



«Kapitalforvaltning, risiko og rentegaranti»

Pensjonskassekonferansen, 13. april 2016

Øistein Medlien

Produksjon av pensjon
=
*Midler innbetalt +
avkastning*

Pensjon

=

Sparing

=

Kapitalforvaltning

=

Avkastning og kjøpkraftsikring

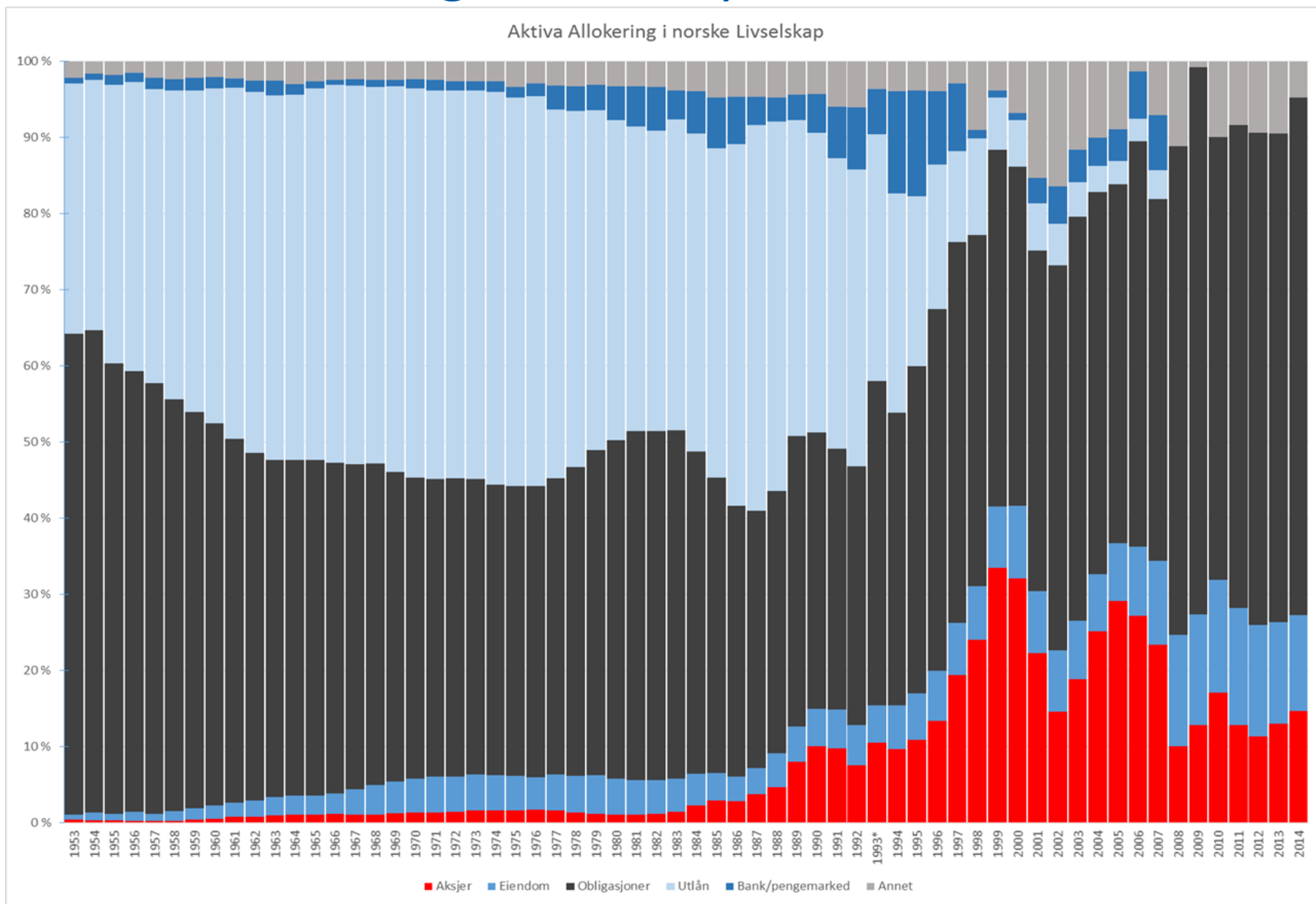
Avkastning og kjøpekraftsikring

=

Realaktiva → aksjer, eiendom

***Tror på at aksjer speiler utviklingen i
realøkonomien over tid, og dermed også
kjøpekraftsutviklingen***

Aktiva allokering i livselskapene

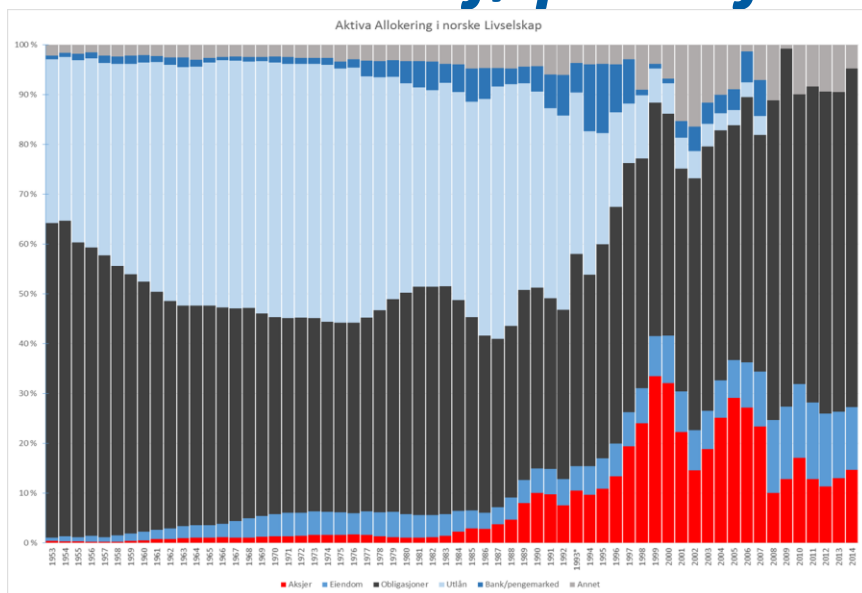


Avkastning og kjøpekraftsikring

=

Realaktiva → aksjer, eiendom

Tror på at aksjer speiler utviklingen i realøkonomien over tid, og dermed også kjøpekraftsutviklingen



