



Samfunnsøkonomisk analyse

Rapport nr. 44-2016



ØKONOMISKE EFFEKTER AV STRENGERE KAPITALKRAV TIL PENSJONSKASSER

SAMMENDRAG

Finanstilsynet foreslår at pensjonskassers kapitalkrav skal reguleres i tråd med Solvens II-regelverket for livsforsikringselskapene. Nye kapitalkrav for pensjonskassene vil få konsekvenser for så vel pensjonskassenes medlemmer, markedet for risikokapital og samfunnets samlede verdiskaping. Dette prosjektet belyser disse konsekvensene. Konklusjonen er at reguleringsendringen vil gi vesentlig samfunnsøkonomisk tap, som må veies opp mot eventuelle gevinster ved reguleringsendringen. Gevinster av reguleringsendringen er ikke beregnet, men det er vanskelig å se at disse er like store som det samfunnsøkonomiske tapet.

**Emil Cappelen Bjøru,
Johann Desprée, Jon
Hippe, Thore Johnsen,
Pål Lillevold og Rolf
Røtnes**

Dokumentdetaljer

Rapport nr. 44-2016 fra Samfunnsøkonomisk analyse AS

Rapporttittel	Økonomiske effekter av nytt kapitalkrav
ISBN-nummer	978-82-93320-53-1 (nett)
Forfatter	Emil Cappelen Bjøru, Johann Desprée, Jon Hippe, Thore Johnsen, Pål Lillevold og Rolf Røtnes
Oppdragsgiver	Pensjonskasseforeningen
Førstesidefoto	Scandinavian Stockphoto
Tilgjengelighet	Offentlig
Dato for ferdigstilling	27. september 2016

Kontakt detaljer

Samfunnsøkonomisk analyse AS

Olavsvei 112

1450 Nesoddtangen

Org.nr. 911 737 752 MVA

Telefon 97 41 10 01

E-post post@samfunnsokonomisk-analyse.noNettside www.samfunnsokonomisk-analyse.no

ANSVARFRASKRIVELSE OG RETTIGHETER

Denne rapporten er utarbeidet av Samfunnsøkonomisk analyse AS for Pensjonskasseforeningen med flere i samsvar med avtalen mellom partene.

Samfunnsøkonomisk analyse kan ikke holdes økonomisk eller på annen måte ansvarlig for beslutninger tatt eller handlinger utført på bakgrunn av innholdet i denne rapporten. Samfunnsøkonomisk analyse baserer sine analyser på offentlig tilgjengelige data og informasjon, egne data og data eller informasjon som blir gjort tilgjengelige for oss i forbindelse med spesifikke oppdrag. Vi vurderer alltid om kvaliteten på dataene er god nok til at de kan brukes i våre analyser, men kan likevel ikke garantere for kvalitet og sannferdighet i data vi ikke selv eier rettighetene til. Usikkerhet er et element i alle analyser. Som en del av metodedokumentasjonen til våre analyser forsøker vi alltid å synliggjøre og drøfte usikkerhetsfaktorene.

Alle rettigheter til denne rapporten er uttømmende regulert i avtalen mellom Samfunnsøkonomisk analyse AS og Pensjonskasseforeningen med flere.

Forord

Denne rapporten er utarbeidet for:

- Pensjonistforbundet
- NITO
- LO
- NHO
- Pensjonskasseforeningen
- Statoil Pensjon
- Norsk Hydro Pensjonskasse
- Halden kommunale PK
- Akershus interkommunale PK
- Trondheim kommunale PK
- Telenor PK
- Bergen kommunale PK
- ConocoPhillips PK
- Pensjonskassen for helseforetakene i hovedstadsområdet (PKH)

Prosjektet ble gjennomført av Samfunnsøkonomisk analyse i samarbeid med Lillevold & Partners, Thore Johnsen (NHH) og Jon Hippe (FAFO). Prosjektet analyserer ulike konsekvenser av forslag til strengere kapitalkrav regulering av pensjonskasser. Oppdragsgiver har stilt til rådighet en stor mengde data om norske pensjonskasser som har vært avgjørende for de analyser som er gjennomført.

Foreløpige analyser ble presentert for Pensjonsforum den 9. september. Prosjektgruppen vil takke deltagerne for nyttige kommentarer, som har vært nyttige i forbindelse med ferdigstillingen av rapporten. Takk også til Espen Kløw i Pensjonskasseforeningen for tilrettelegging for oppdraget og oppklaringer underveis i arbeidet.

27. september 2016

Rolf Røtnes

Prosjektleder

Samfunnsøkonomisk analyse AS

Sammendrag

87 private og offentlige foretak har opprettet pensjonskasser for å ivareta foretakenes pensjonsforpliktelser. De fleste pensjonskasser forvalter bare såkalte ytelsesbaserte pensjonsordninger, inklusive fripoliser. Den generelle markedsutviklingen med omlegging fra ytelsesordning til innskuddsordning har ført til at mange private pensjonskasser nå har en vesentlig del av de samlede pensjonsforpliktelser som en bestand av fripoliser.

Foretak med pensjonskasse for arbeidstagere som ennå ikke er pensjonert, betaler årlig inn premie for å sikre ytelsene til framtidige pensjonister. For tidligere ansatte som er pensjonert, eller har fripolise, betales det ikke inn premie. Deres pensjon sikres ved at pensjonskassen realiserer finansinntekter basert på opparbeidet kapital fra tidligere innbetalte premier. Pensjonskassene er ansvarlig for at inntektene er tilpasset framtidig utbetalingsforpliktelser.

Pensjonskasser skilles fra livselskap ved at pensjonskasser kan sees på som en egenprodusert støt-tefunksjon til et foretaks virksomhet. Et livsforsikringselskap, på den annen side, driver næringsvirksomhet og har en forretningsmessig aktivitet rettet inn mot allmenheten.

Finanstilsynet foreslår at pensjonskassers kapitalkrav skal reguleres i tråd med Solvens II-regelverket for livsforsikringselskapene, men med en forenklet administrativ løsning, basert på stresstest I.

Livsforsikringselskaper, som i Norge står for hoveddelen av tjenstepensjonene i privat og kommunal sektor, er fra 2016 underlagt en prinsipielt ny, og i praksis strengere, regulering av kapitalkrav ved det såkalte Solvens II-direktivet som er gjennomført i Norge fra 1. januar 2016.

Pensjonskasser derimot, er i europeisk og norsk regulering ikke omfattet av Solvens II, men regulert gjennom det såkalte tjenstepensjonsdirektivet (IORP). Det er opp til nasjonalstatene å fastsette kapitalkravene for IORP-innretninger. Et sentralt skille mot Solvens II er dermed at de ulike lands tilsynsmyndigheter kan bruke stresstestene til en skjønnsmessig vurdering av kapitalbehov (risikostyring) i sitt tilsyn og at det ikke foreligger nye absolutte kapitalkrav som nasjonalstaten må følge. For Norges vedkommende betyr dermed IORP II at Finanstilsynet kan fortsette praksisen med risikobasert tilsyn overfor pensjonskassene.

Den ulike europeiske reguleringen henger sammen med at pensjonskasser som institusjoner er grunnleggende forskjellige fra livsforsikringselskapene. For eksempel kan virksomheter som har opprettet en pensjonskasse ha en forpliktelse til å betale framtidige pensjonskostnader og/eller skyte kapital inn i kassen de er sponsor av. Når ivaretagelsen av pensjonsforpliktelser er overlatt et livsforsikringselskap er det livsforsikringselskapet og dets eiere som alene er ansvarlig for at pensjonsforpliktelsene ivaretas.

I Norge foreslår Finanstilsynet at pensjonskassers kapitalkrav fra 2018 skal reguleres i tråd med Solvens II-regelverket for livselskapene, basert på det som kalles stresstest I. Dermed vil en stress-test ikke bare være en analyse som gir grunnlag for en skjønnsmessig vurdering av kapitalkrav (et styringsverktøy), men gi et absolutt kapitalkrav. Det vil innebære at pensjonskasser blir stilt overfor betydelig høyere kapitalkrav enn i dag. I praksis betyr dette at pensjonskassene må redusere plasseringen av kapital i aktiva med relativt høy forventet avkastning og risiko (aksjer) til fordel for aktiva med lavere risiko og forventet avkastning (for eksempel obligasjoner).

En lik regulering av livsforsikringselskap og pensjonskasser, vil innebære at en regulering og tilsynspraksis i Norge som avviker fra reguleringen i andre europeiske land, som underlagt det felleseuropeiske regelverket.

Den foreslåtte endringen i Norge innebærer et betydelig høyere kapitalkrav enn det som er gjeldende i dag. Nye kapitalkrav for pensjonskassene vil få konsekvenser for så vel pensjonskassenes medlemmer, markedet for risikokapital og samfunnets samlede verdiskaping. Dette prosjektet tar sikte på å belyse disse konsekvensene.

Både avviket fra reguleringspraksis i Europa og vesentlig strengere kapitalkrav til pensjonskassene representerer en regulatorisk skillevei for Norge. Den avgjørende problemstillingen er om dette skiftet i norsk regulering, fra å ha blant de lavere til å ha de høyeste kapitalkravene for pensjonskasser i Europa, er en hensiktsmessig regulering av kassenes lange pensjonsforpliktelser.

Regulering har en nytte ved at den bidrar til økt sikkerhet for at framtidige forpliktelser kan innfris. Samtidig har en slik regulering også en kostnad. Et sentralt element i en vurdering av en best mulig regulering er dermed om gevinstene står i et rimelig forhold til de samfunnsøkonomiske kostnader som oppstår.

Moderne finanst teori og -empiri vektlegger forholdet mellom avkastning og risiko, for eksempel at den høyere risikoen knyttet til aksjer normalt forventes å gi en betydelig større avkastning over tid enn obligasjoner. Samtidig vektlegges betydningen av risikodiversifisering; at en balansert portefølje av aksjer og obligasjoner vil forventes å gi en betydelig avkastningsgevinst i forhold til risikoen fordi avkastningen for aksjer og (høykvalitets-) obligasjoner er tilnærmet nullkorrelert. Basert på rimelig veletablerte oppfatninger om langsiktig forventede risikopremier og risiko for aksjer og obligasjoner viser vi hvordan norske pensjonskasser - men ikke fripoliseporføljer i livselskaper - utnytter denne diversifikasjonsgevinsten ved valget av relativt balanserte investeringsporteføljer.

En ytterligere diversifikasjonsgevinst er potensielt viktig for risikoen i langsiktig pensjonssparing med avkastningsgaranti. Over tid vil normalt risikoen øke langt mindre enn forventet avkastning. Langsiktig pensjonsforvaltning vil derfor kunne gi en betydelig risikojustert avkastningsgevinst. Et slikt langsiktig perspektiv gir en betydelig reduksjon i risikoen for å tape porteføljens avkastningsgaranti. En reguleringsendring som favoriserer for lav risikotaking vil dermed være samfunnsøkonomisk ineffektivt.

Pensjonskasser har de siste femten årene hatt en høyere avkastning enn livsforsikringsselskaper. Dette gjelder spesielt private pensjonskasser. Den relativt høye avkastningen må sees på bakgrunn av at pensjonskasser har en større andel av sine aktiva plassert i aksjer.

Dagens bufferkapitalutnyttelse er for en rekke pensjonskasser høyere enn hva som kan forventes som kravspesifikasjonen i nytt regelverk. I praksis vil trolig strengere kapitalkrav bli innfridd med en kombinasjon av redusert aksjeandel og økt innbetaling av egenkapital. For å oppfylle et minstekrav om 100 prosent kapitaldekning under stresstest I per 31.12.2015, beregner vi at et slikt krav vil utløse en reduksjon i aksjeandelen på 23 prosent for pensjonskassene i privat sektor og 35 prosent for pensjonskasser i offentlig sektor. Tilsvarende reduksjon i aksjeandelen ved krav om 90 prosent bufferkapitalutnyttelse er 40 prosent for de private pensjonskassene og 42 prosent for de offentlige pensjonskassene. I tillegg vil det være tale om realisering av i overkant av ti prosent av eiendomsporteføljen.

Disse resultatene er basert på markedsforholdene per 31.12.2015. Nedgangen i den risikofrie renten i løpet av første halvår har resultert i en betydelig oppgang i pensjonskassenes bufferkapitalutnyttelse per 30.06.2016. Om vi hadde gjentatt beregningene med utgangspunkt i situasjonen per 30.06.2016, ville vi funnet vesentlig større krav til reduksjon i aksjeandel og fast eiendom. At det vil kreves en tilpasning i størrelsesorden omkring halvparten av pensjonskassenes samlede aksjeportefølje, dvs. i størrelsesorden 50 mrd. kr., synes da ikke urealistisk.

Ny tilpasning til endrede kapitalkrav vil ha realøkonomiske konsekvenser for resten av samfunnet om regelendringene framtvinger en annen tilpasning enn pensjonskassene selv ville valgt. Pensjonskassenes egne valg er basert på hver enkelt kasses vurdering av forpliktelser, forventet avkastning av premiereserve og avsetninger, samt dialog med egne sponsorer.

