 2025

(priser per 31. des 2025)

Forventet avkastning på KLPs selskapsportefølje (sammensetning per Q4 2025)

	Andel av portefølje	Rentemargin	Forventet tap	Forventet avkastningsmargin utover swap	Bidrag til total forventet avkastning
Obligasjoner	62,9 %	0,79 %*	0,14 %**	0,65 %	0,41 %
Eiendom	9,1 %			0,60 %***	0,05 %
Bank, skade og kap.forv.	14,9 %			10,33 %****	1,54 %
Omløpsaksjer	3,3 %			4,00 %	0,13 %
Utlån og fordringer	2,5 %			0,00 %	0,00 %
Kasse, bank	3,0 %			-0,15 %	0,00 %
Immaterielle eiendeler og annet ikke rentebærende	4,2 %			-4,09 %	-0,17 %
Sum	100,0 %				1,96 %
5y swap					4,09 %
Total forventet avkastning (avrundet)					6,0 % (5,5%)

* Basert på input fra KLP. Reflekterer valutasikret, volumvektet yield-spread over swap for aktuell løpetid per 31. des 2025

** Estimert av Rann fra KLPs spesifikasjon av fordeling av obligasjoner basert på ratingbetingede årlige misligholdsrater og recovery rates som angitt i Moody's default study 2025. Porteføljen har fått et noe større innslag av kredittrisiko enn tidligere år, med bl.a. en egen HiY-allokering

*** Akershus Eiendom AS' prime yield Oslo på 4,75 % minus 10y swap per 31. desember 2025

**** Oppdatert beregning som reflekterer forventet avkastning på bokførte verdier i KLP Banken og KLP Skade - se etterfølgende sider for dokumentasjon

Parametrisering av avkastningskrav for 2026

(priser per 31. des 2025)

- **Rentemargin**_{Ansvarlig} 0,90 % (1,33%)

 - = 0,94 % OAS på BB-indeks - 0,05 % 5y basisswap EURNOK
- **Rentemargin**_{Ansvarlig} · $LGD_{EK} / LGD_{Ansvarlig} = 0,90 \% * 100 \% / 57 \% =$ 1,58 % (2,33%)

 - Risikopåslag over swaprente før innkallingsrett
- Forventet tap av avkastning på innkallingsrett: 0,63 % (0,93%)

 - Verste mulige EK-avkastningskrav ekskl. innkallingsrett: 40 %*
 - Risikonøytral sannsynlighet for egenkapitalmislighold: 1,58 %
- Vekt for latent kapital**:

<ul style="list-style-type: none"> ▪ Supplerende kapital KLP UB Q3 2025: ▪ Innskutt EK KLP UB Q3 2025: 	}	Forhold = 61 %
		61 % (62%)
		16,3 mrd
		26,6 mrd
- Justeringsfaktor for kommunenes ubetingede ansvar for pensjonsløftet: 50 %
- **Supplerende/Innskutt · 0,4 · 1/2 :** 12 % (12%)

 - = 61 % * 40 % * 50 %
- **Femårs swaprente:** 4,09 % (4,11%)
- Avkastningskrav (avrundet): $4,09 \% + 1,58 \% * (1 + 0,12) =$ 5,9 % (6,7%)

 - Avvik i resultat mot beregninger med oppgitte tall skyldes flere enn to desimaler i de aktuelle størrelser

Vi følger her den metodikken for å estimere avkastningskrav på innskutt EK som ble utarbeidet av Pensjonskontoret i 2021, og som har vært fulgt i årene siden

Endelig model

* Se rapport fra 2021

** Latent kapital = Den kapital som er tilgjengelig, men ikke innhentet. Uttrykkes som andel av innhentet kapital (Innskutt EK)