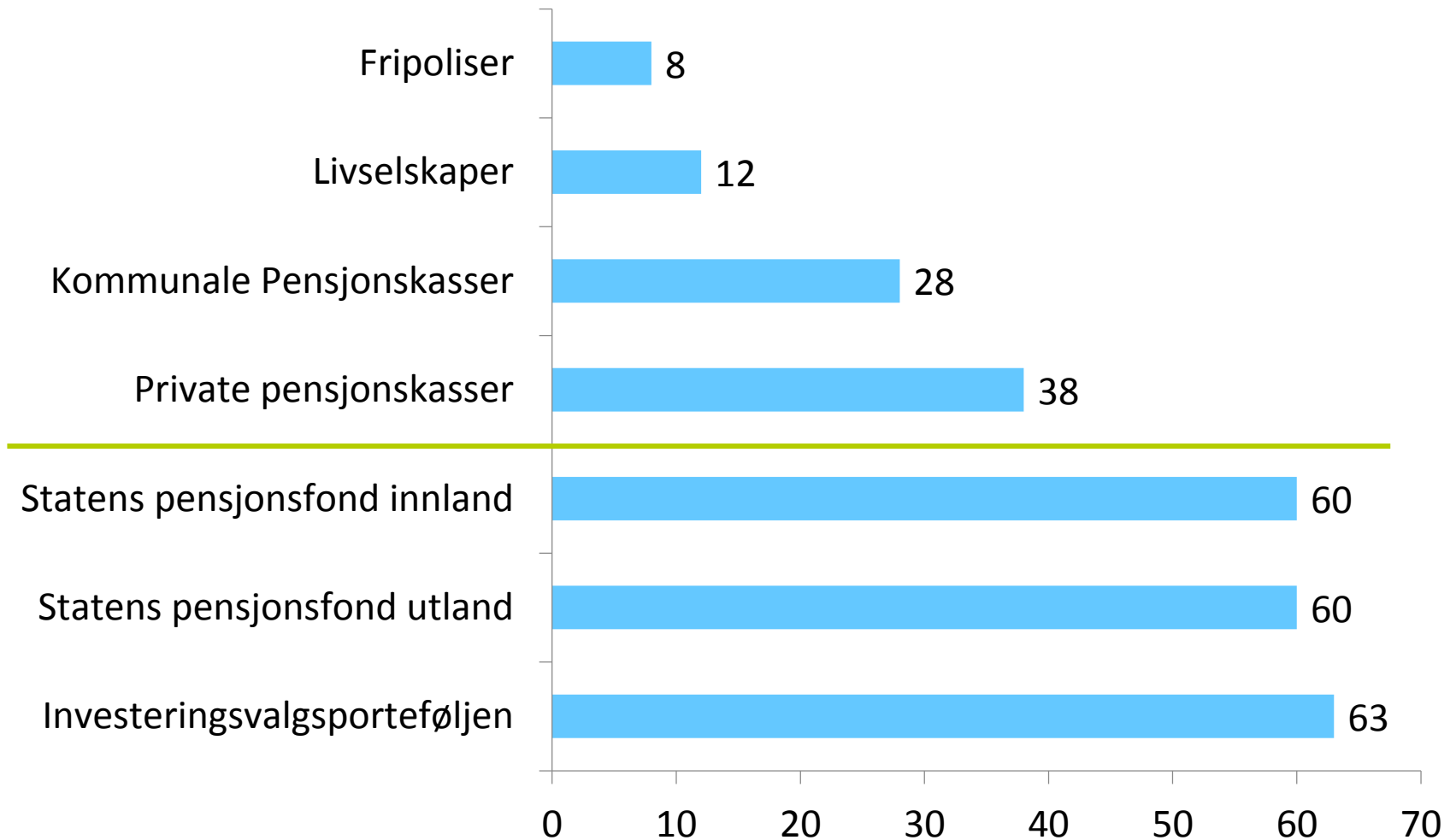
Årlig gjennomsnittlig avkastning

	1995-2014	1997-2014
Private pensjonskasser	7.3 %	7.1 %
Kommunale pensjonskasser		5.8 %
Livsforsikringsselskap	6.0 %	5.8 %

Avkastningsforskjellen skyldes høyere aksjeandel, muliggjort av høyere buffere

Hvordan har pensjonsforvaltere plassert kapitalen i dag?

Aksjeandel ib 2014



Er Solvens II problemet ?

- Det er kombinasjonen av særnorske regler med bla årlig rentegaranti og endelig fordeling/disponering av overskuddet sammen med lave renter og lave buffere som gjør innføring av Solvens II spesielt krevende.
- Det er ikke Solvens II isolert sett som er problemet
- Problemet har vært der i en årrekke, men det har blitt enda mer synlig nå med innføring av Solvens II

- Årlig garantert minsteavkastning
 - Ca 3,5 % i snitt
- Årlig fordeling/disponering av resultatet
 - Avkastning utover rentegarantien
- Begrensede muligheter til å bygge buffere
- Sterke begrensninger på mulighetene til å benytte buffere
- Så kommer;
 - Solvens II
 - Langt liv
 - Mens rentene er ekstremt lave...

Dårlig regelverk – dårlig forvaltning

■ ■ ■ I de senere års lavrenteverden er regelverket blitt en tvangstrøye som har ødelagt systemet. Det haster med å få på plass gode reformer for pensjonsordninger og fripoliser, skriver **Thore Johnsen, Øystein Thøgersen**, NHH-professorer, og **Øistein Medlien**, daglig leder i Grieg Investor.

INNLEGG Kreditt

Mer enn 1000 milliarder kroner, en tredjedels «petroleumsfond», forvaltes i dag i ulike ytelsesbaserte pensjonsordninger og fripoliser. Regelverket bidrar til ineffektiv forvaltning og lav avkastning. Det rammer livsskapene, deres kunder i næringslivet og kommunesektoren samt tusener av individer som er avhengige av ordningene.

I tillegg svekker regelverket tilgangen på norsk risikovillig kapital. Over tid har dette påført Norge en meget høy samfunnsøkonomisk kostnad.

Primærmålet må være en forvaltning som kan opprettholdes over lang tid – og som gir kjøpekraftsikring av den akkumulerte kapitalen. Trår myndighetene feil, kan det ende i en

alvorlig systemkrise.

Det haster å få gode reformer på plass, for en mulig krise ser vi allerede konturene av! Det hjelper ikke å vise til at innskuddsbaserte ordninger er på fremmarsj, siden kun cirka 45 milliarder kroner er akkumulert i disse i dag.

Vi vet mye om hvordan kapitalen i pensjonsordningene bør forvaltes. Tidshorisonten er lang, minst 30–40 år i gjennomsnitt, og kjøpekraftsikring tilsier at realavkastningen over tid minst må tilsvare reallønnsveksten. Dette betyr at en høy andel av kapitalen, rundt 50 prosent, bør allokere til realaktiva som aksjer, eiendom og infrastruktur.



ARTIKKELFORFATTERNE. Thore Johnsen (fra venstre), Øistein Medlien og Øystein Thøgersen.

I tillegg må en banalt nok unngå å innrette det slik at en aktivaklasse selges når prisene er på bunn – og kjøpes når prisene er på topp. Dette kan man typisk sikre seg mot, gjennom en form for rebalansering som i petroleumsfondet (SPU).

Den faktiske forvaltningen av pensjonsmidlene har imidlertid helt andre karakteristika.

■ For det første er andelen av kapitalen i realaktiva gjennomgående meget lav, jf. at aksjean-

delen har vært under 15 prosent i gjennomsnitt over perioden fra midten av 1980-tallet og frem til i dag.

■ For det andre drives de facto omvendt rebalansering. Aksjer selges når prisene er lave og kjøpes når de er høye. De høyeste aksjeandelene har man hatt rett i forkant av store fall i aksjekursene (i 2000 og i 2007). Avkastningen blir svak, og gir en kombinasjon av lavere lønnsomhet for livsskapene, høyere kostnader for næringsliv og kommuner samt lavere pensjoner for individene.

Kilden til problemet ligger i vedtak og regelverk som ble introdusert på 1980-tallet. Da ble livsskapene pålagt begrensninger i muligheten for å akkumulere tilstrekkelige, fleksible kapitalbuffer – som ville vært en naturlig del av en langsiktig forvaltningsstrategi med en fornuftig aksjeandel. Sammen med bestemmelser om årlig rentegaranti har dette tvunget frem et altfor kortsiktig fokus for forvaltningen. Innslaget av volatile realaktiva i porteføljene ble tvunget til å forbli lavt, som følge av regelverkets kortsiktige krav.

Pålegget om reduserte buffer syntes å være basert på en antagelse om at det svært høye nominelle rentenivået på 1980-

tallet ville vedvare. Så lenge det var tilfelle, trengte livsskapene knapt noen buffer for å klare rentegarantien på fire prosent.

Opplegget var ikke robust da rentene falt. I de senere års lavrenteverden er regelverket blitt en tvangstrøye som har ødelagt systemet. Vi observerer konsekvensene: Livsskapene tilbyr ikke lenger ytelsesbaserte ordninger, og eksisterende kunder får lav avkastning, noe som betyr lavere pensjoner og/eller høyere pensjonskostnader.

Det kan bli verre. EUs såkalte solvens II-krav for egenkapitaldekning overveies innført også på pensjonsområdet. Med dagens rentenivå og norske regler, vil solvens II bety krav om egenkapitaldekning som overstiger bæreevnen for livsskapene og deres eiere. En mekanisk innføring av solvens II vil derfor etter alt å dømme innebære en full systemkrise. Systemkrisen vil i så fall være produktet av at innskjerpede krav ble innført på et tidspunkt hvor livsskapenes økonomiske forutsetninger var på det svakeste. I tillegg gir lengre levetid økte krav til avsetninger.