Når regelverket endres oppstår det for det første et mulig samfunnsøkonomisk tap ved at pensjonskassene erstatter investeringer i aksjer utenlands med investering i sikrere finansobjekter. Dermed vil forventede inntekter fra utlandet til Norge gå ned, noe som vil redusere nordmenns konsummuligheter.

For det andre kan regelendringer gi et samfunnsøkonomisk tap ved at det norske egenkapitalmarkedet må tilpasses en ny situasjon hvor vesentlige aktører av regulatoriske årsaker blir mindre tilstede. Mer spesifikt, når pensjonskassene trekker seg ut av norske aksjer, vil mulighetene til å innhente egenkapital i det norske kapitalmarkedet reduseres og det blir mer kostbart for bedrifter med investeringsplaner å hente inn egenkapital. Dette vil trekke investeringsnivået i Norge ned, noe som innebærer mindre økonomisk aktivitet enn ellers.

I vår analyse har vi arbeidet med to scenarier for hvordan pensjonskassene tilpasser seg nytt regelverk: Scenario 1: Alle pensjonskassene selger alle sine aksjer; Scenario 2: Alle pensjonskassene selger 50 prosent av sine aksjer

De to scenarioene kan ses på som stiliserte regneeksempler som forsøker å illustrere effektene av nytt regelverk. Det første scenariet kan sees på som en øvre grense for hva som kan gi samfunnsøkonomiske tap. Det andre er satt for å beregne hva som er en sannsynlig effekt av nytt regelverk for pensjonskasser.

Beregningene er basert på forenklende forutsetninger, men forutsetningene er valgt for å kunne undersøke om de samfunnsøkonomiske tapene som følger av tilpasning til nytt regelverk er vesentlige eller bagatellmessige. Dersom reguleringsendringer medfører redusert verdiskaping for landet som helhet, vil dette produksjonstapet bæres av alle samfunnets individer og ikke pensjonskassene alene.

Basert på scenario 1 foran er det grunn til å vente reduksjon i verdiskapingen i Fastlands-Norge på 53 mrd. kroner over en 20-årsperiode som følge av lavere forventede inntekter fra utlandet og tilhørende lavere konsum. I tillegg vil næringsinvesteringene i Norge falle som følge av pensjonskassenes tilbaketrekning fra det norske aksjemarkedet. Fallet i næringsinvesteringer vil ventelig redusere verdiskapingen i Fastlands-Norge over perioden 2018-2022 med 1 109 mill. kroner. Den årlige nedgangen i forventet inntekt og investering er justert med kalkulasjonsrente på 4 prosent.

Tilsvarende tall for scenario 2 er 25 mrd. kroner lavere forventet verdiskaping i Fastlands-Norge som følge av redusert forventet konsum og en reduksjon på 452 mill. kroner som følge av reduserte næringsinvesteringer.

VI kan ikke se at det foreligger beregninger av potensiell realøkonomisk nytte av de foreslått reguleringsendringene. Vår vurdering er at gevinster ved reguleringsendringer bør holdes opp mot både argumentene for at pensjonskassene bør forbli langsiktige investorer i aksjemarkedet og de samfunnsøkonomiske tap som følger av forsert salg av aksjer til fordel for obligasjoner o.a. andre sikre plasseringer. Vår vurdering er at de samfunnsøkonomiske kostnadene ved forslaget til strengere kapitalkrav for pensjonskostnader er betydelig. Det er vanskelig å se at gevinstene av reguleringsendringen som tilsvarer disse kostnadene.

Innhold

ANSVARFRASKRIVELSE OG RETTIGHETER	2
FORORD	3
SAMMENDRAG	4
INNHOOLD.....	8
1 ØKONOMISKE EFFEKTER AV NYE KAPITALKRAV FOR PENSJONSKASSER	10
1.1 INNLEDNING – PENSJONSKASSER, FORPLIKTELSER OG STYRING AV FREMTIDIG RISIKO.....	11
1.2 FINANSKRISE, LAVRENTE OG NY REGULERING	12
1.3 NORGE VED EN SKILLEVEI – HVA ER VIRKNINGEN AV EN NY REGULERING I NORGE?	13
1.4 GANGEN I RAPPORTEN	15
2 HVA ER OG HVORDAN VIRKER EN PENSJONSKASSE?	16
2.1 HVEM ER MEDLEM AV PENSJONSKASSER OG HVOR MANGE ER DE?	17
2.2 GRUNNLAGSRENTENS BETYDNING I EN YTTELSESDRAGNING.....	19
2.3 HVA ER PREMIERESERVE OG TILLEGGSAVSETNINGER?	20
2.4 SPONSORENS FORPLIKTELSER.....	22
2.5 HVA SKILLER EN PENSJONSKASSE FRA ET LIVSELSKAP?	22
2.5.1 <i>Løpende drift</i>	22
2.5.2 <i>Hva hvis «alt går veldig galt samtidig»?</i>	24
3 REGULERING AV PENSJONSKASSER I EUROPA OG I NORGE	26
3.1 EUROPEISK SKILLE MELLOM TJENESTEPENSJONSINNRETNINGER OG FORSIKRINGSELSKAP	27
3.2 NASJONALT HANDLINGSROM – NORSK SKILLEVEI	28
3.3 NYTT EUROPEISK SOLVENSREGELVERK – SOLVENS II	30
3.4 IORP II OG DEBATTEN OM REGULERING AV PENSJONSKASSER	34
3.5 HVA ER EN RIKTIG REGULERING AV LANGE PENSJONSFORPLIKTELSER?	36
4 GRUNNLEGGENDE OM AVVEINING MELLOM AVKASTNING OG RISIKO	38
4.1 RISIKODIVERSIFISERING OG KLASSISK ALLOKERING MELLOM MARKEDET OG RISIKOFRIKT ALTERNATIV	38
4.2 VURDERING AV SENTRALE RESULTATER	42
4.3 LANGSIKTIG KAPITALFORVALTNING OG VALG AV RISIKO	43
4.4 AVKASTNING OG RISIKO FOR AKTIVAKLASSE OG PORTEFØLJER	46
4.5 OPPSUMMERING	48
5 HVORDAN VIL PENSJONSKASSER TILPASSE SEG HØYERE KAPITALKRAV?.....	49
5.1 HISTORISK AVKASTNING I PENSJONSKASSER OG LIVSELSKAPER	49
5.2 HVILKE TILPASNINGSVURDERINGER VIL EN TYPISK PENSJONSKASSE GJØRE VED HØYERE KAPITALKRAV?	53
5.2.1 <i>Forenklet rentabilitetsbetraktning</i>	55
5.2.2 <i>Mulig tilpasning</i>	55
5.2.3 <i>Budsjett- og regnskapsteknikk</i>	61
5.2.4 <i>Eksempel på tilpasninger til endrede markedsforhold i praksis</i>	61
5.3 ØKT ANDEL FRIPOLISER SVEKKER SPONSORS INCENTIVER TIL TILFØRSEL AV EGENKAPITAL	62

5.4	SKJERPEDE KAPITALKRAV VIL TROLIG FØRE TIL BETYDELIG, MEN IKKE FULLSTENDIG, REALLOKERING FRA AKSJER TIL OBLIGASJONER	62
6	SAMFUNNSØKONOMISKE KONSEKVENSER	66
6.1	SALG AV AKSJER GIR INNTEKTSTAP OG REDUSERT FRAMTIDIG KONSUM	67
6.1.1	<i>Beregninger tilsier at salg av aksjer kan gi et inntektstap på om lag 400 mrd. kroner.....</i>	68
6.1.2	<i>Et fall i beholdningen av utenlandske aksjer reduserer framtidig konsum i Norge og utgjør et samfunnsøkonomisk tap.....</i>	70
6.2	PENSJONSKASSENES AKSJESALG GIR REDUSERTE BEDRIFTSINVESTINGER OG FALL I BNP	72
6.2.1	<i>Etterspørselsfall i aksjemarkedet forårsaker et fall i aksjekurser.....</i>	72
6.2.2	<i>Aksjekursfall kan gi BNP-tap på inntil kr 1 109 mill. kroner</i>	74
7	DEN VANSKELIGE AVVEININGEN – NYTTE OG KOSTNADER VED STRENGERE KAPITALREGULERINGER... 80	
7.1	REGULERINGENES NYTTE OG KOSTNADER	80
7.2	NORGE HAR REGULATORISK HANDLEFRIHET	81
7.3	VANSKELIG Å SE HVA SOM ER GEVINSTENE VED STRENGERE REGULERING	81
8	VEDLEGG	83
8.1	THORSTEIN ØVERLANDS KOMMENTARER, PENSJONSFORUM 9. SEPTEMBER 2016	83

1 Økonomiske effekter av nye kapitalkrav for pensjonskasser

Livsforsikringselskaper, som i Norge står for hoveddelen av tjenstepensjonene i privat og kommunal sektor, er fra 2016 underlagt en prinsipielt ny, og i praksis strengere, regulering av kapitalkrav ved det såkalte Solvens II direktivet som er gjennomført i Norge fra 1. januar 2016.

Pensjonskasser derimot, er i europeisk regulering ikke omfattet av Solvens II, men regulert gjennom det såkalte tjenstepensjonsdirektivet (IORP). Det er opp til nasjonalstatene å fastsette kapitalkravene for IORP-innretninger. Kassene i Norge er i dag i praksis underlagt Solvens I-regulering på dette området.

Den ulike europeiske reguleringen henger sammen med at pensjonskasser som institusjoner er grunnleggende forskjellige fra livsforsikringselskapene. For eksempel kan virksomheter som har opprettet en pensjonskasse ha en forpliktelse til å betale framtidige pensjonskostnader og/eller skyte kapital inn i kassen de er sponsor av. Når ivaretagelsen av pensjonsforpliktelser er overlatt et livsforsikringselskap er det livsforsikringselskapet og deres eiere som alene er ansvarlig for at pensjonsforpliktelsene har overtatt ivaretas. I offentlig sektor er det likevel arbeidsgiver som er endelig ansvarlig for at avtalte pensjonsrettigheter blir oppfylt, gjennom Lov om Statens Pensjonskasse og sentrale tariffavtaler.

I Norge foreslår Finanstilsynet at pensjonskassers kapitalkrav fra 2018 skal reguleres i tråd med Solvens II-regelverket for livselskapene, basert på det som kalles stresstest I. Dermed vil en stress-test ikke bare være en analyse som gir grunnlag for en skjønnsmessig vurdering av kapitalkrav (et styringsverktøy), men gi et absolutt kapitalkrav. Det vil innebære at pensjonskasser blir stilt overfor betydelig høyere kapitalkrav enn i dag. I praksis betyr dette at pensjonskassene må redusere plasseringen av kapital i aktiva med relativt høy forventet avkastning og risiko (aksjer) til fordel for aktiva med lavere risiko og forventet avkastning (obligasjoner).

Forslaget representerer en skillevei i reguleringen av pensjonskassene. En skillevei, dels fordi kassene vil reguleres i praksis vesentlig strengere enn tidligere. Og, dels fordi en slik praksis vil avvike fra den man finner i andre europeiske land. Den avgjørende problemstillingen er om dette skiftet i norsk regulering, fra å ha blant de lavere til å ha de høyeste kapitalkravene for pensjonskasser i Europa, er en hensiktsmessig regulering av kassenes lange pensjonsforpliktelser. Regulering har en nytte ved at den bidrar til økt sikkerhet for at framtidige forpliktelser kan innfris. Samtidig har en slik regulering også en kostnad. Et sentralt element i en vurdering av en best mulig regulering er dermed om gevinstene står i et rimelig forhold til de samfunnsøkonomiske kostnader som oppstår.

1.1 Innledning – pensjonskasser, forpliktelser og styring av fremtidig risiko

Norske pensjonskasser organiserer og forvalter tjenstepensjonsordninger for en rekke norske bedrifter, kommuner, andre offentlig virksomheter og deres ansatte og tidligere ansatte. Offentlige kasser har ca. 270 000 medlemmer og private kasser har om lag 150 000 medlemmer. Dette omfatter arbeidstakere som tjener opp rettigheter, fripoliseinnehavere og oppsatte rettigheter og pensjonister. Som sikkerhet for de ytelsene som skal betales ut forvalter pensjonskassene om lag 314 mrd. kroner i pensjonskapital (per 31.12-2015).

Pensjonskassene er innvevd i økonomiens virkemåte og deres atferd påvirker virksomheter, arbeidstakere, pensjonister og kapitalmarkedene.

De resultater pensjonskassen oppnår i sin forvaltning av denne pensjonskapitalen har betydning for hvilke kostnader virksomhetene som opprette pensjonskassene har både som arbeidsgiver (premier) og som kassens sponsor (kapitaltilskudd). I tillegg påvirker det hvilken regulering pensjonister i privat kasser vil få på sine pensjonsutbetalinger.

Kassenes atferd i kapitalmarkedene vil også ha samfunnsmessige ringvirkninger hvis for eksempel kassene skulle endre sine plasseringer av pensjonsmidler i aksjemarkedet og i større grad gå over i statsobligasjoner.