Drøfting

- Metoden for å estimere avkastningskrav på innskutt EK gir i år marginalt *lavere* avkastningskrav enn forventet avkastning på selskapsporteføljen
- Hovedårsakene til dette er:
 - Rentemarginen på ansvarlige lån til europeiske forsikringselskaper er historisk svært lav
 - Dette er altså en markedsbasert pris, som vi benytter som utgangspunkt for å estimere et markedsmessig avkastningskrav på innskutt EK i KLP
 - Markedsverdien på KLPs bank og forsikringsvirksomhet er basert på markedsmessige verdsettingsmultipler, som har steget betydelig de senere årene
 - Den forventede avkastning på disse eiendelene er basert på estimer for hvilken systematisk risiko slike investeringer preges av og en forventet markedsrisikopremie på aksjer utover swaprenter på 4,0 %
 - Det er en mulighet for at den observerte multipplekspansjonen reflekterer reduserte markedsrisikopremier, men disse er ikke observerbare
 - Den forventede avkastning på disse eiendelene er således basert på estimer og forventningsverdier, som man ikke med sikkerhet kan vite at er markedsmessige

Konklusjon

- Vi mener det er umulig at forventet avkastning kan overstige avkastningskravet på innskutt EK
 - Risikoen i egenkapitalen kan ikke være lavere enn den i selskapsporteføljen
 - Vi mener derfor forventet avkastning i selskapsporteføljen må utgjøre et gulv for avkastningskravet på innskutt EK i KLP
 - I tillegg kommer effekten av innkallingsretten

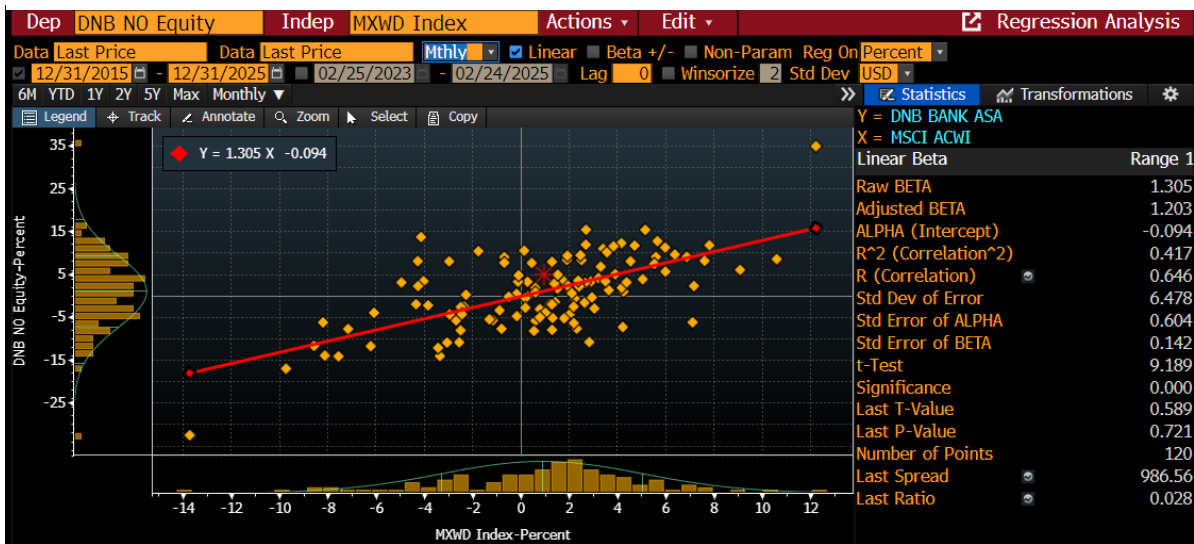
- Vår innstilling til avkastningskrav på innskutt EK i KLP for 2026 blir derfor basert på beregningen av selskapsporteføljens forventede meravkastning utover swaprenter, justert for effekten av innkallingsretten i tråd med etablert metodikk
 - Vår estimerte forventede meravkastning utover swaprenter på selskapsporteføljen er 1,96 % p.a.

- Vår konklusjon blir derfor som følger:

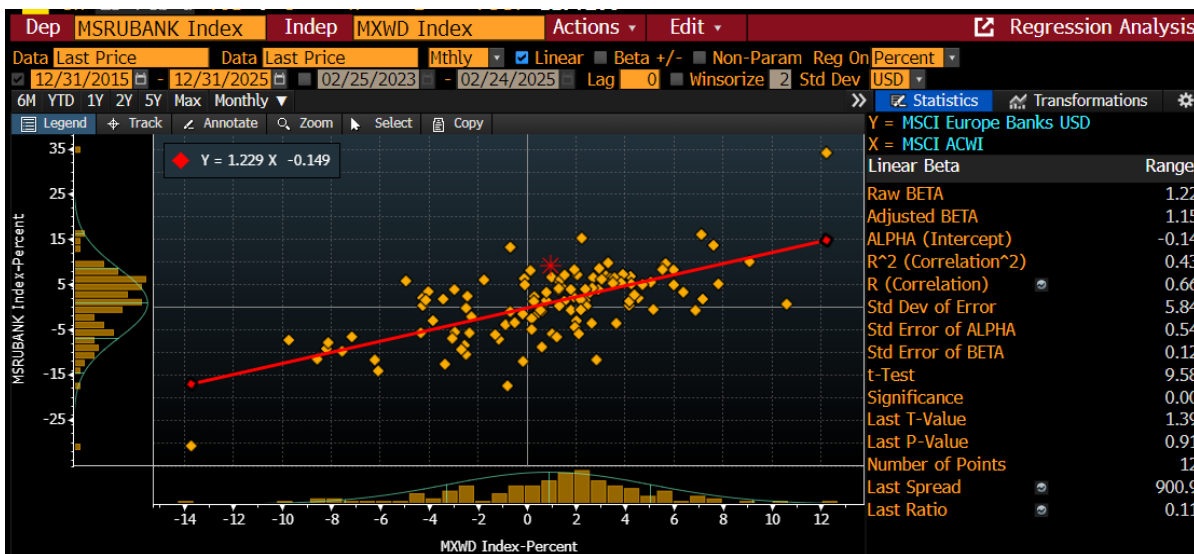
- Avkastningskrav (avrundet): $4,09 \% + 1,96 \% * (1 + 0,12) = 6,3 \% (6,7\%)$

EK-Beta på banker

DNB vs MSCI ACWI i USD siste ti år



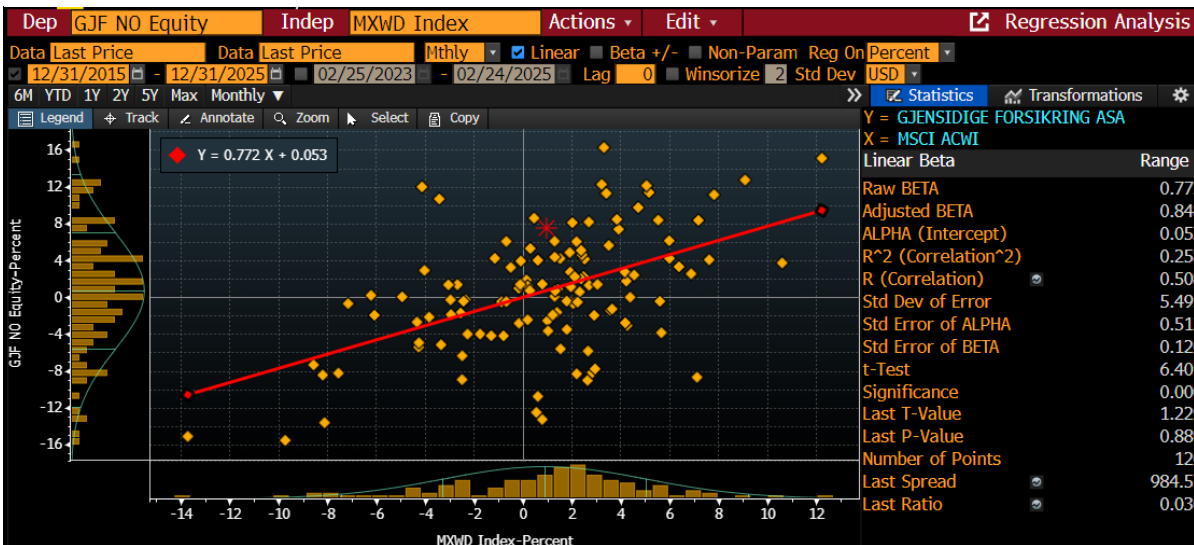
MSCI European Banks vs MSCI ACWI i USD siste ti år