Det utredes for tiden nye produkter av Banklovkommisjonen. Vi har vanskelig for å se at dette løser problemet for de 1000 milliarder kronene som er

avsatt per i dag med en gitt rentegaranti. Det eneste som kan gi en reell løsning av systemkrisen, er at midlene tillates forvaltet slik at en oppnår en tilstrekkelig avkastning over tid. Da må andelen realaktiva opp på et vesentlig høyere nivå.

Myndighetene bør derfor legge til rette for at livsskaper og pensjonskasser skal kunne overleve (!) og tilby god forvaltning. Det krever adgang til å bygge tilstrekkelige og fleksible buffer, noe som i sin tur er nødvendig for å håndtere mer volatile porteføljer med høyere forventet avkastning. I tillegg bør myndighetene utsette eller modifisere solvens II-reglene og også utsette krav om oppreservering for lengre levealder.

Et kritisk spørsmål er om utviklingen i gal retning har pågått for lenge. Paradokset er som følger: Hvordan skal pensjonsinnretningene nå kunne forvalte midlene slik at avkastningen blir høy nok til at det kan bygges buffer, når man i utgangspunktet ikke har nok buffer til å forvalte midlene riktig?

■ *Thore Johnsen, professor NHH, Øistein Medlien, daglig leder Grieg Investor og Øystein Thøgersen, professor NHH.*

Dårlig regelverk – dårlig forvaltning

I de senere års lavrenteverden er regelverket blitt en tvangstrøye som har ødelagt systemet. Det haster med å få på plass gode reformer for pensjonsordninger og fripoliser, skriver **Thore Johnsen, Øystein Thøgersen**, NHH-professorer, og **Øistein Medlien**, daglig leder i Grieg Investor.

INNLEGG Kreditt

Mer enn 1000 milliarder kroner, en tredjedels «petroleumsfond», forvaltes i dag i ulike ytelsesbaserte pensjonsordninger og

**¼ oljefond
forvaltes
dårlig**

tilgangen på norsk risikovillig kapital. Over tid har dette påført Norge en meget høy samfunnsøkonomisk kostnad.

Primærmålet må være en forvaltning som kan opprettholdes over lang tid – og som gir kjøpekraftsikring av den akkumulerte kapitalen. Trår myndighetene feil, kan det ende i en

alvorlig systemkrise.

Det haster å få gode reformer på plass, for en mulig krise ser vi allerede konturene av! Det hjelper ikke å vise til at innskuddsbaserte ordninger er på fremmarsj, siden kun cirka 45 milliarder kroner er akkumulert i disse i dag.

Vi vet mye om hvordan kapitalen i pensjonsordningene bør forvaltes. Tidshorisonten er lang, minst 30–40 år i gjennom-

**Tidshorisont
på 30-40 år!**

aksjer, eiendom og infrastruktur.



ARTIKKELFORFATTERNE. Thore Johnsen (fra venstre), Øistein Medlien og Øystein Thøgersen.

I tillegg må en banalt nok unngå å innrette det slik at en aktivaklasse selges når prisene er på bunn – og kjøpes når prisene er på topp. Dette kan man typisk sikre seg mot, gjennom en form for rebalansering som i petroleumsfondet (SPU).

**For lav
aksjeandel!**

delen har vært under 15 prosent i gjennomsnitt over perioden fra midten av 1980-tallet og frem til i dag.

■ For det andre drives de facto omvendt rebalansering. Aksjer selges når prisene er lave og

**Kjøper på
topp og
selger på
bunn!**

Kilden til problemet ligger i vedtak og regelverk som ble introdusert på 1980-tallet. Da ble livsselskapene pålagt begrensninger i muligheten for å akkumulere tilstrekkelige, fleksible kapitalbuffer – som ville vært en naturlig del av en langsiktig forvaltningsstrategi med en fornuftig aksjeandel. Sammen med bestemmelser om årlig rentegaranti har dette tvunget frem et altfor kortsiktig fokus for forvaltningen. Innslaget av volatile realaktiva i porteføljene ble tvunget til å forbli lavt, som følge av regelverkets kortsiktige krav.

Pålegget om reduserte buffer syntes å være basert på en antagelse om at det svært høye nominelle rentenivået på 1980-

tallet ville vedvare. Så lenge det var tilfelle, trengte livsselskapene knapt noen buffer for å klare rentegarantien på fire prosent.

Opplegget var ikke robust da rentene falt. I de senere års lavrenteverden er regelverket blitt en tvangstrøye som har ødelagt systemet. Vi observerer konsekvensene: Livsselskapene tilbyr ikke lenger ytelsesbaserte ordninger, og eksisterende kunder får lav avkastning, noe

**Solvens II
=
systemkrise**

om egenkapitaldekning som overstiger bæreevnen for livsselskapene og deres eiere. En mekanisk innføring av solvens II vil derfor etter alt å dømme innebære en full systemkrise. Systemkrisen vil i så fall være produktet av at innskjerpede krav ble innført på et tidspunkt

**Banklovk.
løser ikke
problemet!**

1000 milliarder kronene som er

avsatt per i dag med en gitt rentegaranti. Det eneste som kan gi en reell løsning av systemkrisen, er at midlene tillates forvaltet slik at en oppnår en tilstrekkelig avkastning over tid. Da må andelen realaktiva opp på et vesentlig høyere nivå.

Myndighetene bør derfor legge til rette for at livsselskaper og pensjonskasser skal kunne overleve (!) og tilby god forvaltning. Det krever adgang til å bygge tilstrekkelige og fleksible buffer, noe som i sin tur er

**Store og
fleksible
buffer må til,
men for sent?**

kanne forvalte midlene slik at avkastningen blir høy nok til at det kan bygges buffer, når man i utgangspunktet ikke har nok buffer til å forvalte midlene riktig?

■ Thore Johnsen, professor NHH, Øistein Medlien, daglig leder Grieg Investor og Øystein Thøgersen, professor NHH.

Garantert dårlig pensjon

Pengene avsatt til fremtidige ytelsespensjoner forvaltes med en årlig avkastningsgaranti. Kostnaden for denne tvangstroyen er nå beregnet. Den er på svimlende 550 milliarder kroner. Det er på tide å tenke nytt.

Det findes i hovedsak to typer tjenestepensjonsordninger: Innskudd eller ytelse. Innskuddspensjon er det nye i privat sektor. Bedriftene lukker sine gamle ytelseordninger, og rømmer over i innskuddsordningen. For mange innskuddsordninger er årlig innskudd altfor lavt. Det bør arbeidsgiver justere opp. Men pengene som blir avsatt, forvaltes i det minste fornuftig med en stor andel investert i aksjer.

Neen private selskaper, kommuner og staten holder fortsatt på sine velstandsordninger der summen av pensjon fra folketrygden og tjenestepensjonen skal utgjøre en viss prosent av sluttlønnen på pensjonstidspunktet. For statspensjonene gjøres det ingen oppsporing underveis. Private selskaper og kommuner må spare opp penger underveis.

Avkastning skrav

Forvaltningene av disse pengene er styrt av et regelsett gitt av myndighetene. Ett av kravene forvalter er pålagt, er en årlig avkastningsgaranti som nå er i gjennomsnitt 3,5 prosent. Er avkastningen under kravet, må forsikringselskapet eller pensjonskassen i siste instans ta av egenkapitalen for å fylle på ved årets slutt.

Pengene forvaltes derfor med lav risiko som gir lavere avkastning i det lange løp enn man ellers kunne fått. Med så lang tidshorisont, taper man svingninger som gir høyere avkastning over tid. Aksjeandelen for avsatte milliarder til ytelsepensjonene, er i gjennomsnitt rundt 15 prosent. Det står i grell kontrast til for eksempel oljefondets aksjeandel på 60 prosent.

Ingenting av det du har lest til nå er nytt. Nyheten kommer nå: Nemlig størrelsen på tapet. Øistein Medtjen, daglig leder i Grieg In-

vestor, har beregnet tapet. Antagelig det første grundige forsøket på å estimere hva garantien koster i form av tapt avkastning. Det er lett å være enig med ham når han påpeker at Finansdepartementet burde gjort noe med disse problemene tidligere. Dette har vært kjent lenge.