Et særlig kjennetegn ved de tjenstepensjonene som kassene i Norge først og fremst drifter og forvalter, er at det er såkalt ytelsesbaserte ordninger hvor det er knyttet både avkastningsgarantier og forsikringsrisiko til pensjonsmidlene¹. Avkastningsgarantien følger av at arbeidsgivers løpende premie ikke er nok til å finansiere hele pensjonsløftet og at det dermed forutsettes en viss framtidig avkastning (typisk rundt 3 prosent på nåværende pensjonskapital) for å innfri løftene. En annen måte å si det på er at den løpende kostnaden fastsettes i en langsiktig budsjetteringsprosess hvor man forskutterer at innbetalte og oppsamlede premier skal oppnå en viss avkastning. For å få budsjettet til å gå opp, må den forskutterte avkastningen oppnås – og blir med dette «garantert». Garantien kan sees på som en premierabatt som medfører et krav om en viss avkastning i framtiden og som dermed spiser av den avkastning som kunne vært brukt til andre formål, for eksempel å bygge buffere eller regulere pensjoner eller pensjonsrettigheter.

Selve driften, så vel som reguleringen av pensjonskasser, er derfor styrt av mer enn et ønske om høy avkastning. Det er avgjørende for pensjonskassene å styre og ha kontroll på framtidig risiko som kassen har.

Det er reell markedsrisiko knyttet til de aktiva kassene forvalter og faktisk forsikringsrisiko som følger av død og uførhet i medlemsmassen. I tillegg kommer operasjonell risiko og såkalt motpartsrisiko (kredittrisiko). Et styringsregime som bidrar til å sikre tilstrekkelig sikkerhet for at forpliktelser blir innfridd og at ressurser blir allokert på en fornuftig måte er av stor betydning både

¹ Det finnes noen få kasser som har rene innskuddsordninger som ikke inneholder garantier

for kassene selv og for tilliten til denne delen av det norske tjenestepensjonssystemet. Det er slik viktig å unngå at forpliktelsene ikke innfris og/eller at det utløses krav om store nye kapitalinnskudd fra kassenes sponsorer.

1.2 Finanskriser, lavrente og ny regulering

Erfaringene fra finanskrisen i 2008 og mer generelt, utsikten til et langvarig lavere rentenivå, har aktualisert spørsmålet om hva som er et godt styringsregime for den risiko leverandører av langsiktige pensjonsforpliktelser har. Levealderen i befolkningen øker og faller sammen med lavrenteutfordringen. Kombinasjonen bidrar ytterligere til å aktualisere spørsmålet om hva som er tilstrekkelig kapital i dag for å håndtere framtidig risiko. Eller mer enkelt sagt, utviklingen de senere år har gitt en økt bekymring for om det er tilstrekkelig finansiell beskyttelse mot dårligere tider i kasser og livsforsikringsseksaper. Bekymringen har ledet til ny (solvens-)regulering av så vel pensjonskasser som livsforsikringsseksaper i Europa og dermed i Norge via EØS-avtalen.

Livsforsikringsseksaper, som i Norge står for hoveddelen av tjenestepensjonene i privat og kommunal sektor, er fra 2016 underlagt en prinsipielt ny, og i praksis strengere, regulering av kapitalkrav ved det såkalte Solvens II direktivet som er gjennomført i Norge fra 1/1 2016 (Ved Finansforetaksloven). I livsforsikringsvirksomhet har arbeidsgiveren ikke lenger noen plikt til å betale for garantier som er gitt, disse er overtatt av forsikringsseksapet (dvs. seksapenes eiere). Implementering av Solvens II i Norge medfører at både forpliktelsene og de aktive livsforsikringsseksapene har skal vurderes til markedsverdi og gjøres gjenstand for beregning av virkninger av mulige markedsfall og annet. For livsforsikringsseksapene er ikke disse nye beregningsprinsippene av forpliktelser og kapitalkrav bare rådgivende analyser, men at medfører absolutte og høyere kapitalkrav enn tidligere. I Norge gjør krav om årlige garantier og andre produkt- og virksomhetskrav at disse prinsippene for solvens og kapitalstyring kan slå særlig sterkt ut.

Pensjonskasser derimot, er i europeisk og norsk regulering ikke omfattet av Solvens II, men regulert gjennom det såkalte tjenestepensjonsdirektivet (IORP). IORP-reguleringen omfatter det som kalles Pilar2- og Pilar3-bestemmelser og har dermed ikke egne bestemmelser om solvens- og kapitalkrav. Det er opp til nasjonalstatene å fastsette kapitalkravene for IORP-innretninger og kassene i Norge er i praksis underlagt Solvens I-regulering på dette området.

Den ulike europeiske reguleringen henger sammen med at pensjonskasser som institusjoner er grunnleggende forskjellige fra livsforsikringsseksapene.² For eksempel kan tidligere arbeidsgiver og sponsor i en kasse ha en forpliktelse til å betale framtidige kostnader og/eller skyte inn kapital. Grovt sagt kan man si at i Europa er hoveddelen av tjenestepensjonsvirksomheten organisert i kasser og pensjonsfond som er underlagt tjenestepensjonsdirektivet og dermed i praksis regulert

² Kravet til solvensmargin kapital følger av finansforetaksloven § 14-16 første ledd, som fastsetter at pensjonskasser som driver livsforsikringsvirksomhet til enhver tid skal ha kapital som er tilstrekkelig til å dekke solvensmargin kravet for pensjonskassens samlede virksomhet. Kravet til solvensmargin beregnes etter forskrift 19. mai 1995 nr. 481 om beregning av solvensmargin krav og solvensmargin kapital for norske livsforsikringsseksaper.

i henhold til de tidligere og lettere kapitalkrav i Solvens I-reguleringen. Det nye IORP II-regelverket medfører ikke innføring av tilsvarende Solvens II-krav for tjenestepensjonsinnretningene i Europa.

Det er åpenbart at sterke interessegrupper i de store EU-landene, særlig i Tyskland, Frankrike og England, bidro til at IORP-regulering på linje med Solvens II først ble utsatt og senere lagt bort. Dermed er det i dag forskjellig reguleringskrav og praksis i Europa avhengig av hvilken selskapsform de lange pensjonsforpliktelsene forvaltes innenfor. I Sverige er det for eksempel også åpnet for at livsforsikringselskaper skal kunne skille ut tjenestepensjonsdelen av sin virksomhet og organisere dette i et eget tjenestepensjonsselskap underlagt tjenestepensjonsdirektivet.

1.3 Norge ved en skillevei – hva er virkningen av en ny regulering i Norge?

Det tidligere og nye tjenestepensjonsdirektivet åpner for nasjonal handlefrihet i utformingen av blant annet solvensreguleringen. Det har medført, i europeisk sammenheng, ganske lave norske kapitalkrav etter Solvens I for pensjonskassene. Denne situasjonen kan endres. I Norge foreslår Finanstilsynet at pensjonskassers kapitalkrav likevel skal reguleres i tråd med Solvens II-regelverket for livselskapene, men med en forenklet administrativ løsning, basert på det som kalles stresstest I. Dermed vil en stresstest ikke bare være en analyse som gir grunnlag for en skjønsmessig vurdering av kapitalkrav (et styringsverktøy), men gi et absolutt kapitalkrav. Det innebærer også et betydelig høyere kapitalkrav enn i dag og et behov for å ta vesentlig mindre risiko i kapitalforvaltningen.

For å tilfredsstille kravene må pensjonskassene dermed omdisponere porteføljesammensetningen ved i all hovedsak å redusere investering i aksjer og erstatte disse med lange obligasjoner, og i tillegg få tilført mer kapital fra sine sponsorer. Dette forslaget representerer en skillevei i reguleringen av pensjonskassen. En skillevei, dels fordi kassene vil reguleres i praksis vesentlig strengere enn tidligere. Og, dels fordi en slik praksis vil avvike fra den man finner i andre europeiske land. Dette er ikke i seg selv galt, og det er anledning til det innenfor det europeiske regelverket. Den avgjørende problemstillingen er om dette skiftet i regulering, fra å ha blant de lavere til å ha de høyeste kapitalkravene for pensjonskasser i Europa, er en hensiktsmessig regulering av kassenes lange pensjonsforpliktelser.

Det underliggende faglige spørsmålet er om dette vil lede til en overkapitalisering, eventuelt problemer med å hente inn kapital, og en for lav forventet avkastning, dvs. at kassene ikke er i stand til å foreta en god langsiktig forvaltning av langsiktige pensjonsmidler.

Dette er det samme spørsmålet som har vært gjennomgående i den omfattende europeiske debatten om regulering av pensjonskasser. Forenklet kan man si at det kan være risiko for at ytelsesbaserte ordninger (Defined Benefit – DB på engelsk) blir så strengt regulert for å sikre rettighetene til de som er med i disse ordningene, at disse i realiteten ikke lenger vil tilbys som pensjons-

ordning og at nye tjenestepensjoner i hovedsak leveres uten garantier og ofte uten forsikringssele-
menter. Dette er en utvikling man ser i mange europeiske land. Likevel er det fortsatt en stor, og
ofte ennå voksende, ytelsesbasert pensjonskapital i mange europeiske land. Spørsmålet om hvor-
dan denne allerede opptjente pensjonskapitalen med garantier og forsikringsrisiko skal forvaltes
er derfor et betydelig politisk spørsmål.

Denne rapporten analyserer de norske pensjonskassenes mulige tilpasninger i møte med nye ka-
pitalregulering i Norge og de samfunnsøkonomiske virkninger en slik tilpasning vil ha:

- Hvordan kan man forstå særtrekk ved pensjonskassene og den regulering de blir gjort gjen-
stand for? Hva er betydningen for deres kapitalbehov og for deres kapitalforvaltning?
- På hvilken måte vil endringer i aktivallokering påvirke avkastning?
- Og, gitt disse beregningene, på hvilken måte kan de samfunnsøkonomiske virkninger mo-
delleres og beregnes?

For å drøfte og analysere disse problemstillingene har arbeidet med denne rapporten vært utført
av et tverrfaglig team. Aktuarkompetanse, finansmarkedskompetanse, samfunnsøkonomisk og re-
gulatorisk kompetanse. Dette har vært nødvendig for å sette sammen det kompliserte puslespillet
som regulering av og tilpasning til disse reguleringene er.

Disse problemstillingene er særlig interessante i en norsk sammenheng og i høy grad aktuell av
flere grunner:

For det første skiller det norske pensjonsmarkedet seg vesentlig fra hva vi finner i andre euro-
peiske land. De ytelsesbaserte ordningene springer ut av den enkelte bedrift eller virksomhet. Be-
driftene kan velge å etablere en egen kasse eller ha sin pensjonsordning i et livsforsikringselskap.
I Norge har bedriftene også flytterett på pensjonskapitalen og det er (derfor) et krav om at rente-
garantien må oppfylles hvert år.

I Europa er tjenestepensjoner i større grad organisert i tverrgående kasser eller innretninger som
dekker mange bedrifter, typisk en bransje eller et tariffområde. Det finnes imidlertid også en rekke
store pensjonskasser for store enkeltselskaper. Felles for disse pensjonsinnretningene(kas-
sene/pensjonsfondene) er at de er ikke-kommersielle uten utbytteforventninger fra sponsor. De
omtales ofte i en europeisk sammenheng som en «social partner». Det er som hovedregel dermed
ikke flytterett og arbeidsgiver vil ofte ha fortsatte forpliktelser overfor ordningen. Til gjengjeld er
det i mindre grad årlige garantier og en annen regulering av slike garantier.

En annen side av det man kan kalle en moderne regulering av finansmarkedet i Norge ved blant
annet flytterett, er større vekt på konkurranseforhold. Av dette følger også en vektlegging fra til-
synsmyndigheter og Finansdepartement av lik regulering og symmetri i tilsyn og regulering av ulike
pensjonsinnretninger. Dette er et selvstendig argument for at norsk reguleringspraksis avviker fra
det man som hovedsak finner i Europa.

Uansett syn på disse spørsmålene er det rimelig å si at det for de norske pensjonskassene bør gjøres en selvstendig vurdering av hva som er en god solvensregulering, ikke bare fordi det formelt er anledning til det, men fordi norsk produkt- og virksomhetsregulering skiller seg fra det vi finner i andre land og skaper andre rammer for kassenes virksomhet.

For det andre er tjenestepensjoner først og fremst organisert i pensjonskasser og selvstendige pensjonsfond i Europa og i mindre grad i forsikringsselskaper enn i Norge. Kassene har dermed større betydning som leverandører og stor politisk innflytelse gjennom aktive arbeidstaker og arbeidsgiverorganisasjoner. Dette ble tydelig illustrert i de senere årenes debatt om tilpasning av et nytt IORP-regelverk til Solvens II. I Norge er tjenestepensjoner i privat sektor i liten grad regulert i tariffavtaler og dermed er fagbevegelsen også mindre involvert i spørsmål rundt leveransen av selve pensjonsløftet. Det er arbeidsgivers ansvar. Typisk var det LO som gikk tungt ut i Sverige for å sikre et regelverk som gjorde det mulige også for livselskaper å skille ut sin livsforsikringsvirksomhet som skulle underlegges tjenestepensjonsdirektivet. I Norge er kassene i større grad avhengig av myndighetens faglige og politiske vurderinger og har i mindre grad tunge interesser som sine forsvarere enn det man typisk finner i andre europeiske land.