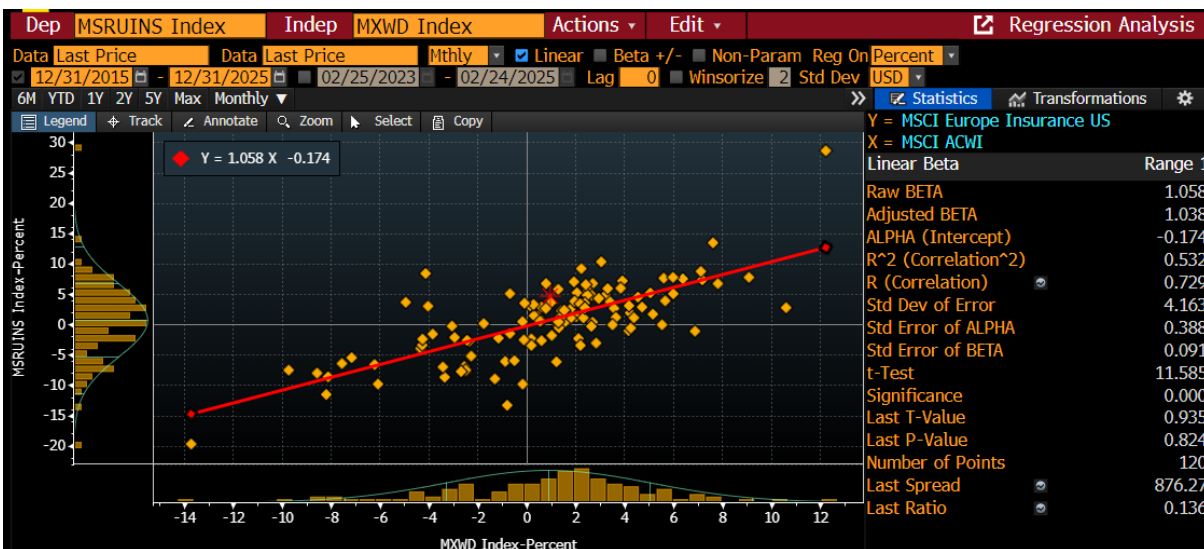
- En EK-beta for banker synes å ligge rundt 1,3x ^(1,3x)
 - Kapitalstruktur er tungt regulatorisk betinget:
 - Neppe rimelig å anta svært avvikende kapitalstrukturer slik at det ikke er nødvendig å regne via en "unlevered" beta
- P/B på DNB UB Q4 2025:
 - 1,5x ^(1,4x)
- P/B på MSCI Europe Banks UB Q4 2025:
 - 1,4x ^(0,8x)
- Vi legger til grunn en P/B på 1,45x

EK-Beta på forsikringselskaper

Gjensidige vs MSCI ACWI i USD siste ti år



MSCI European Insurance vs MSCI ACWI i USD siste ti år



- Lavere EK-beta enn for banker
 - Også meget regulatorisk betinget kapitalstruktur - neppe nødvendig å regne via unlevered beta
- Vi legger til grunn en EK-beta på 1,0x (1,0x)
- P/B på Gjensidige UB Q4 2025:
 - 4,7x (3,9x)
- P/B på MSCI Europe Insurance UB Q4 2025:
 - 2,5x (2,0x)
- Vi legger til grunn en P/B på 3,5x (3,0x)

Forventet avkastning utover swap på bokførte verdier i aksjer i datterselskaper per utgangen av 2025

- Aksjer i datterselskaper består i all hovedsak av KLP Banken og KLP Skade

Antagelser:

- KLP Banken
 - Beta: 1,3x ^(1,3x)
 - P/B: 1,45x ^(1,0x)
 - Bokført verdi i banken: NOKmm 3 709 ^(3 406)
 - Vi legger til også KLP Kapitalforvaltning her: NOKmm 544 ⁽⁴⁵³⁾
 - Sum: NOKmm 4 253 ^(3 859) (57 %)
- KLP Skade
 - Beta: 1,0x ^(1,0x)
 - P/B: 3,5x ^(3,0x)
 - Bokført verdi: NOKmm 3 230 ^(2 784) (43 %)
- Markedsrisikopremie på MSCI ACWI i NOK over norsk swap: 4,0 %
- Beregning av forventet risikopremie på bokførte verdier ift. norsk swaprente:

$$(57 \% * 1,3x * 1,45x + 43 \% * 1,0x * 3,5x) * 4,0 \% = 10,3 \% \text{ (8,05 \%)}$$