Deler v beregningerne kan vi betragte som en fast. Næmlig ved at tittle i bakspillet. Vi vet hva de ulike investeringsvalgene har gitt i avkastning i perioden. Harde de avsatte pengene til tydeligspenstion vært forvaltet med en fast aksjeandel på 40 prosent, ville avkastningen vært 216 milliarder kroner mer i perioden 1996 og frem til i dag. Jeg har sammen med Medillon gjennomgått logikken og forutsettningene for regnestykket, og det arbeidet virker solid faglig fundert.

Fremtidsstep

I tillegg til tapet siden 1990, kommer fremtidstapet. Selv om få starter ny ytelsesordning, vil de nåværende ordningene og pengebønnene ha et langt liv foran seg. Medlemmene i kollektivet har lenge igjen til pensjonsalder og de skal være pensjonister i kanskje tre tiår. Fremtidstapet beregnes til 333 milliarder kroner.

Til sammen snakker vi om 500 milliarder kroner i tap avkastning gitt at pensjonskapitalen blir forvaltet like feli også de neste 20 årene.

Dette tapet kan betraktes som et samfunnsøkonomisk tap. Er det for lite penger i pensjonskassen, er det bedriften som i første omgang får regningen.

Når du bytter jobb, avsluttes pensjonsordningen ved at du får utstedt en såkalt freipolise. For disse er det allerede vedtatt at den enkelte kunde kan si fra seg garanti-avkastningen. Men reglene er ikke satt ut i livet ennå. Den ballen ligger hos Finansdepartementet.

Men for den del af de 1100

milliardene som per nå utgjør pensjonskapitalen for ytelsesordningene og som fortsatt er underlagt en garantiavkastning, er det ikke funnet noen gode løsninger.

Begrenser kunden

Finans Norge ønsker å løse dette ved å fjerne årlig rentegaranti, og erstatte det med et buffersystem. Pengene kan dermed forvaltes med en fornuftig høy og langsiktig klok aksjeandel. I gode år på børsen økes bufferen, i dårlige år tar man fra den.

Problemet er at det begrænser kundenes mulighed til å flytte avtalen. Når kapitalen er verdt mindre enn garantilavkastningen, får du ikke flytte. Når den er verdt mer enn garantilavkastningen, vil du ikke flytte.

Dette problemet bør det være mulig å finne en løsning på. Med sparehorisont på 40-70 år må aksjendelen opp. Det skjønner Finansdepartementet også. Det er derfor oljefondet får sette 60 prosent av pengene i verdens aksjemarkeder.

Det er på tide å innse det selv-
følgelig også for
våre tjenestepen-
sjoner. Å kreve
garantert årlig
lønnskning, er
intet annet
enn en
garanti for
lav av-
kasting
og dertil-
gørende pen-
sjon.



333

216

- POTENSIELT TAP (MRD NOK)
- KONSTATERT TAP (MRD NOK)

Ikke noe nytt under solen...

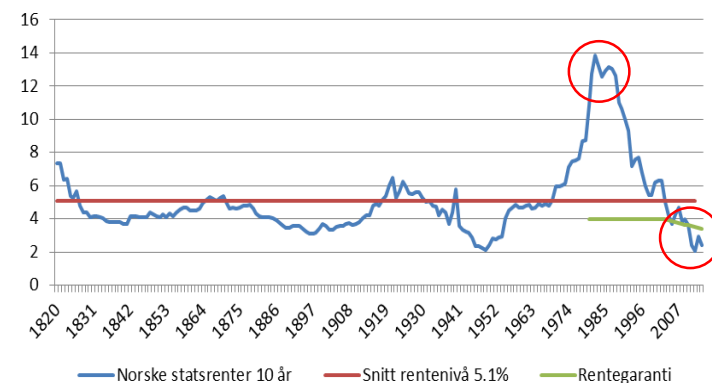
Sitater hentet fra arbeider undertegnede gjorde i Storebrand midt på '90-tallet

- "Selv om selskapenes evne til å bære finansiell risiko nå er vesentlig bedret i forhold til foregående år, og selv om 20 % begrensningen evt skulle bli opphevet, er det imidlertid fortsatt langt igjen til at man kan si at regelverket tillater livselskapene å tilpasse kapitalforvaltningen optimalt."
- "Hovedproblemet i dagens regelverk for livsforsikring ligger uansett i at selskapene er nødt til å forvalte langsiktige penger relativt kortsiktig, når de er stillet overfor en årlig garantert avkastning, samt årlig tilføring av resultat til kundene med endelig virkning."

Nivået på rentene har betydning

Bør hensyntas ved store regelverksendringer

Norsk rentenivå fra 1821



- Den forrige store regelverksendringen i norsk livbransje var på slutten av 1980-tallet. Den gangen ble buffere som var bygget opp gjennom svært mange år løst opp fordi rentene var så høye ifht rentegarantien, og følgelig ikke behov for buffere.
 - Vi får tro den endringen ikke ville kommet om vi hadde hatt dagens rentenivå den gangen...
- Innføring av Solvens II med dagens (ekstremt) lave renter gir som effekt svært høye kapitalkrav, da rentene er lavere enn rentegarantien
 - Hadde Solvens II blitt innført på slutten av 1980-tallet ville kapitalkravet blitt vesentlig lavere

De dystre pensjonstallene

Myndighetene baserer seg på at rentene blir liggende på dagens rekordlave nivå. Har de glemt tabben fra 1988, da rentene var rekordhøye?

Finans Øistein Medlien



Settestatsråd Sylvi Listhaug nekter å gi Silver unntak fra det kommende EU-bestemte kapitalkravene som få EU-land selv kommer til å innføre. Hun mener at kassen i Silver kan være tom i løpet av få år, og hevder Silver gambler med kundenes pensjonspenger. Det er ikke bare flåsete, men tar utgangspunkt i et premiss som bør skremme alle norske pensjonskunder.

Listhaug, Finansdepartementet og Finanstilsynet bygger sin antagelse på at dagens ekstremt lave rentenivå vil holde seg til «evig tid». Da vil det være krevende både for Silver og alle andre aktører innen feltet at man har garantert sine kunder en årlig avkastning som er vesentlig høyere enn dagens risikofrie rente.

Erfaringsene har lært oss at rentenivået endres over tid. Finansdepartementet har tidligere tatt beslutninger med utgangspunkt i en prognose om et varig, konstant rentenivå. Og tatt feil.

Dette var i 1988, da man la til

grunn at det ikke var behov for bufferkapital i livselskapene. Departementet så for seg at det rekordhøye rentenivået skulle vedvare. Det samme gjør man altså nå, på et tidspunkt hvor rentene er rekordlave. Det vil antagelig heller ikke denne gangen være riktig.

Lovendringen som kom i 1990, medførte at alle historisk oppbygde buffere i livselskapene ble fordelt til kundene, det vil si fjernet. Da rentefallet kom i 1993 (cirka syv prosentpoeng ned), og rentenivået nærmet seg rentegarantien, måtte bransjen gå til myndighetene og be om muligheter for igjen å bygge opp buffere (jeg arbeidet den gang i Storebrand). Det har vært et problem hele tiden frem til nå, med for lav avkastning og dermed høye pensjonskostnader som resultat.

Nå gjøres det en ny stor og vesentlig endring gjennom innføring av nye kapitalkrav (Solvens II).

Det er ikke bare Silver som har problemer hvis vi legger til grunn samme forutsetninger som Finansdepartementet, Finanstilsynet og Listhaug gjør. Om Silver skriver departementet at dersom selskapet ikke tilføres ytterligere kapital, og at fremtidig avkastning blir lik dagens risikofrie markedsrente, vil selskapet etter 7 år ha brukt opp bufferfond og egenkapital. Etter 30 år vil selskapet, under samme forutsetninger, ikke ha midler til å dekke videre pensjonsutbetalinger...». Det er dette som karakterise-



Om myndighetene tvinger gjennom et regelverk som gir så høye kapitalkrav at hele det fonderte pensjonssystemet utsettes for risiko, vil det være norske lønnsdagere som vil bli tapere gjennom lavere pensjoner og høyere pensjonskostnader, skriver artikkelforfatteren. Foto: Javad Parsa



Øistein Medlien,
Grieg Investor.

res som gambling med kundenes penger.