1.4 Gangen i rapporten

I kapittel 2 drøftes kjennetegnene ved pensjonskasser og ved de ytelsesbaserte produkter de leverer. Dette som utgangspunkt for de senere analyser og drøftinger.

Kapittel 3 gjennomgår hovedtrekkene i reguleringen av pensjonskasser i Norge versus europeisk felles regulering.

Kapittel 4 drøfter den grunnleggende avveiningen mellom avkastning og risiko, teoretisk og empirisk.

I kapittel 5 viser vi den historiske avkastningen i pensjonskasser og livselskaper og drøfter hvordan nye kapitalkrav kan påvirke kapitalforvaltningen i pensjonskasser

I kapittel 6 tar vi utgangspunkt i beregningene av tilpasninger av kapitalforvaltningen i pensjonskassene og beregner de samfunnsøkonomiske virkningene.

Rapportens siste kapittel drøfter kort hvordan samfunnsøkonomiske tap ved en reguleringsendring bør veies opp mot gevinster av samme regulering.

2 Hva er og hvordan virker en pensjonskasse?

87 private og offentlige foretak har opprettet pensjonskasser for å ivareta foretakenes pensjonsforpliktelser. De fleste pensjonskasser forvalter bare ytelsesbaserte pensjonsordninger, inklusive fripoliser. Den generelle markedsutviklingen med omlegging fra ytelsesordning til innskuddsordning har ført til at mange private pensjonskasser nå har en vesentlig del av de samlede pensjonsforpliktelser som en bestand av fripoliser.

Foretak med pensjonskasse for arbeidstagere som ennå ikke er pensjonert, betaler årlig inn premie for å sikre ytelsene til framtidige pensjonister. For tidligere ansatte som er pensjonert, eller har fripolise, betales det ikke inn premie. Deres pensjon sikres ved at pensjonskassen realiserer finansinntekter basert på opparbeidet kapital fra tidligere innbetalte premier. Pensjonskassene er ansvarlig for at inntektene er tilpasset framtidig utbetalingsforpliktelser. Framtidige finansinntektene legges inn i et inntektsbudsjett ved at oppsamlet kapital antas å gi en nærmere bestemt årlig prosentvis avkastning. Denne årlige prosentvise avkastningen kalles grunnlagsrenten. Med gitt utgiftsbudsjett og gitt grunnlagsrente, blir premien som skal betales for kommende pensjonister beregnet som differansen mellom beregnede utgifter og grunnlagsrenten.

Innbetalte premier tillagt avkastning lik grunnlagsrenten gir opphav til en premiereserve. Etter at pensjonsutbetalingen for et medlem har startet og premiebetalingen opphørt, finansieres pensjonen ved å belaste premiereserven. Pensjonskassene kan også i gode regnskapsår bygge opp avsetninger utover premiereserven. Slike avsetninger vil ha en buffereffekt ved ugunstig økonomisk forløp i andre år.

Pensjonskasser skilles fra livselskap ved at pensjonskasser kan sees på som en egenprodusert støt-tefunksjon til et foretaks virksomhet. Et livsforsikringsselskap, på den annen side, driver næringsvirksomhet og har en forretningsmessig aktivitet rettet inn mot allmenheten. Forskjellene blir tydelig når en ser på selskapsformenes tilpasninger til en situasjon hvor «at går galt samtidig». I en slik situasjon kan livsforsikringsselskap oppleve at mange kunder ønsker å flytte sine avtaler (run mot selskapet). Det er ikke tema for pensjonskasser, som kun er forpliktet til å ivareta medlemmenes interesser. Pensjonskasser vil dermed i større grad velge å «ri stormen av» i form av innhenting av egenkapital, forhøyede premier og ev reallokering av portefølje. På grunn av interessefellesskap mellom pensjonskassens medlemmer og kassenes sponsor, kan det ikke utelukkes tenkes at flere pensjonskasser får tilførsel av egenkapital fra egen sponsor i krisetider. Det er langt mindre sannsynlig at livsforsikringsselskaps eiere vil ha samme adferd.

2.1 Hvem er medlem av pensjonskasser og hvor mange er de?

Foretak som tilbyr sine ansatte tjenestepensjon utover folketrygdens pensjonsytelser, må etablere instrumenter som sikrer at selskapets pensjonsløfter blir innfridd uavhengig av hvordan det går med foretaket.³ Mange velger å tegne en avtale med et livsforsikringsselskap som garanterer at foretakets pensjonsforpliktelser ivaretas. Foretakets motytelse for denne garantien er årlige premieinnbetalinger i henhold til den pensjonsplanen foretaket har. Andre foretak har opprettet egne pensjonskasser for oppbygning av kapital som skal sikre innfrielse av foretakets pensjonsforpliktelser.

Pensjonskassene er selvstendige juridiske enheter for å sikre at pensjonskassens oppbygging og forvaltning av pensjonskapitalen ikke påvirkes av foretakets egen virksomhet forøvrig. Foretak som skyter midler inn i sin pensjonskasse kalles vanligvis pensjonskassens sponsor.

Pensjonskassenes formål kan beskrives som: «... å yte pensjoner til medlemmene og andre pensjonsberettigede ...». Dette er avledet av at foretaket som arbeidsgiver har erkjent, ev. avtalt, en pensjonsforpliktelse overfor sine ansatte. Pensjonsforpliktelsen kan ses på som en del av foretakets samlede lønns- og ansettelsesvilkår.

Foretakets arbeidstagere meldes inn i pensjonskassen i henhold til den fastsatte pensjonsplanen, som i all hovedsak innebærer at medlemskapet starter samtidig med ansettelsesforholdet. Medlemmene kan deles i to, avhengig av status i deres arbeidsforhold til foretaket som er pensjonskassens sponsor.

En hovedgruppe av medlemmer er de som er yrkesaktive og som arbeider hos pensjonskassens sponsor. Disse medlemmene opptjener hver dag rett til framtidig pensjon gjennom sitt arbeid.

Den andre hovedgruppen av medlemmer er tidligere arbeidstagere som har avsluttet sitt arbeidsforhold hos sponsor, enten ved at de har gått av med alderspensjon eller sluttet før nådd pensjonsalder. Disse har ved arbeidsforholdets avslutning opptjent en pensjonsrett som de i framtiden skal få utbetalt fra pensjonskassen.

Både private og offentlige foretak har opprettet pensjonskasser for å ivareta foretakenes pensjonsforpliktelser.

Hvordan pensjonskassene sikrer rettighetene til tidligere arbeidstagere hos sponsor varierer mellom pensjonskasser for offentlige og private foretak. Offentlige foretak kan være både kommuner, helseforetak o.a. Statens pensjonsforpliktelser sikres gjennom Statens pensjonskasse, som har en annen finansiering og som vi ser bort fra i denne sammenheng.

I pensjonskasser for offentlige foretak (offentlig pensjonskasse) sikres tidligere arbeidstageres opptjente pensjonsrettigheter av pensjonskassene, som beskrevet over.

³ Vi drøfter her foretaks kollektive pensjonsordninger og ser bort fra mulige ordninger for enkeltpersoner i et foretak, som enkelte ledere o.a. nøkkelpersoner.

I pensjonskasser for private foretak var det inntil for få år siden vanlig praksis at tidligere arbeidstageres opptjente rettigheter ble overdratt til et livsforsikringsselskap samtidig med avslutning av arbeidsforholdet. Overdragelsen var basert på en egen utløsningsavtale mellom den enkelte pensjonskasse og vedkommende livsforsikringsselskap.

Arbeidstagerens rettighet ble organisert i form av en såkalt fripolise. Markedet for overdragelse av fripoliser har de siste årene stagnert fullstendig. Dette skyldes to forhold. For det første har krav om styrkede avsetninger grunnet økt og økende levetid rammet fripoliseporteføljene særlig hardt. For det andre har fallende rentemarked gjort det stadig mer utfordrende å innfri årlige avkastningsgarantier, kombinert med at livselskapene for fripolisenes vedkommende ikke har mulighet til å ta vederlag for denne økte risikoen. Livselskapene har de siste årene trukket seg fra utløsningsavtalene, og så vidt vites er det i 2016 ikke lenger noen private pensjonskasser som har utløsningsavtale. Pensjonskassene må følgelig nå selv sikre fratrådte arbeidstageres rettigheter. («Fripolise på egen balanse»).

Det er flere varianter av pensjonsordninger. Hovedskillet går mellom ytelsesordninger og innskuddsordninger. I ytelsesordninger er arbeidstageren sikret en pensjon basert på en avtalt ytelse (utbetaling). Det kan være avtalt at pensjonen skal løpe livet ut eller at den skal løpe over en tidsbegrenset periode, for eksempel 15 år, men likevel bare så lenge pensjonisten fortsatt er i live.

I innskuddsordninger mottar arbeidstageren en pensjon bestemt av det beløpet foretaket har betalt inn til ordningen, pluss avkastningen fram til pensjoneringstidspunktet av denne opparbeidede kapitalen. Den opparbeidede pensjonskapitalen tilhører arbeidstageren og betales som hovedregel ut i løpet av en fastsatt periode ved pensjonering.

Mange foretak har valgt å gå over fra ytelsesordninger til innskuddsordninger. Når foretak har gått over fra ytelsespensjon til innskuddspensjon, har omleggingen i de aller fleste tilfelle fått virkning også for de arbeidstagerne som er yrkesaktive medlemmer på virkningstidspunktet for omleggingen. Dette kan ha vært nærmere bestemte grupper av ansatte eller alle ansatte.⁴ For disse medlemmene virker omleggingen slik at pensjonsrettigheter opptjent i ytelsesordningen fram til omleggingstidspunktet blir sikret ved utstedelse av fripolise, mens framtidig opptjening skjer i innskuddsordningen. Dette forholdet, sett i sammenheng med at pensjonskassene nå må sikre fripoliser på egen balanse, innebærer at pensjonskassenes portefølje av fripoliser omfatter opptjente pensjonsrettigheter ikke bare for tidligere, men også nåværende ansatte.

De fleste pensjonskasser forvalter bare ytelsesbaserte pensjonsordninger, inklusive fripoliser.⁵ Den generelle markedsutviklingen med omlegging fra ytelsesordning til innskuddsordning har ført til at mange private pensjonskasser nå har en vesentlig del av de samlede pensjonsforpliktelser som en bestand av fripoliser.

⁴ Vi går ikke her inn på regelverket som regulerer hvem som kan/skal være omfattet av slik omlegging.

⁵ Et par pensjonskasser har forvalter også mindre innskuddsordninger.

2.2 Grunnlagsrentens betydning i en ytelsesordning

Når pensjonskassene skal beregne både framtidige ytelser og premieinnbetalinger fra sponsor, må det avklares hvor høy avkastning på opparbeidet pensjonskapital pensjonskassene kan klare å sikre. Som vi skal forklare i det følgende, virker premieberegningen slik at når man i første omgang har antatt at pensjonskassen *kan* klare en avkastning, så oppstår det samtidig et krav om at pensjonskassen *må* klare denne avkastningen. Det som i utgangspunktet kan betegne som en budsjettforutsetning blir med dette et avkastningskrav. Den fastsatte avkastningen kalles grunnlagsrente og størrelsen er avgjørende for hvordan pensjonskassene tilpasser sin kapitalforvaltning. Vi utdyper disse sammenhengene i det følgende.

Hvor mye et foretak årlig skal betale inn til en ytelsesordning (premie) kan illustreres som en budsjettprosess:

Framtidige forventede pensjonsutbetalinger kan budsjetteres basert på gitte forutsetninger om:

- Sannsynligheter for at medlemmene lever til de blir alderspensjonister og hvor lenge de lever som alderspensjonister
- Sannsynligheter for medlemmenes dødsfallstidspunkt, med mulig etterfølgende utbetaling av ektefelle/samboer- og/eller barnepensjon.
- Sannsynligheter for medlemmenes eventuelle overgang til uførhet, med etterfølgende utbetaling av uførepensjon

Med denne budsjetterte utgiftssiden, utarbeides en plan (budsjett) for framtidige inntekter, som ivaretar at inntekter og utgifter over tid må være i balanse. Eneste inntekter som det kan budsjetteres med, er:

- Innbetaling av premie
- Finansinntekter av oppsamlet kapital

I praksis budsjetteres finansinntektene ved at oppsamlet kapital antas å gi en nærmere bestemt årlig prosentvis avkastning. Denne årlige prosentvise avkastningen kalles *grunnlagsrenten*.