Ferske tall for tredje kvartal 2015 viser at det er avsatt 1216 milliarder norske kroner i ytelsesbaserte pensjonsordninger i Norge. Midlene forvaltes av livselskap og pensjonskasser. Akkurat som i Silver, har kundene til disse institusjonene en årlig rentegaranti.

La oss legge til grunn at den garanterte avkastningen i snitt er på 3,3 prosent, og den årlige

avkastningen er lik en «risikofri markedsrente» på 1,5 prosent. Da vil aktørene som forvalter 1216 milliarder pensjonskroner med rentegaranti få et årlig underskudd på 22 milliarder.

Hvor lenge vil det da være før kassene er tomme? Er ikke dette også da å gamble med kundenes penger?

Vi tror selvsagt at avkastningen over tid, som alltid, vil bli en god del høyere enn dagens risikofrie rente. Hvis ikke vil vel Norge også ha et visst problem med handlingsregelen og forutsetningen om realavkastning fra Oljefondet?

Om myndighetene nå tvinger

gjennom et regelverk som gir så høye kapitalkrav at hele det fonderte pensjonssystemet utsettes for risiko, vil det være norske lønnsdagere som vil bli tapere gjennom lavere pensjoner og høyere pensjonskostnader.

Vi står overfor et stort strukturelt problem, og dette løses ikke ved at man står fast på i Norge at Solvens II som kapitalkravmodell er «riktig». Myndighetene i flere EU-land har valgt motsatt konklusjon; Solvens II er ikke riktig for pensjonsmidler.

Øistein Medlien, Grieg Investor, investeringsrådgiver for Silver

AKTUELL

■ Finanstilsynet
svarer på kritikk

Strammer opp pensjonskassene

Finanstilsynet kritiseres for reguleringen av livsselskaper, og vil ha pensjonskasser inn på samme regulering. – De sikrede der skal ikke ha svakere trygghet enn i livsselskapene, sier Morten Baltzersen.

JONE FRAFIORD
JONE.FRAFIORD@FINANSAVISEN.NO

I Finansavisen torsdag anklager Grieg Investor myndighetene for rungende stillhet i debatten om «omvendt rebalansering», at livsselskaper må kjøpe aksjer når kursene er høye og selge når de lave.

– Hvorfor kan ikke livsselskapene tilpasse forvaltningen til kundenes langsiktige sparehorisont?

– Livsselskapene må tilpasse forvaltningen til sin risikobærende evne. Ved tilstrekkelig nivå på buffere vil de ha evne til å holde aksjer uavhengig av utviklingen i markedene. Finanstilsynet foreslo i 2011 regler som innebærer et større og mer fleksibelt bufferfond som kan bidra til større fleksibilitet i forvaltningen, svarer Morten Baltzersen, sjef for Finanstilsynet.

– Bør Finanstilsynet delta mer aktivt i debatten?

– Finanstilsynet opplyser regelmessig om sine vurderinger i foredrag, brev og publikasjoner, herunder hver vår i Finansielt utvalg og hver høst i Finansielle utviklingstrekk.

Utsatt finansiell stilling

Onsdag sendte Finanstilsynet ut en anbefaling om at pensjonskasser underlegges de samme Solvens II-reguleringene (med noen forenklinger) som livsselskapene.

«Finanstilsynet vurderer at enkelte pensjonskasser har en utsatt finansiell stilling», heter det i brevet.

Ved utgangen av andre kvartal 2015 var total forvaltningskapital i de 87 regulerte pensjonskassene «om lag 299 milliarder kroner», ifølge Tilsynet, som indikerer hvordan utsatte pensjonskasser kan gjennomføre tiltak for å møte et eventuelt nytt kapitalkrav gjennom å endre aktivassammensetningen eller å øke bufferkapitalen.



IKKE TIL KUNDENES SPAREHORIZONT: Livsselskapene må tilpasse forvaltningen til sin risikobærende evne, sier Morten Baltzersen. FOTO: EIVIND VIGGSETH

– Hvis pensjonskassene reduserer risikoprofilen gjennom å redusere aksjeandelen, kan de da samtidig øke bufferkapitalen, et annet av de foreslåtte tiltakene?

– Lavere aksjeandel reduserer risikoen, og dermed behovet for bufferkapital. Høyere aksjeandel gir høyere forventet avkastning, men samtidig økt avkastningsrisiko og dermed ingen sikker oppbygging av bufferkapital over tid, svarer Baltzersen.

– Et annet tiltak er hold-til-forfall-porteføljer med lang (lengre) renteduration. Risikerer selskapene da å låse inn en lavere rente enn de behøver?

– Slike investeringer innebærer å låse inn en rente over tid. Dette bidrar til å redusere avkastningsrisikoen fram til forfall på obligasjonene. Økt risikotaking kan gi høyere forventet avkastning, men økt risikotaking krever også høyere risikobærende evne i form av solvenskapital.

– Hvis fripolisekasser skaffer seg nye inntekter fra innskuddsordninger, slik dere også indikerer, vil det innebære en form for kryss-subsidiering?

– Finanstilsynet anser ikke dette som kryss-subsidiering. Det er konkurranse i markedet for innskuddspensjon, og kundene har mulighet til å flytte ordningen. Inntektene gir likevel mulighet for at fortjeneste knyttet til innskuddsprodukter kan styrke kapitalgrunnlaget i pensjonskassen og dermed gi større sikkerhet for alle pensjonskrav.

MINI-CV

Navn: Morten Baltzersen.
Født: 1960.

Stilling: Sjef for Finanstilsynet.
Bakgrunn: Utdannet samfunnsøkonom ved Universitetet i Oslo i 1984. Diverse jobber i Finansdepartementet. Spesialråd til Norges delegasjon til EU i Brussel fra 1994. I perioden 2000 til 2002 var han leder av Markedsoperasjonsavdelingen i Norges Bank, før han ble ekspedisjonssjef i Finansdepartementets finansavdeling. Sjef for Finanstilsynet siden 2011, da han ble ansatt i et seks års åremål.

Aktuelt: Regulering av pensjonskasser.

– EU sa senest mandag at Solvens II ikke er noe for pensjonskasser. Hvorfor er Solvens II likevel riktig reguleringsverktøy for norske pensjonskasser?

– Det er betydelige ulikheter i hvordan europeiske pensjonsforetak er regulert, herunder hvilke mekanismer som skal sikre trygghet for pensjonsutbetalingene. I Norge er pensjonskassene i all hovedsak likt regulert som livsforsikringsforetakene, og de forvalter samme type pensjonsordninger. Etter Finanstilsynets vurdering er det ikke grunnlag for at de sikrede i pensjonskasser skal ha svakere trygghet for sine fremtidige pensjoner enn sikrede i livsforsikringsforetakene, ifølge Baltzersen.

Hva skjer med tryggheten hvis kravene blir så store at ordningene ikke er bærekraftige?

Jeg har beregnet et tap for det norske samfunnet på 210 milliarder kroner siden 1990 som følge av feil forvaltning av pensjonskapitalen, skriver Øistein Medlien i Grieg Investor.



TAPSREKKEN FORTSETTER: Vi vil, om ikke skjevhetene rettes opp, få et tilsvarende tap i årene som kommer, hevder Øistein Medlien.

FOTO: ØYVIND SØVDE

Hvor høy skal prisen for trygghet være?

Finanstilsynsdirektor Morten Baltzersen sier i et intervju i Finansavisen 29. januar, som en oppfølger til et intervju med meg dagen før, at trygghet er vesentlig for et pensjonssystem. Det er vanskelig å være uenig i dette. Snarere tvert om, det er en forutsetning for tilliten til et slikt system at det er trygghet, og da i form av lover, regler, tilsynsmyndigheter og egenkapitalkrav.

Svarene Baltzersen kommer med på journalistens spørsmål i intervjuet er forøvrig ikke spesielt imponerende eller oppklarende. Ei heller er det et snev av innrømmelser med hensyn til hva som kunne vært gjort annerledes historisk.

EU har endelig sagt nei til å innføre de EU-reglene Finanstilsynet nå

foreslår innført for norske pensjonskasser.

Kravet til trygghet og kortsiktede forbrukerhensyn har medført en meget stor samfunnsøkonomisk kostnad, gjennom at den avsatte pensjonssparingen har blitt forvaltet slik at avkastningen har blitt mye lavere enn hva den burde ha vært. Det er i et fondert pensjonssystem kun sparing (avsetninger) og avkastningen på denne som reelt sett kan sikre våre pensjoner over tid.

Bransjen har forsøkt å påpeke dette i de 25-30 årene jeg har vært involvert i dette

Bransjen har forsøkt å påpeke dette i de 25-30 årene jeg har vært involvert i dette.

Myndighetenes svar har hele tiden vært det samme; trygghet og kortiktig sikkerhet for forbrukerne har vært svaret.

Jeg har beregnet et tap for det norske samfunnet på 210 milliarder kroner siden 1990 som følge av feil forvaltning av pensjonskapitalen. Vi vil, om ikke skjevhetene rettes opp, få et tilsvarende tap i årene som kommer. I tillegg til dette kommer at denne skjevheten også har medført at pensjonskapital (livelskaper og pensjonskasser) nærmest glimrer med sitt fravær som eiere/aksjonærer i norsk næringsliv.

Hvor høy kostnad er man villig til å belaste det norske samfunnet med for å få den tryggheten myndighetene ønsker

Jeg har ennå aldri sett fra myndighetshold en vurdering av å balansere kundenes krav og ønsker om avkastning opp mot kravet til trygghet. Hvor høy kostnad er man villig til å belaste det norske samfunnet med for å få den tryggheten myndighetene ønsker?

Øistein Medlien, daglig leder i Grieg Investor



Strammer opp pensjonskassene

Finanstilsynet svarer på kritikk

Finanstilsynet svarer på kritikk

Hva er egentlig effekten av Solvens II ?

Konsekvensanalyse ??

- Høyere kapitalkrav til for eksempel pensjonskasser
 - Dvs alt annet like redusert soliditet / bufferkapital i kassene as is
- «Straffer» investeringer i realaktiva som aksjer og eiendom
- Fremmer investeringer i (stats-)obligasjoner med lang løpetid
- Konsekvenser
 - Lavere risikobærende evne samt «straffing» av bla aksjeinvesteringer gir mer forsiktig / kortsiktig investeringsstrategi (lavere aksjeandel)
 - Dette vil igjen gi lavere forventet avkastning som i sin tur gir lavere pensjoner og høyere pensjonskostnader, samt enda lavere eierandel fra «pensjonsmidler» på Oslo Børs
- PS; jeg er ikke motstander av eller hevder at det ikke kan være behov for endrede kapitalkrav (høyere krav), men jeg synes Solvens II virker svært tungrodd og vanskelig å forstå, samt at det antagelig ikke er utviklet for pensjon, i tillegg rammer det ekstremt hardt når/om det blir innført på et tidspunkt med ekstremt lave renter, samt hvor er **konsekvensanalysene** ?
- Samt, hvorfor dundre på i Norge når EU selv sier nei ??

Nye krav gir dyrere pensjon

Dårligere pensjoner og høyere pensjonskostnader kan bli konsekvensene av nye kapitalkrav for norske pensjonskasser.

Finanstilsynet jobber nå, etter oppdrag fra Finansdepartementet, med å utarbeide nye kapitalkrav for norske pensjonskasser. De skal tilsvare de nye, strengere kapitalkravene som livsselskapene er underlagt fra 2016. Pensjonskasseforeningen er av den klare oppfatning at de foreslåtte endringene er uheldige og unødvendige.

Norske pensjonskasser er meget solide, og pensjonsmidlene er svært godt sikret, slik at behovet for å stramme inn det omfattende regelverket ytterligere ikke er nødvendig eller formålstjenlig.

Finansdepartementets forslag vil kunne medføre betydelig lavere pensjon for mer enn 150.000 personer som har sin pensjonsordning i private pensjonskasser. Dette skyldes at pensjonskassene blir tvunget til å forvalte pensjonsmidlene på en dårligere måte og dermed reduseres evnen til å opprettholde kjøpekraften for pensjonene.

De offentlige ansatte har tariffestet rett på regulering av pensjonene. Dårligere forvaltning av pensjonsmidlene for de 270.000 personene med rettigheter i offentlige pensjonskasser vil medføre betydelig høyere kostnader for kommuner og offentlige foretak.

Ett prosentpoeng lavere avkastning gir 20 prosent høyere pensjonskostnader. Kostnadsøkningen kan true gode pensjonsordninger for arbeidstagerne.

Hvis pensjonskassenes sponsorer – bedrifter, helseforetak og kommuner – ønsker å videreføre en god forvaltning, må de skyte inn mer kapital i pensjonskassene. En stor del av finansieringsansvaret for pensjonskasser ligger plassert hos det offentlige. Samlet sett svarer det offentlige for 60 prosent av forvaltningskapitalen i pensjonskassene.



Finansdepartementets forslag vil kunne medføre betydelig lavere pensjon for mer enn 150.000 personer som har sin pensjonsordning i private pensjonskasser, skriver artikkelforfatteren. Foto: Per Ståle Bugjerde

Innlegg Espen Kløy

En stor del av regningen havner derfor på det offentlige bord.

Vesentlig strengere kapitalkrav kan dermed medføre at både kommuner, helseforetak og konkurranseutsatte bedrifter må redusere sine investeringer på andre områder for å kunne gjennomføre en nødvendig oppkapitalisering av pensjonskassene.

Den utfordrende økonomiske situasjonen mange bedrifter er i nå, og allerede hardt pressede kommunebudsjetter, gjør tidspunktet svært dårlig for innføring av nye regler.

Norske pensjonskasser har en viktig funksjon som langsiktige investorer i norsk næringsliv. Hele 60 prosent av forvaltningskapitalen er plassert i

norske aksjer, norsk eiendom og i norske kredittobligasjoner. Dette utgjør en tilførsel av



Generalsekretær Espen Kløy i Pensjonskasseforeningen

risikokapital til næringslivet i Norge på 180 milliarder. Dette er verdifull langsiktig kapital for å videreutvikle næringslivet i en krevende omstillingsperiode.

Innføring av et nytt, rigid regelverk vil medføre at tilgangen på langsiktig risikokapital for norske bedrifter kan bli betydelig redusert.

En pensjonskasse er vesensforskjellig fra et livsselskap og trenger dermed ikke de samme

”

En stor del av regningen havner derfor på det offentlige bord. Vesentlig strengere kapitalkrav kan dermed medføre at både kommuner, helseforetak og konkurranseutsatte bedrifter må redusere sine investeringer på andre områder

reglene. En pensjonskasse er en ikke-kommersiell enhet som er etablert for å ivareta en bedrifts eller en kommunes pensjonslofte til egne ansatte. Det er ingen aksjonærer, det er interessedammen mellom medlemmene, pensjonskassen og sponsor og det betales ikke utbytte til sponsor.

De nye forslagene strider dessuten mot pensjonskassereguleringen i Europa, hvor det ikke innføres nye og strengere kapitalkrav. Norske pensjonskasser er blant de mest solide i Europa. Strengere kapitalkrav er derfor unødvendig for norske pensjonskasser.

Espen Kløy, generalsekretær i Pensjonskasseforeningen

Takker nei til besparelse

Mens byrådet i Oslo kutter i bemanningen i sykehjemmene, har byråd Inga Marte Thorkildsen i SV annet å være opptatt av. IDN 22. mars er to av hennes argumenter mot konkurranse i omsorgssektoren at hun ikke vet hva lederlønningene er, ei

heller hvor mye selskapene betaler i utbytte.