Med gitt utgiftsbudsjett og gitt grunnlagsrente, og derav finansinntekter, virker budsjetteringsprosessen slik at man regner seg fram til hvor stor premien må være for å oppnå balanse i budsjettet. Budsjettbalansen kan uttrykkes ved at:

$$\text{Premieinntekter}(\text{over tid}) + \text{Finansinntekter}(\text{over tid}) = \text{Pensjonsutbetalinger}(\text{over tid})$$

Denne budsjettbalansen kan sees på som en ligning, der:

- *Pensjonsutbetalinger* er kjent (ytelsesbasert!)
- *Finansinntekter* er kjent når grunnlagsrenten er bestemt og der
- *Premieinntekter* er den ukjente som finnes ved løsning av ligningen.

I neste omgang blir det spørsmål om å sikre at «budsjettet går opp». Dvs. at balansen mellom inntekter og utgifter over tid ikke bare blir en hypotetisk forhåndskalkyle, men at den også realiseres i praksis.

Det forsikringsmessige kontraktsforholdet mellom pensjonskassen og premiebetalende foretak tilknyttet pensjonskassen, virker slik at risikoen for innfrielse av budsjettbalansen er overdratt til pensjonskassen som motytelse for mottatt premie. Som garantist for innfrielse av budsjettet, følger det da at pensjonskassen må garantere at grunnlagsrenten faktisk oppnås. Fra å være kalkylerente for å legge et premiebudsjettt får altså grunnlagsrenten rollen som en garantert (minimums)avkastning.⁶

Grunnlagsrenten er garantert i betydningen at foretakskundenes oppsamlede midler i pensjonskassen skal godskrives med avkastning minst på dette nivået.

Pensjonskassens finansinntekter til oppfyllelse av rentegarantien som følger av den fastsatte grunnlagsrenten er et annet forhold. I hvilken grad pensjonskassen er i stand til å oppnå tilstrekkelig avkastning, avhenger av egenskaper i finansmarkedet til enhver tid og hvordan pensjonskassenes fordeler den kapitalen de har til disposisjon på ulike typer investeringer (aktivaallokering) – herunder eventuelle sikringsforretninger.

2.3 Hva er premiereserve og tilleggsavsetninger?

Premier som betales til pensjonskassen i dag skal dekke pensjonsutbetalinger som forfaller først langt fram i tid. Mottatte premier må følgelig «legges til side» og akkumuleres i pensjonskassens balanse som en forpliktelse overfor de pensjonsberettigede. Premier som akkumuleres på denne måten godskrives fortløpende med en avkastning lik grunnlagsrenten (i overensstemmelse med at denne avkastningen er nødvendig for at den budsjetterte balansen mellom innbetalte premier og finansinntekter på den ene side og utbetalte pensjoner på den annen side, skal gå opp).⁷

Innbetalte premier tillagt avkastning lik grunnlagsrenten gir opphav til en *premiereserve*. Vi har da lagt til grunn en *retrospektiv* (tilbakeskuende) betraktning for å foreklare hvordan premie og avkastning fram til et gitt tidspunkt forklarer premiereserven på det aktuelle tidspunktet.

Premiereserven kan også forklares og forstås *prospektivt*, som den avsetningen som til enhver tid er nødvendig (og tilstrekkelig) til å dekke de forventede framtidige utbetalingene av pensjoner som er tjent opp, der man tar hensyn til at denne avsetningen fortsatt forrentes med grunnlagsrenten.

Budsjettbalansen som er omtalt i det foregående, ivaretar at premier forrentet med grunnlagsrenten balanserer med pensjonsutbetalingene (alt betraktet over tid). Når premiene akkumuleres

⁶ Rent formelt er dette helt sammenlignbart med kontraktsforholdet mellom livsforsikringsselskap og et premiebetalende foretak for en kollektiv pensjonsforsikring. Det er imidlertid en grunnleggende forskjell mellom pensjonskasse og livsforsikring når det gjelder partenes økonomiske interesse. I pensjonskassen har sponsor og premiebetalende arbeidsgiver(e) samme eller sammenfallende økonomisk interesse. Om vi ser disse to økonomiske interessene under ett, er avkastningsgaranti noe man garanterer overfor seg selv. Dette i motsetning til et livsforsikringsselskap, der rentegarantien er et forhold mellom to uavhengige økonomiske parter.

⁷ Vi går ikke her inn på å beskrive og ta i betraktning fenomenet dødelighetsarv, som består i at uforbrukt premiereserve for medlemmer som dør tidlig omfordeles til økning av premiereserve for medlemmer som lever lenge.

og forrentes som en forpliktelse på pensjonskassens passivaside, sikres det videre at premiereserve beregnet prospektivt («det som trengs») og beregnet retrospektivt («det som er til disposisjon») til enhver tid samsvarer.

Framstillingen i det foregående er representativ for premiereservens dynamikk for ett enkelt medlem før pensjonsutbetalingen har startet og så lenge det fortsatt betales premie.

Etter at pensjonsutbetalingen har startet og premiebetalingen opphørt, finansieres pensjonen ved å belaste premiereserven. Premiereservens dynamikk blir da at den (fortsatt!) forrentes med grunnlagsrenten og at den reduseres med utbetalte pensjoner. Forutsatt at pensjonistens faktiske levetid blir nøyaktig som forutsatt, så vil premiereserven være eksakt nødvendig og tilstrekkelig til å dekke de samlede pensjonsutbetalingene over medlemmets levetid som pensjonist.

Samlet premiereserve for en pensjonskasse utgjør summen av de individuelle premiereservene for hvert enkelt medlem.

I tillegg til alderspensjon sikrer pensjonskassene som regel også uførepensjon og etterlattepensjon til deres medlemmer («risikopensjoner»). Dette er forbigått i beskrivelsen av premiebudsjetten og premiereserve i det foregående. Forenklet sagt er sammenhengen for slike risikopensjoner at det i tillegg til premien for å finansiere framtidig alderspensjon, fortløpende må beregnes og innbetales en premie som skal dekke den forventede kostnaden ved at det kommer til nye uførepensjonister (dvs. medlemmer som selv blir uføre) eller etterlattepensjonister (dvs. etter medlemmer som dør) i løpet av en kommende periode (typisk ett år av gangen). Premien for å ta hensyn til uførhet og etterlatte pensjon kalles risikopremien. Risikopremien beregnes med bestemte forutsetninger om tilgang av nye uføre- og etterlattepensjonister. Gitt at tilgangen av nye uføre- og etterlattepensjonister er nøyaktig som forutsatt, så vil risikopremien være eksakt tilstrekkelig til å dekke framtidig utbetaling av de nye uføre- og etterlattepensjonene som er kommet til. Den tillegges da premiereserven. Finansieringen av de framtidige utbetalingene av uføre- og etterlattepensjon vil dermed belastes risikopremien.

Premiereserven er hovedposten blant avsetningene på pensjonskassens passiva side.

Pensjonskassene kan også bygge opp avsetninger utover premiereserven. Slike avsetninger vil ha en buffereffekt ved ugunstig økonomisk forløp. Slike avsetninger er:

- Tilleggsavsetning: Med mindre det besluttet annerledes, skal pensjonskassens avkastning som overstiger den garanterte i et år tilføres medlemsforetakets premiefond (ev. premiefond per foretak, hvis pensjonskassen har mer enn ett medlemsforetak) og da med endelig virkning. I private pensjonskasser skal likevel overskytende avkastning som er oppstått på hhv. fripoliseporteføljen og pensjonistporteføljen tilordnes vedkommende medlemsgrupper og anvendes til regulering av deres løpende og framtidige pensjonsytelser. Pensjonskassens styre kan likevel beslutte at deler av denne overskytende avkastningen utover den garanterte i stedet avsettes i passivaposten tilleggsavsetning som en forpliktelse. Avsatt beløp i tilleggsavsetning kan kun benyttes til å dekke opp for manglende avkastning, hvis denne i et senere år er lavere enn den garanterte.

- Kursreguleringsfond: Fondet kan oppstå som en følge av at urealiserte gevinster på verdi-papirporteføljen holdes utenom den avkastningen som tildeles medlemsforetak og medlemmer med endelig virkning. Gjennom valg av realiseringstidspunkt kan fondet benyttes til styrking av bokført avkastning som skal tildeles medlemsforetak og medlemmer, i en periode hvor avkastningen ellers ville vært dårlig (for eksempel lavere enn garantert avkastning).
- Risikoutjevningfond: Fondet er helt tilsvarende tilleggsavsetning, for så vidt gjelder anvendelse av risikoresultat.

Felles for disse avsetningene er at de gir pensjonskassene en viss mulighet for at årlige variasjoner i underliggende driftsresultat kan utjevnes i det rapporterte regnskapsresultatet. Godt driftsresultat i en periode kan holdes tilbake (i regnskapsmessig forstand) og hentes fram (i regnskapsmessig forstand) i en senere periode med dårlig driftsresultat.

2.4 Sponsorens forpliktelser

Foretaket som opprettet og benytter pensjonskassene kalles som nevnt pensjonskassens sponsor. Sponsor har særlig to forpliktelser:

- Sponsor må betale inn premie for pensjonskassens medlemmer som har et arbeidsforhold hos sponsor.
- Sponsor har et ansvar for følge opp solvens- og kapitalkrav fra myndigheten. Dette gjøres dels ved å følge med på akkumuleringen av opptjent egenkapital og dels ved sørge for nødvendig tilskudd av egenkapital.

2.5 Hva skiller en pensjonskasse fra et livselskap?

2.5.1 Løpende drift

Prinsipielt kan pensjonskasser skilles fra livselskap ved at pensjonskasser kan sees på som en egenprodusert støttefunksjon til et foretaks virksomhet. Pensjonskassen er opprettet av og eksklusivt for det enkelte foretak (eventuelt et konsern eller lignende gruppering av foretak). Pensjonskassens økonomiske aktivitet er spesialisert, med betjening av sponsors pensjonsforpliktelse som sitt eneste virksomhetsområde.

En pensjonskasse og en sponsor kan dermed i realiteten sees på som koblede aktører med samme økonomiske interesse. Sammenkoblingen av pensjonskassenes og sponsors interesser muliggjør utforming av risikostyringsstrategier (kapitalisering, aktivaallokering, og annet) ut fra sponsors og pensjonskassens egne preferanser og tilgjengelig kapital. Det økonomiske fellesskapet mellom sponsor og pensjonskassene får den konsekvens at man i pensjonskassenes bedriftsøkonomiske tilpasning kan se på betjening av egenkapital og betjening av pensjonsforpliktelsen som to sider av samme sak.

Et livselskap, på den annen side, driver næringsvirksomhet og har en forretningsmessig aktivitet rettet inn mot allmenheten. Kollektiv pensjonsforsikring er bare ett av flere virksomhetsområder,

og innenfor kollektiv pensjonsforsikring er livselskapet leverandør overfor en uensartet gruppe av en lang rekke foretak.

Når pensjonsforpliktelsene ivaretas av et livselskap gjennom avtale om kollektiv pensjonsforsikring, vil betjeningen av pensjonsforpliktelsen være avledet av den strategien som livselskapet fastsetter, gitt deres bedriftsøkonomiske tilpasning. Livselskapene vil tilpasse seg slik at eieres verdier i form av innskutt egenkapital maksimeres, gitt de forpliktelsene de har tatt på seg.

Forskjellig bedriftsøkonomisk tilpasning for livsforsikring og pensjonskasser har betydning for deres konkrete tilpasning til gitte virksomhetsbetingelser. Her er vi kjernen av hvordan de økonomiske interessentskapene er og virker forskjellig for pensjonskasser på den ene side og livsforsikringsselskaper på den annen side.

Som næringsdrivende vil som nevnt et livsforsikringsselskap ha betjening av egenkapital som sitt primære (og i praksis nærmest eneste) beslutningskriterium. Livselskapets virkemidler er aktivallokering og marginer i kundenes premie. Virkningen på framtidig premiebetaling og på regulering av pensjoner er konsekvenser av valgt tilpasning. Disse konsekvensene antas ikke å tillegges vesentlig vekt når livsforsikringsselskapet skal gjøre sin tilpasning.

Pensjonskassene og deres sponsorer, på den annen side, vil foreta en samlet vurdering og avveining av den økonomiske fordel (for sponsor) ved lav tilførsel av egenkapital og premie på den ene side og den økonomiske fordel (for medlemmene) av god regulering av pensjon på den ene side. Også forventet framtidig regulering av pensjon antas å inngå ved vurderingen, fordi det er tale om egne pensjonister og (i tilfelle fripoliser) tidligere ansatte i eget foretak⁸. Pensjonskassens virkemidler i tilpasningen er økt egenkapital og reallokering fra aksjer til obligasjoner.

I motsetning til i de private pensjonskassene har de offentlige pensjonskassene bestemmelser om forutbestemt regulering av løpende og framtidige pensjoner knyttet til utviklingen i folketrygdens grunnbeløp (G). Med dette blir medlemmenes økonomiske fordel av pensjonsreguleringen ikke med som beslutningskriterium når de offentlige pensjonskassene skal gjøre sin bedriftsøkonomiske tilpasning.

Forskjell i bedriftsøkonomisk tilpasning for livselskaper på den ene side og pensjonskasser på den annen side er kommet til uttrykk i deres kapitalforvaltningsstrategi. Virksomhetsbetingelser som regulerer og påvirker dette området er (for alle praktiske formål) de samme for livselskaper som de er for pensjonskasser. Her er det klar empiri på at pensjonskassene har hatt og fortsatt har høyere aksjeandeler enn livsforsikringsselskaper. Dette har vært muliggjort gjennom større risikobærende evne i pensjonskassene enn i livselskapene. I sin tilpasning vil pensjonskassene her vurdere den økonomiske ulempen for sponsor ved å binde kapital i pensjonskassen mot den økono-

⁸ Sponsors grad av paternalistisk holdning overfor pensjonister og tidligere ansatte vil avgjøre hvor stor vekt som tillegges dette siste kriteriet

miske fordelene for sponsor ved å oppnå høyere forventet avkastning ved forvaltning av pensjonskassens midler. Livselskapene vil på den annen side legge ensidig – eller i det minste dominerende – vekt på egenkapitalinteressen. Ut fra dette kommer livselskapene fram til at det for dem er rasjonelt med en tynnere kapitalisering og lavere risikobærende evne enn slik pensjonskassene vurderer det.

Dette eksempelet på ulik tilpasning illustrerer en viktig nyanse som grunnlag for reguleringen: Virksomhetsbetingelser som stilles overfor likeartede/tilgrensende sektorer og virksomheter kan enten *være like* eller de kan *virke likt*. Selv om forskjellen mellom de to ikke er stor rent språklig, kan det være stor forskjell mellom deres betydning i praksis. I den grad «nøytrale virksomhetsbetingelser» sammenlignet med livsforsikring skal være et selvstendig kriterium ved utforming av pensjonskassenes rammebetingelser i sin alminnelighet og kapitalkrav i særdeleshet, bør hensynet til de endelige økonomiske interessenter – dvs. medlemsforetak og medlemmer – være det primære. Økonomisk rasjonalitet tilsier da at *likt virkende* bør være presiseringen av «nøytrale virksomhetsbetingelser»-doktrinen.

2.5.2 Hva hvis «alt går veldig galt samtidig»?

Det å stille kapitalkrav overfor livsforsikringsselskaper og pensjonskasser har ett og samme formål, nemlig å gi størst mulig sikkerhet for innfrielse av opparbeidede forpliktelser også i en situasjon hvor «alt går veldig galt samtidig».

Konsekvensene av at «alt (av ytre omstendigheter) går galt samtidig» er imidlertid ikke nødvendigvis de samme for pensjonskasser som de er for livsforsikring. Med terminologien i foregående punkt kan dette formuleres slik at et «alt (av ytre omstendigheter) går galt samtidig»-scenario *ikke er likt virkende* for livsforsikring som for pensjonskasser. Det er rimelig å forvente at denne forskjellen gjenspeiles i den konkrete utformingen av kapitalkravet.

I Tabell 2-1 har vi stilt opp noen stikkord for å illustrere hva det er som kan forårsake at konsekvensene blir forskjellige ved et «alt går galt samtidig»-scenario.

Tabell 2-1 Konsekvenser ved negative markedsutsikter – pensjonskasser vs. livsforsikringsselskaper

Moment	Pensjonskasse	Livsforsikringsselskap
Kapitaleier(e) med redningsaksjon	Ikke usannsynlig	Svært usannsynlig
Run	Ikke tema	Tema
Rekkevidde ved sammenbrudd	Avgrenset	Vidtrekkende
Indre motsetninger ved fellesskap i oppløsning	Ikke tema	Tema. Ikke begrenset til innad i kollektiv pensjonsforsikring, men også i forhold til andre virksomhetsområder og kundegrupper
«Ri stormen av» som løsning	Kan ikke utelukkes a priori. Veies mot enhver annen løsning i medlemmenes interesse	Kan vanskelig tenkes

Basert på det ovenstående framstår virkningen av et «alt går galt samtidig»-scenario som mindre kriseartet for pensjonskasser enn for livsforsikring. Videre bør det tas i betraktning at den ytterligere sikringen som ligger i sponsors mulighet for å gjennomføre en redningsaksjon for en pensjonskasse – selv om dette ikke er sikkert – også har en økonomisk verdi. Disse forholdene må kunne hevdes å være saklige begrunnelser for å legge kapitalkravets sikringsnivå noe lavere for pensjonskasser enn for livsforsikring.

3 Regulering av pensjonskasser i Europa og i Norge

Europeisk regulering av livsforsikring har gjennomgått en rekke endringer. Historisk var utgangspunktet minimumsharmonisering og gjensidig anerkjennelse av nasjonale reguleringer og innføring av etableringsfrihet. I 2002 ble de tidligere tre livsforsikringsdirektivene slått sammen til ett konsolidert livsforsikringsdirektiv og i 2009 ble Solvens II-direktivet vedtatt.

I april 2014 ble det vedtatt et nytt Solvens II-regelverk. Vedtaket omhandlet blant annet etableringen av det europeiske felles finanstillynet EIOPA (European Insurance and Occupational Authority). I tillegg inneholdt det en del permanente tiltak og overgangsordninger for livsforsikringselskaper som har gitt langsiktige garantier. Det er dette endringsvedtaket som i de senere årenes debatt omtales som «Solvens II».

Solvensregelverket bygger på tre pilarer, som i Baselregelverket for bankene: i) kvantitative krav til kapital, ii) tilsyn fra myndighetene og krav til selskapenes risikostyring, og iii) offentliggjøring av relevant informasjon.

Innretninger eller selskapsformer som er nært knyttet til arbeidsgiver og som leverer tjenestepensjoner, som pensjonskasser, er ikke omfattet av Solvens II. Disse selskapsformene reguleres av et eget europeisk regelverk omtalt som tjenestepensjonsdirektivet – IORP. IORP-reguleringen setter minstekrav til landenes kapitalkrav til pensjonskassers og pensjonsordninger. IORP gir nasjonalstatene større frihet i sin regulerings- og tilsynspraksis overfor pensjonskasser enn Solvensregelverket.

Et nytt IORP-regelverk, IORP II, blir høyst sannsynlig vedtatt i oktober 2016 og erstatter det tidligere direktivet. Etter anbefaling fra det europeiske finanstillynet, blir kapitalkravene og prinsippene for solvensregulering (som er lagt til grunn for forsikringselskapene) ikke tatt med i det nye IORP II-direktivet.

IORP II introduserer metoder for standardiserte risikovurderinger gjennom bruk av såkalte stress-tester på kassenes forpliktelser og aktiva (balansen). Det legges stor vekt på åpenhet og gjennom-siktighet rundt stresstestene for å skape oppmerksomhet om soliditeten i tjenestepensjonsinnretningene. Et sentralt skille mot Solvens II er dermed at de ulike lands tilsynsmyndigheter kan bruke stresstestene til en skjønsmessig vurdering av kapitalbehov (risikostyring) i sitt tilsyn og at det ikke foreligger nye absolutte kapitalkrav som nasjonalstaten må følge. For Norges vedkommende betyr dermed IORP II at Finanstillynet kan fortsette praksisen med risikobasert tilsyn overfor pensjonskassene.

3.1 Europeisk skille mellom tjenestepensjonsinnretninger og forsikringsselskap

I europeisk reguleringstradisjon går det et skille mellom det man kan kalle tjenestepensjonsinnretninger og forsikringsselskaper. Forsikringsselskap, i denne sammenheng livsforsikringsselskap som leverer tjenestepensjoner som en del av sin virksomhet, er regulert av det såkalte Solvens II-direktivet. Direktivet setter absolutte krav til nasjonalstatenes regulering og tilsyn (med unntaksmuligheter og overgangsregler) og er strengere enn tidligere. Direktivet er som nevnt implementert i norsk rett fra 1.1.2016.

Innretninger eller selskapsformer som er nært knyttet til arbeidsgiver og som leverer tjenestepensjoner, som for eksempel pensjonskasser eller egne pensjonsfond, er ikke omfattet av Solvens II. Disse selskapsformene reguleres av et eget europeisk regelverk omtalt som tjenestepensjonsdirektivet – IORP. IORP står for «Institutions for Occupational Retirement Provision». Pensjonsfond og pensjonskasser omtales derfor ofte i europeisk sammenheng rett og slett som «IORP's». IORP-reguleringen setter minstekrav og har et smalere virkeområde, blant annet når det gjelder kapitalkrav, noe som gir nasjonalstatene større frihet i sin regulerings- og tilsynspraksis.

Denne litt særegne situasjonen, dvs. at forsikringsprodukter med garantier reguleres ulikt avhengig av selskapsform, kan ha sammenheng med at en kontinental europeisk tradisjon for å ha organisering og drift av tjenestepensjoner i egne selskaper eller innretninger, typisk ikke kommer sielle kasser uten utbyttemuligheter for sponsor. Mer substansielt kan det også henge sammen med et underliggende synspunkt om at lange (pensjons-) forpliktelser bør reguleres ulikt fra for eksempel årlige forsikringsprodukter og tilhørende risiko.

Uansett begrunnelse for forskjellen mellom forsikringsselskaper og tjenestepensjonsinnretninger er det snakk om lange nasjonale tradisjoner og sterke interessegrupper på arbeidsgiver og arbeidstakersiden. Partenes interesser er dermed ofte ikke bare koblet til selve tjenestepensjonsordningen, men også til den institusjon som står ansvarlig for å levere tjenestepensjonene og forvalte pensjonskapitalen. Partene i arbeidslivet er i flere tilfeller rett og slett stiftere, eiere eller direkte involvert via tariffavtaler. En illustrasjon av dette skillet betydning kan være det faktum at Solvens-regelverket åpner for at livsforsikringsselskaper som levere tjenestepensjoner, gjennom en unntaksbestemmelse, kan gis anledning til å ha andre kapitalreguleringer enn resten av virksomheten (Solvens I-krav).⁹ Nasjonalstaten har også anledning til å definere selv egne selskapsformer utenfor både Solvens- og IORP-regelverket og underlegge disse nasjonal regulering. På mange måter kan man si at reguleringen av tjenestepensjonsordninger i Europa er et innblikk i de spenninger

⁹Denne unntaksadgangen er ikke implementert i Norge. Formelt ligger unntaksbestemmelsen i tjenestepensjonsdirektivets article 4. Der vises det til livdirektiv 2002/83/EC. Så strengt tatt, og med litt flisespikkeri, kan man si at det er IORP – regelverket (altså tjenestepensjonsdirektivet) som åpner for at livsforsikringsselskaper kan levere tjenestepensjon gjennom en unntaksbestemmelse. I SII – direktivets article 310 står det videre at henvisninger til opphevede direktiver – herunder 2002/83/EC – skal forstås som henvisning til SII – direktivet. Det fremkommer også indirekte av SII – direktivets article 304 1a) at det er article 4 i tjenestepensjonsdirektivet som regulerer dette

som er mellom en ambisjon om en standardisert felles europeisk regulering og nasjonale tradisjoner og ønsker om tilhørende nasjonalstatlig reguleringsfrihet.

IORP II blir høyst sannsynlig vedtatt i oktober (2016) og vil erstatte det tidligere IORP-regelverket. Etter en langvarig debatt valgte EU-kommisjonen ikke å bygge inn tilsvarende kapitalkrav i det nye direktivet som i Solvens II. Dermed åpner den nye, eller reviderte, europeisk reguleringen opp for ulik behandling av solvensregulering av tjenestepensjoner i pensjonskasser og livsforsikring.

IORP II er imidlertid ikke til hinder for at nasjonale myndigheter likevel styrker regulering av solvenskapital i pensjonskasser i lys av blant annet en langsiktig laverentesituasjon. Dette skjer også i stor grad, typisk i Sverige som benytter et såkalt trafikklyssystem som kan ligne på den nåværende praksisen i Norge med bruk av stresstest I (og II) i tilsynet av pensjonskassene.

I Norsk sammenheng betyr det likevel at pensjonskasser er underlagt et annet europeisk regelverk enn livselskapene og at det er en nasjonal handlefrihet når det gjelder den fremtidige reguleringen av pensjonskassene.

3.2 Nasjonalt handlingsrom – norsk skillevei

Under IORP har nasjonalstaten stor frihet til selv å definere blant annet kapitalkrav og tilsynspraksis. Den enkelte nasjonalstat har også, som påpekt, anledning til å åpne for andre selskapsformer som reguleres uavhengig av både Solvens og IORP. Dette er ikke benyttet i Norge, men spørsmålet har vært diskutert blant annet av Banklovkommisjonen når det gjelder opprettelsen av eventuelle egne fripoliseselskap (se NOU 2013:3 for en diskusjon). Det er også en diskusjon om hva som er nedslagsfeltet for Solvens II og IORP I (se SOU 2015:57 og NOU 2013:3). For diskusjonen i dette kapitlet om den konkrete reguleringen av norske pensjonskasser er disse spørsmålene ikke relevante, men de illustrerer det betydelige nasjonale politiske handlingsrommet som eksisterer og som følger av de store variasjoner som er når det gjelder tjenestepensjoner og tjenestepensjonsinnretninger i Europa.

Norske pensjonskasse omfattes ikke av Solvens II, men av den europeiske tjenestepensjonsreguleringen i IORP-direktivet. Det er en konsekvens av at de er selveiende institusjoner som utelukkende driver med tjenestepensjoner. De påtar seg forsikringsrisiko og er nært knyttet til arbeidsgiver.