Jeg vil tro at beboere og pårørende er helt uinteressert i dette, de er nok mer opptatt av kvalitet i omsorgen. Dessuten finner man lett informasjonen hun etterspør. For eksempel tjener lederen for Unicare omsorg mindre enn lederen av sykehjemsetaten. Informasjon om utbytter og konsernbidrag finner man i regnskaperne. Byråden synes det er et problem

at «det går mot dyrere kontrakter fordi kvalitet er tillagt større vekt». Jeg vil tro at de aller fleste mener at det er bra med høyere kvalitet, altså høyere bemanning.

Når hun skriver om Madsrudhjemmet at det «er ikke gitt at det vil bli billigere enn kommunal drift, kontrakten kan godt bli dyrere», så hopper hun lett over det faktum at kommunen har opsjon på to nye år til den lavere prisen. Jeg har fremmet et privat forslag om at opsjon

nene skal erklæres, noe som sparer Oslo kommune for ca. 19 millioner kroner. Det har hun sagt nei til. Sett



Fraksjonsleder for helse og sosial James Stove Lorentzen i Høyres bystyregruppe i Oslo

i lys av nedbemanningene hun gjennomfører, er vel det ganske pussig?

Forskjellen på byrådet og

Høyre er at byrådet ønsker å redusere antall drivere og dermed redusere mangfold og innovasjon, mens vi ikke har noe ønske om å redusere sykehjemsetatens aktivitet. Vi mener at det er en fordel for byens eldre at det er flere tilbydere, at alle gode krefter slipper til.

James Stove Lorentzen, fraksjonsleder for helse og sosial i Høyres bystyregruppe i Oslo



Strammer skruen for pensjonskasser

Strengere regler kan gi lavere pensjon for medlemmene i landets pensjonskasser. Telenors pensjonskasse har over 20.000 medlemmer. - Reglene innføres på et uheldig tidspunkt for å si det mildt, sier daglig leder Marit Aasen.

PENSJON

Anita Hoemsnes
Oslo

Jeg lurer på hvem er det de egentlig beskytter ved å innføre dette regelverket, sier kapitalforvalter Tom Jarneid i Telenors Pensjonskasse.

Sammen med Marit Aasen har han sett på de nye kravene Finan-

stilsynet vil stille til landets 80 pensjonskasser.

Pensjonskassene forvalter rundt 300 milliarder pensjonskroner på vegne av rundt 300.000 medlemmer. Easens er at Finansstilsynet, på oppdrag fra Finansdepartementet, vil innføre enda strengere krav til hvilken risiko pensjonskassene kan ta med medlemmenes penger enn de har i dag.

- Myndighetene vil ta høyde

for at det kommer en «200 års belgev» i finansmarkedet. Det er et ekstremt strengt krav, sier generaldirektør i Pensjonskasseforeningen Espen Klav.

Mildt sagt uheldig tidspunkt
I praksis betyr det at pensjonskassene må ta ned risikoen i sine investeringer for å sikre nok avkastning. Det betyr mindre investeringer i aksjer. I dag har pensjonskassene i snitt en

aksjeandel på rundt 35 prosent i sin forvaltning. Til sammenligning har pensjonskasser som Storebrand og DNB Liv en gjennomsnittlig aksjeandel på 14 prosent.

- De siste årene har vi levert en avkastning på 7,5 prosent årlig. Det har vært veldig bra. Men vi kommer ikke til å være i nærheten av det fremover, sier Tom Jarneid i Telenor.

Han tror myndighetenes

strengere krav skyldes redsel hos Finansdepartementet for å bli beskyldt for å ha vært for slepphenne dersom noe går galt.

- I tillegg innføres regelverket på et uheldig tidspunkt for å si det mildt. Renten er historisk lav, så det å få avkastning i det hele tatt er en skikkelig utfordring, sier Aasen.

Statssekretær Tore Vamrak i Finansdepartementet sier

strengere regler er viktig for å trygge pensjonene (se under-sak).

Lavere pensjon

Klav i Pensjonskasseforeningen sier innføring av strengere regler for pensjonskassene gir tre uheldige utslag:

- Dyrere pensjoner for medlemmene i pensjonskassene
 - Høyere pensjonskostnader for bedriftene
 - Mindre risikokapital som investeres i norske bedrifter.
- Ulempene med lavere pensjon vil bli avveidd mot forventet avkastning vil arbeidstagerne og arbeidsgivere bære. Det er ikke rimelig, sier Klav og legger til: - Pensjonskassene investerer 180 milliarder kroner i norske bedrifter. Det kan bli betydelig redusert. Og det er en krevende tid for norsk næringsliv.

der kroner i norske bedrifter. Det kan bli betydelig redusert. Og det er en krevende tid for norsk næringsliv.

Må bli opp

Og de nye reglene innføres ikke fordi pensjonskassene har vært for elleve i sin omgang med medlemmenes penger.

- Norske pensjonskasser er og har vært solide. Den samlede bufferen som er bygget opp i kassene er mer enn dobbelt så høy som i livelskapskassene. Og i motsetning til livelskapskassene har pensjonskassene kun noen få prosent igjen av avsetninger til regningen for langt liv, sier Klav. Han reagerer på at Norge innfører de strengeste kapital-

Daglig leder i Telenors Pensjonskasse Marit Aasen og kapitalforvalter Tom Jarneid sier det kan bli tøft å gi medlemmene god avkastning når myndighetene strammer inn regelverket. Foto: Øyvind Elvborg

Pensjonskasser

- Telenor, Statoil, Hydro, og mange kommuner og statlige foretak har egne pensjonskasser. Tilsammen forvaltes rundt 300 milliarder kroner i 87 kasser.
- Pensjonskasser kan etableres av private foretak, kommuner, fylkeskommuner eller andre institusjoner som ønsker å ha arbeidstager.
- Pensjonskassen kan tilby både ytelses- og innskuddspensjonsordning, fripoliser (oppsettte rettigheter) og gruppelevesforsikringer.
- Pensjonskassene er under tilsyn av Finansstilsynet.

gjensidig pensjonsordning for sine arbeidstager.

Mener pensjonene blir tryggere

Oslo: Statssekretær Tore Vamrak i Finansdepartementet sier strengere regler er viktig for å trygge pensjonene.

- Livsforsikringselskapene og pensjonskassene opererer på det samme marked, og både av konkurransemessige årsaker og for å trygge pensjonene er det viktig med likest mulige soliditetsregler. Dette har også

vært fast politikk i Norge i lang tid. Det er viktig at dette videreføres når vi nå går over til det nye Solvens II-regelverket for livsforsikringselskapene, sier han i en kommentar. Vamrak svarer ikke på hvorfor Norge vil innføre et regelverk som er strengere enn EU's regelverk for pensjonskasser.

Dårlig nytt for Silver

Oslo: Fripoliserelskapet Silver fikk avslag på det søkte Finansdepartementet om å bli regnet inn under de samme kravene som pensjonskassene. Nå viser det seg at det uansett ville blitt en kortvarig lettelse for Silver, dersom pensjonskassene også vil få nesten like strenge krav som pensjonskassene - det såkalte Solvens II-direktivet. Silver fikk imidlertid ett års utsettelse på innføring av kapitalkravene. Silvers administrerende direktør Mikkel Berg sier de jobber på spreng for å finne en løsning, men kan ikke gi noen garanti for at selskapet fortsatt eksisterer over nyttår.

- Det er fortsatt mulig at Silver ikke vil klare kravene. Vi arbeider intenst med å forsøke å løse situasjonen for å ivareta kundenes interesser. Vi arbeider etter flere spor, herunder tilbud til kundene om å omdanne fripolisen til fripoliser med investeringsvalg, samtaler med utenlandske partnere, finansielle reassuranseløsninger, kapitalutvidelse eller flytting av selskapet til et annet land. Det er vanskelig å si nå om noe av dette vil kunne løse situasjonen, enten hver for seg eller i kombinasjon, skriver Berg i en melding.

Kommunikasjonsdirektør Jon Haugan i Silver sier det den særskilte tolkningen av Solvens II-regelverket er spesiell.

- Man har hele tiden trodd at det ville komme et nytt solvenskrav for pensjonskasser i Europa som først var ventet i 2019, så i 2022, men som nå antagelig ikke kommer i det hele tatt. Både EU-kommisjonen og parlamentet har avvist forslaget både på faglig og politisk grunnlag. Likevel har norske myndigheter bestemt seg for at de vil innføre dette i Norge. Konsekvensene i Norge er ikke bare at Silver risikerer å gå under, men også at ytelsesbaserte pensjoner i alle selskaper og kanskje pensjonskasser vil bli forvaltet uten meravkastning og pensjonsakkumulering i overskuelig fremtid, sier Haugan.

Norwegian Logistics

Har du for høye transport- eller lagerkostnader?

Ring Geir på telefon: 950 09 494

www.norwegianlogistics.no

Se også side 24

Kan flytte til EU for å slippe EU-krav

Hørt historien om selskapet som vurderer å «flytte» fra utenfor-landet Norge til EU-landet Sverige for å slippe strenge EU-krav?

« Man ska komma ihåg att Solvens II är ett direktiv från helvetet och det blev än värre när Omnibus II-direktivet kom »

Tord Gransbo, departementsråd på Finansdepartementet, til Pensjonsnyhetarna 22. juni 2015



French government floats Solvency II pension asset exit

31 March 2016 By [Susanna Rust \(URL=/susanna-rust/3690.bio\)](#)

The French finance ministry yesterday unveiled a draft law that foresees a new type of supplementary pension institution and regulatory regime, designed to relieve the management of retirement assets from investment restrictions under Solvency II.

.....

In France, supplementary retirement provision is predominantly insurance-driven – the second-pillar pension market is relatively small, and the biggest funded schemes are backed by the state in some way.

However, insurers are governed by Solvency II, which came into force in January, and that, according to the French finance ministry, restricts insurance companies' investment choices to the detriment of long-term savers and the French economy.

.....

Majoriteten av tjänstepensionskapitalet hamnar under Solvens 1

SPP kör på Solvens 2

● SPP meddelar via sin vd Staffan Hansén att man kommer att arbeta med Solvens 2 på hela sitt bestånd och Jakob Carlsson, finanschef på Länsförsäkringar Liv, skriver så här till Pensionsnyheterna:

"Vi satsar på att rapportera enligt en internmodell (im) och har ansökt om att få tillämpa en intern modell för hela bolaget."

Det som i debatten framstod som något som skulle minska kundskyddet och äventyra kundernas pensioner är något som vissa bolag trots allt är villiga att riskera för att inte tappa i konkurrensen.

Frågan man kan ställa sig från svensk sida är om det verkligen varit värt processen att införa Solvens 2, när så stor del av marknaden här inte kommer att

omfattas av regelverket. De bolag som nu väljer gamla regler förvaltar tillsammans omkring 2 000 miljarder kr. De kommer fortsättningsvis att rapportera enligt Solvens 1 vilket innebär att det inte kommer att bli någon skärpning av kapitalkraven, något som var ursprungstanken med Solvens 2.

Visserligen heter det att man vill avvakta utvecklingen av det kommande tjänstepensionsdirektivet men att tro att det kommer att innebära några väsentliga förändringar är knappast troligt.

Ett slag i luften?

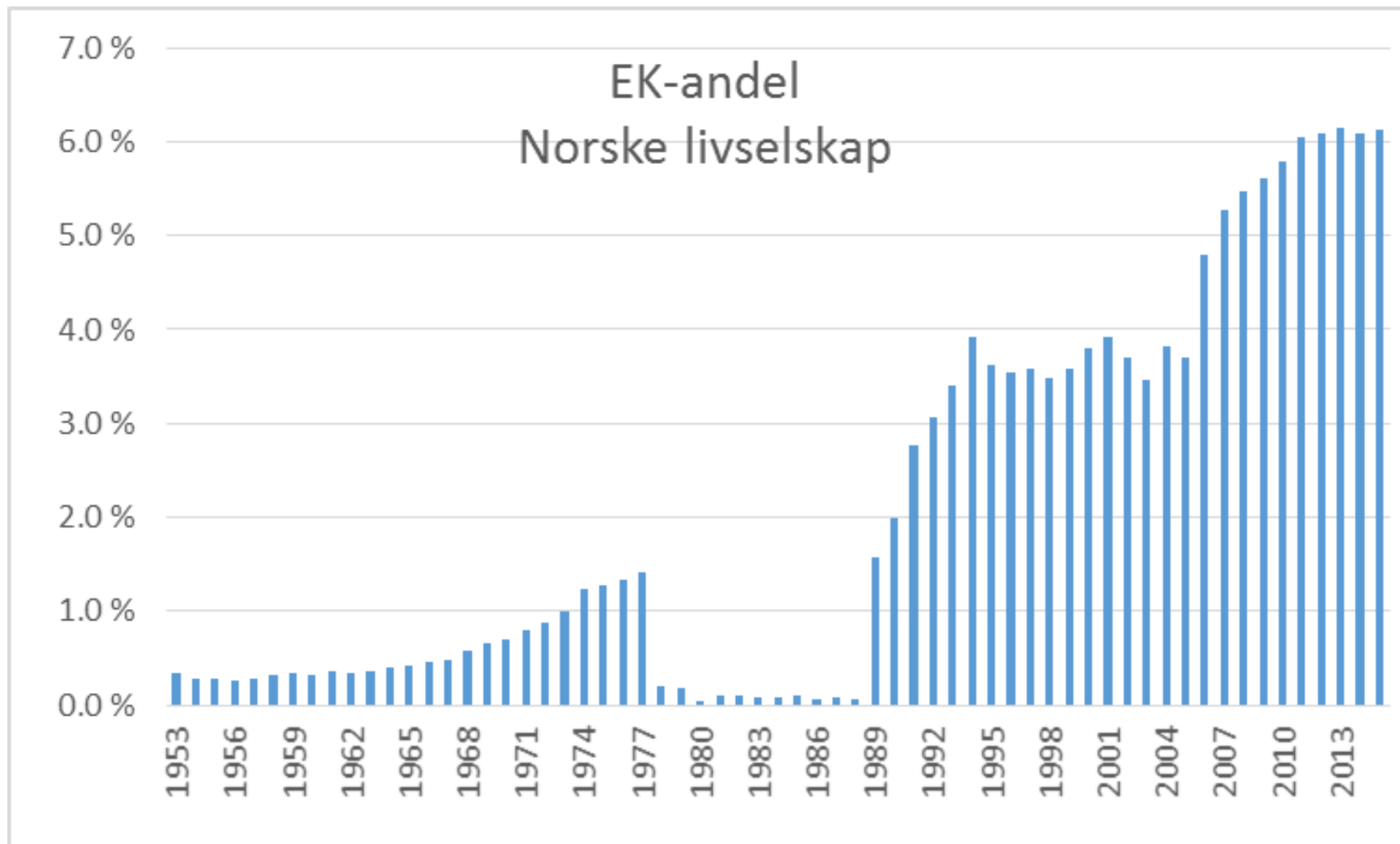
Att ett nytt europeiskt regelverk för tjänstepensionsinstitut skulle ställa Solvens 2-krav på Europas pensionskassor och pension funds är knappast troligt. Åtminstone om man vill ha strikta kapitalkrav. Både i Tyskland

och Storbritannien skulle den typen av kapitalkrav bli förödande och visa att hundratals pensionsfonder i praktiken är insolventa. Så det kommer nog politiken se till att parera genom uppskov, övergångsregler eller helt enkelt ett regelverk utan särskilt stränga kapitalkrav.

Slutsatsen blir därmed att Solvens 2-reformen blir ett stort slag i luften eftersom majoriteten av kapitalet kommer hanteras som hittills. Och i många fall får man även lättnader i de delar som rör övrig livförsäkring med hjälp av tjänstepensionsportföljerna. I praktiken kommer även de delarna billigare undan varför man kan säga att Solvens 2-reformen efter 15 års arbete innebär att de flesta bolagen fortsätter precis som förut, åtminstone vad gäller kapitalkraven.

Egenkapital som andel av balansen

BIS-regler innført fra 1990, Solvens I fra 2005 (4% krav)



Silvers EK-krav fom 2016

Solvens II