Så lenge forsikringsselskaper var underlagt de tidligere Solvens I-kravene for solvenskapital medførte likevel ikke forskjellen i formelt reguleringsgrunnlag mellom kasser og forsikringsselskap store faktisk ulikheter i kapitalkrav, om noen i det hele tatt. Årsaken var rett og slett at gjeldende IORP-regulering baserte seg på Solvens I prinsippene på dette området i Norge.

Med implementeringen av Solvens II gjennom finansforetaksloven ble imidlertid kapitaldekningskravene etter forsikringsvirksomhetsloven opphevet både for forsikringsforetak og pensjonskasser fra 1. januar 2016. Og, etter finansforetaksloven §14-16 første ledd videreføres solvensmarginikapitalkrav (Solvens I) for pensjonskasser som driver livsforsikringsvirksomhet. Dermed fikk

kassene lavere minste kapitaldekningskrav (i den grad kapitaldekningskravet hittil har utgjort det strengeste kravet for en pensjonskasse), uten at det har hatt en praktisk betydning foreløpig. Og viktigere, livsforsikringsforetakene og pensjonskassene sto dermed overfor en mulig ulik regulering. Det er åpenbart slik at det er åpning innenfor den europeiske reguleringen for en slik praksis i Norge. Uansett, et nytt reguleringsregime må etableres for pensjonskassene.

Denne situasjonen representerer en mulig skillevei for utforming av regulering og tilsyn med pensjonskasser i Norge. Valg av videre vei avhenger både av faglige vurderinger av hva som er en hensiktsmessig regulering i balansen mellom risiko og avkastning på pensjonsmidlene og synet på hva som er en riktig reguleringspraksis for livsforsikringselskaper versus pensjonskasser. Spørsmålet om symmetri i reguleringen og konkurransemessige forhold vil være sentralt i denne vurderingen og har spilt stor rolle i norsk sammenheng blant annet for å underbygge konkurranse og flyttemuligheter i tjenestepensjonsmarkedet.

I Norge er det imidlertid tatt initiativ fra Finansdepartementet til å vurdere om det bør innføres nye solvenskrav også for pensjonskasser. Siden det ikke blir nye bindende EU-regler på dette området for pensjonskassene vurderer Finanstilsynet at det er behov for nye permanente solvenskrav for kassene for å gi pensjonsforpliktelsene samme soliditetskrav som i livsforsikringsforetakene. Fordi Solvens II er et omfattende og komplekst regelverk foreslår Finanstilsynet at en forenklet versjon av Solvens II innføres som et bindende kapitalkrav for pensjonskassene, og at kravene utformes med utgangspunkt i Finanstilsynets etablerte stresstest basert på markedsverdier (stress-test I). Denne stresstesten er allerede benyttet av pensjonskassene, og alle pensjonskassene har siden 2012 gjennomført slik testing. Det foreslås ut fra dette at et forenklet Solvens II-krav innføres fra 1. januar 2018 (Finanstilsynet 27 januar 2016 og 15. september 2016).

Det er dette forslaget som er utgangspunktet for analysene i denne rapporten. Forslaget endrer grunnleggende reguleringen av pensjonskassene når det gjelder kapitalkrav og styring av risiko. Og, denne praksisen vil også medføre en annen regulering av kassene i Norge enn i de store europeiske pensjonskasselandene som Tyskland, Nederland, England, Irland m.fl.

I europeisk sammenheng ville en ulik regulering i stor grad være hovedregelen, nemlig at ulike institusjoner eller selskapsformer reguleres forskjellig. Det er for eksempel kjernen i de svenske tilpasningene som er gjort hvor tjenestepensjonsvirksomhet ikke bare i kasser, men også ved adgang til selvstendige foretak innen livsforsikring som er underlagt IORP og ikke Solvens II.

I Norge viste myndighetene derimot til at det på sikt bør innføres bindende kapitalkrav for pensjonskassene som sikrer mest mulig like rammebetingelser mellom forsikring og kasser (Prop. 125 L (2013-2014)). Det konkrete virkemiddelet som ble foreslått for å oppnå dette var nettopp å innføre stresstest I som et bindende kapitalkrav for pensjonskassene.

For å forstå den faktiske regulering som pensjonskassene dermed vil kunne stå overfor, og den underliggende begrunnelsen for de regulatoriske tiltakene er det nyttig å ta utgangspunkt i Solvens II. Videre i dette kapitlet vil vi kort diskutere hovedprinsippene i Solvens II reguleringen for

deretter å se denne opp mot IORP og debatten rundt en ny tjenstepensjonsregulering. Avslutningsvis drøftes kort noen sentrale faglige problemstillinger som ligger under den europeiske debatten om IORP II skulle ta opp i seg kapitalkravene fra Solvens II eller ikke fordi disse debattene direkte berører de analysene som utføres videre i denne rapporten.

3.3 Nytt europeisk solvensregelverk – Solvens II

Europeisk regulering av livsforsikring har gjennomgått en rekke endringer. Historisk var utgangspunktet minimumsharmonisering og gjensidig anerkjennelse av nasjonale reguleringer og innføring av etableringsfrihet (SOU 2013:579). I 2002 ble de tidligere tre livsforsikringsdirektivene slått sammen til ett konsolidert livsforsikringsdirektiv og i 2009 ble Solvens II-direktivet vedtatt (2009/138/EF).

Gjennom Omnibus II-direktivet, som i hovedsak er et endringsdirektiv til Solvens II-direktivet, ble det i november 2013 oppnådd enighet om et nytt Solvens II-regelverk. Direktivet ble formelt vedtatt i april 2014. Vedtaket omhandlet blant annet etableringen av det europeiske felles finanstilsynet EIOPA (European Insurance and Occupational Authority). I tillegg inneholdt det en del permanente tiltak og overgangsordninger for livsforsikringsselskaper som har gitt langsiktige garantier. Det er dette endringsvedtaket som i de senere årenes debatt omtales som «Solvens II».

Solvensregelverket bygger på tre pilarer, som i Baselregelverket for bankene: i) kvantitative krav til kapital, ii) tilsyn fra myndighetene og krav til selskapenes risikostyring, og iii) offentliggjøring av relevant informasjon. Det er de kvantitative kravene til kapital som har skapt mest debatt, særlig opp mot en eventuell innføring også i IORP-sammenheng, dvs. i tjenstepensjonssammenheng.

Det nye regelverket endrer grunnleggende metode for og regulering av forsikrings- og markedsrisiko og dermed for fastsettelsen av kapitalkrav. Regelverket har ført til endringer i livselskapenes investeringsadferd blant annet til økt etterspørsel etter obligasjoner med lang durasjon og lav kredittrisiko.¹⁰ Ambisjonen med regelverket er i større grad enn tidligere at regulering skal reflektere reell eller faktisk risiko som livsforsikringsselskaper har påtatt seg.

For å få en mer prinsipiell drøfting av hva som ligger i det nye regelverket kan man ta utgangspunkt i en enkel betraktning i hva som skal til for å oppfylle de framtidige pensjonsforpliktelser for et livsforsikringsselskap. Nordal (2012) gjør et forsøk på å presentere dette enkelt og grunnleggende. Han legger vekt på at det kort fortalt vil være bestemt av avkastningen på oppsparte midler og av endringer i pensjonsforpliktelsene. Økt forventet levetid for forsikringstakerne er et eksempel på hva som kan øke pensjonsforpliktelsene. Risikoen for at forpliktelsene ikke blir oppfylt, kan dermed knyttes til utviklingen i aktiva- og passivasiden i pensjonsinnretningenes balanse. Det vil si, i et kanskje enklere språk, at det er risiko for at den rentegarantien som er bygget inn i pensjonsløftet (forpliktelsene eller passivasiden i balansen) ikke kan oppnås og at det er risiko knyttet til avkastningen på de eiendeler som finnes for å innfri løftene (aksjer, eiendom, statsobligasjoner

¹⁰ For en prinsipiell diskusjon se bla. Nordal (2012) i Penger og kreditt.

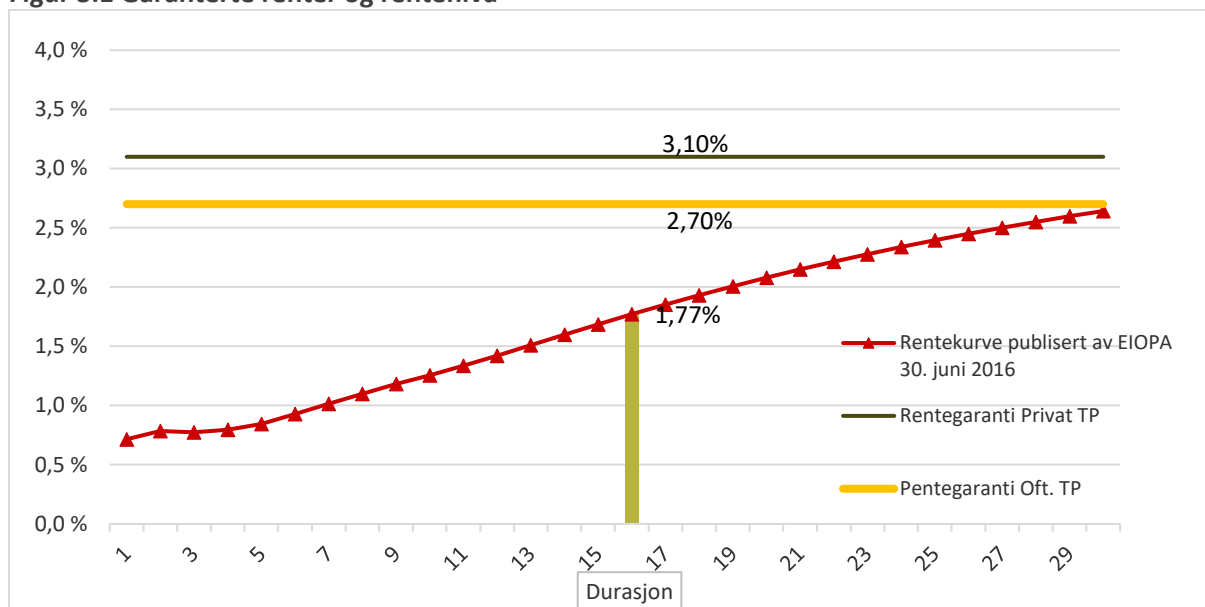
m.m. - aktivasiden i balansen). I praksis er dette selvsagt to sider av samme sak, nemlig risiko knyttet til avkastningen på eiendelene: Vil disse eiendelene gi en langsiktig avkastning som står i forhold til løftene som trer inn når pensjonene faktisk skal utbetales?

Spørsmålet er dermed ikke om fremtiden inneholder risiko for institusjonen som står ansvarlig for pensjonsløftene, men hvordan denne først skal analyseres og bergenes og, deretter, hvilke krav man skal ha til å ha kapital i dag som sikkerhet mot framtidig usikkerhet. Enkelt sagt kunne man ha svært mye kapital nå og ta høy risiko i kapitalforvaltning for dermed forhåpentligvis å få god avkastning som gir bedre regulering av pensjonsytelsene og lavere kostnader for arbeidsgiver. Problemet med en slik tilpasning er at institusjonen overkapitaliseres og, mer praktisk, at ingen eiere eller sponsorer vil ønske å avstå så mye kapital. Kapital har en alternativanvendelse som vil bli vurdert. Som et annet ytterpunkt kan man ha liten kapital i dag for å møte risiko og dermed bør man ta svært lite markedsrisiko i sine investeringer som igjen gir liten forventet avkastning. Da blir pensjonene lavere og/eller dyrere enn de ellers vill vært for arbeidsgiver eller sponsor for en kasse. Problemstillingen som ligger under enhver regulering på solvens og kapitalområdet er dermed hvor balansen går mellom sikkerhet og framtidig avkastning.

Det tidligere regelverket (BIS og Solvens I) i Norge hadde krav om at pensjonsinnretningene skulle ha tilstrekkelig kapital i forhold til kvaliteten på aktiva gjennom et minstekrav til kapitaldekning og et krav om tilstrekkelig kapital knyttet til risikoen i forsikringsforpliktelsene. Dette siste kravet omtales som et krav til solvenskapital. Disse reglene omtales som Solvens I.

Solvens II innfører nye prinsipper og beregningsmetodikk. Det nye regelverket tar hensyn til risiko både på aktiva- og passivasiden av balansen. Ved innføringen av Solvens II vil dermed kravet om minste kapitaldekning falle bort. Verdien av både eiendeler og forpliktelser skal i det nye regelverket beregnes til markedsverdi. Markedsverdien av forsikringsforpliktelsene beregnes ved å diskontere framtidige (sannsynlighetsvektede (eller forventede)) utbetalinger med en rente som er bestemt i det som kalles den gjeldende rentekurven. Denne såkalte risikofrie rentekurven skal være et uttrykk for hvor lang tid det vil ta å nå opp til det som antas å være en langsiktig likevektsrente (den såkalte ultimate forward rate (UFR) som i solvenssammenheng er satt til 4,2 prosent), eller det man kan kalle et normalt rentenivå (hvis det finnes!). Dette kan illustreres på følgende måte: Med en framtidig garantert rente på 2,7 prosent for offentlige pensjonskasser og på 3,1 prosent i gjennomsnitt for private pensjonskasser og en durasjon på 16 år vil forventninger om et lavere rentenivå på for eksempel 1,77 prosent medføre en estimert økning i forsikringsforpliktelsene på 15 prosent i offentlige kasser og på 21 prosent i private kasser (se figur 3.1 under).

Figur 3.1 Garanterte renter og rentenivå



I praksis er selve beregningen langt mer komplisert med for eksempel ulike rentebaner for ulike aktivklasser.¹¹ Nasjonalstatens har også anledning til å bruke ulike krav til for eksempel hvor lang tid det skal ta før likevektsnivået oppnås. I Norge er det for eksempel konvergens mot UFR (4,2 prosent) etter 50 år, i Sverige etter 20 år. Dette vil ha stor betydning for beregningen av selve kapitalkravet. For å sette dette i perspektiv kan det nevnes at USA ikke følger dette systemet, men har «fixed interest rates» på for tiden 4-4,5 prosent (Citi 2015).

På mange måter viser akkurat denne detaljen i regelverket et viktig poeng: Solvens II endrer ikke bare selve prinsippene for beregning, men også selve metoden og kravene til beregningen er i seg selv helt avgjørende for de krav til kapital som følger av beregningene. Det krever svært detaljert innsikt for å forstå hvordan regelverket fungerer og virkningene av det. Dette medfører også at regelverket er svært forutsetningsstyrt. Endringer i forutsetninger vil ha stor innflytelse og kravene vil kunne svinge mye over tid. Under Solvens I-regelverket benyttet man i Norge en fast beregningsrente for å beregne verdien av forsikringsforpliktelsene. I en del andre europeiske land benyttete man en eller annen form for markedsbasert rente – gjerne i form av en rentekurve. Norge har således hatt et av de svakeste (laveste), om ikke det svakeste, Solvens I-kravene i Europa. På sett og vis er dermed norske reguleringsmyndigheter i ferd med å gå fra den «dårligste» i klassen til å bli den «beste».

Videre skal kapitalbehov beregnes ut fra et sett av bestemte negative endringer i risikofaktorer som selskapet står overfor. Disse negative endringene kan betraktes som en (stress)test som viser kapitalbehovet i selskapet. Disse risikofaktorene er gruppert i seks hovedkategorier hvorav fire er

¹¹ Rentebanene for de ulike aktivklassene blir ulike, men forventet rentebane er lik - nemlig lik den risikofrie rentekurven. I modelleringen er det standardavviket for den enkelte aktivklasse som varierer. Dermed vil den enkelte rentebane variere omkring sin forventning ulikt for forskjellige aktivklasser.

relevante for tjenestepensjonene; markedsrisiko, livsforsikring, motpartsrisiko og risiko knyttet til immaterielle eiendeler. I tillegg kommer et kapitalkrav for operasjonell risiko.

Det totale kapitalkravet framkommer ved å beregne en vektet sum av kapitalkravene for enkeltrisikoen. Vektene (korrelasjonsmatriser) som benyttes for å aggregere kapitalkravene for enkeltrisikoen til et totalt kapitalkrav, er spesifisert i regelverket. Livselskapene kan benytte et sett av standardformler, eller de kan velge å benytte interne modeller for å beregne kapitalkravet, forutsatt at disse modellene er godkjent av tilsynsmyndighetene. Så langt vi kjenner til benytter ingen selskaper interne modeller for beregning av selve solvenskravet, dvs. alle benytter standardformelen. Når det gjelder beste estimat beregninger så varierer imidlertid metodene fra selskap til selskap. Disse modellene er svært kompliserte og bygger på modellering av en rekke framtidige mulige hendelser. Det er lagt opp til at endringene i risikofaktorene skal være store. (Solvenskravet blir da tilsvarende stort, og skal forutsetningsvis være tilstrekkelig i 199 av 200 år). Sannsynligheten for at endringen skal skje over en tidshorisont på 1 år, er 0,5 prosent.

Solvenskapitalkravet beregnes ut fra dette med utgangspunkt i netto aktivaverdi (NAV – Net Asset Value). Denne beregningsmåten tar hensyn også til muligheten for framtidige inntekter. Et livselskap som har en aktiv bestand av ytelsespensjoner vil dermed ha inntekter fra denne som bidrar til å redusere kapitalkravet. En kommunal pensjonskasse som har en aktiv tjenestepensjonsordning ville for eksempel kunne ta hensyn til framtidige inntektsstrømmer fra kommunen. En pensjonskasse som ikke lenger har aktive medlemmer (bare fripoliskapital) vil derimot ikke kunne legge inn slike inntektsstrømmer fordi det ikke lenger skal innbetales premie for nye rettigheter.

For andre forsikringsprodukter enn tjenestepensjoner (med garanti) (typisk årlige deknninger eller deknninger med investeringsvalg) vil kapitalbehovet slik det beregnes i det nye regelverket faktisk kunne lettes. Dette gjør at selskaper med en sammensatt portefølje vil få et annet krav enn et selskap som bare har garanterte ytelsesprodukter eller, enda mer problematisk, utelukkende har for eksempel fripoliser der det ikke er noen framtidig innbetaling.

Overgangen til et nytt regelverk lettes noe av en foreslått overgangsordning som innebærer at økningen i verdien av forpliktelsene kan fases gradvis inn over 16 år.¹²

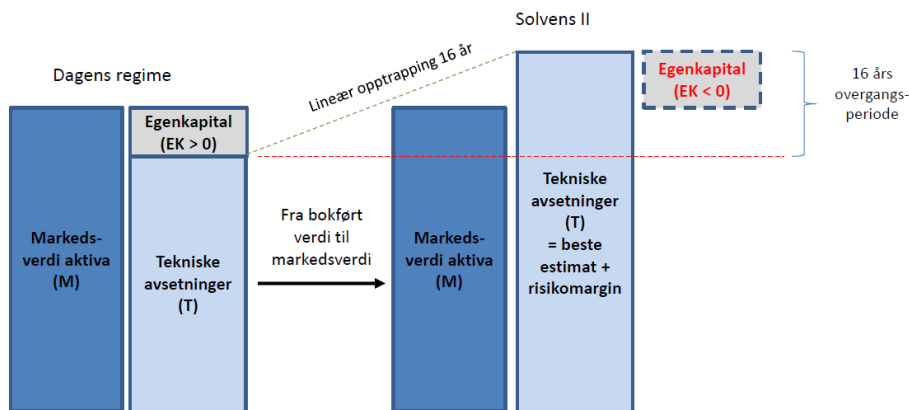
To figurer kan illustrere hovedprinsippene i regelverket. Den første figuren illustrerer et tilfelle hvor krav til markedsbaserte forpliktelser utradrer hele egenkapitalen, slik at denne blir negativ før selve SCR – kapitalkravet er beregnet. Men overgangsregelen gjør at egenkapitalen vil være mer eller mindre intakt de første årene for deretter å bli negativ.

Den andre figuren illustrerer et tilfelle hvor de tekniske avsetningene (beste estimat + risikomargin) ikke utradrer egenkapitalen. Stressene viser derimot at egenkapitalen ikke er tilstrekkelig da SCR – kravet er større enn selskapets «frie kapital».

¹² Man kan også benytte en volatilitetsjustert rentekurve – som publiseres av EIOPA på månedlig basis.

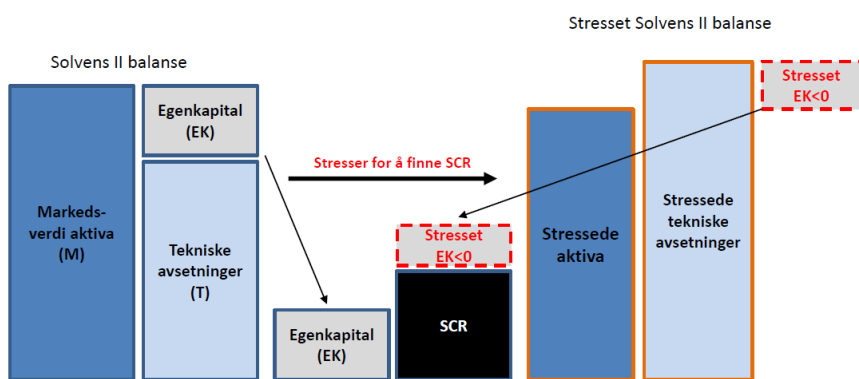
Figur 3.2 Tekniske avsetninger og egenkapital – fra dagens regime til Solvens II

Tekniske avsetninger og egenkapital – fra dagens regime til Solvens II



Figur 3.3 Tekniske avsetninger, egenkapital og SCR (tapspotensiale)

Tekniske avsetninger, egenkapital og SCR (tapspotensiale)



Her er EK ikke tilstrekkelig til å oppfylle SCR. Selskapet trenger ny kapital og / eller gjennomføre risikoreducerende tiltak.

3.4 IORP II og debatten om regulering av pensjonskasser

Parallelt med arbeidet rundt Solvens II-reglene har det pågått et tilsvarende arbeid og en tilhørende debatt om et nytt IORP-regelverk. IORP II blir høyst sannsynlig vedtatt i oktober 2016 og erstatter det tidligere direktivet. IORP II legger grunnlaget for regulering av pensjonskasser og andre tjenestepensjonsinnretninger definert i direktivet. Det sentrale for vår diskusjon her er at kapitalkravene og prinsippene for solvensregulering (som er lagt til grunn for forsikringselskapene) ikke er tatt med i det nye IORP II-direktivet. EU-kommisjonen skriver på sin hjemmeside:

«This proposal does not contain a review of the existing quantitative solvency rules for occupational pension funds. The European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) is carrying out detailed technical work on this. A Quantitative Impact Study of occupational pensions was completed in February 2014. However, based on the results of this work, the Commission did

not consider it appropriate to introduce new quantitative solvency rules with this proposal.” (referanse/link)

I praksis betyr det at EU likevel ikke gjør de nye solvenskravene for forsikringsseksaper gjeldende for tjenestepensjonsordninger i pensjonskasser. Dermed videreføres ulik regulering av livsforsikring og pensjonskasser. Det europeiske finanstilsynet var tydelige på at de på dette tidspunktet ikke anbefaler å harmonisere kapitalkrav slik som i Solvens II: «EIOPA does not advise on harmonising capital funding requirements» (EIOPA 14. april 2016, pressemelding).

IORP II medfører likevel endringer fra det tidligere regelverket, fordi det introduserer metoder for standardiserte risikovurderinger gjennom bruk av såkalte stresstester på kassenes forpliktelser og aktiva (balansen). Denne vurderingen er basert på bruk av markedsverdidetruktninger både for aktiva og passiva og følger dermed de grunnleggende prinsippene som ligger i Solvens II. IORP åpner imidlertid for mindre komplekse tester og analyser enn Solvens II, fordi mange av kassene i Europa er små og har begrensede ressurser. Det vil også være mulig å gjøre slike analyser hvert tredje år snarere enn hvert år. Det legges stor vekt på åpenhet og gjennomsiktighet rundt stress-testene for å skape oppmerksomhet om soliditeten i tjenestepensjonsinnretningene. Det sentrale skillet mot Solvens II er dermed først og fremst at de ulike lands tilsynsmyndigheter kan bruke stresstestene til en skjønnsmessig vurdering av kapitalbehov (risikostyring) i sitt tilsyn og at det ikke foreligger nye absolutte kapitalkrav som nasjonalstaten må følge.

IORP II og Solvens II åpner med andre ord opp for ulike nasjonale reguleringsregimer for særskilte tjenestepensjonsinnretninger. I Norge er imidlertid regulering og tilsyn med pensjonskasser over tid endret og modernisert. Reguleringen baserer seg i per dag på det man kaller Risikobasert tilsyn (RBT). I Risikobasert tilsyn er det fra 2012 benyttet såkalte stresstester som i stor grad følger hovedprinsippene om vurdering til markedsverdi som ligger i Solvens II-regelverket. Disse stresstestene er imidlertid ikke grunnlaget for å sette absolutte kapitalkrav, men grunnlag for en skjønnsmessig vurdering og for en tilsynsdialog med pensjonskasser der det er relevant. For Norges vedkommende betyr dermed IORP II at man kan fortsette denne praksisen overfor pensjonskassene, hvis man ønsker det.

Det er rimelig å si at det nye IORP-reguleringen langt på vei samsvarer med en tilsyns- og reguleringspraksis som man har benyttet i Norge de senere årene, med bruk av Risikobasert tilsyn (RBT) ved forenklede stresstester (stresstest I), Solvens I-baserte absolutte kapitalkrav og en skjønnsmessig oppfølging av pensjonskassene rundt nivået på bufferkapitalutnyttelsen (som ikke bør overstige 200 prosent uten særlige tiltak). Pensjonskasser som har over 200 prosent kapitalutnyttelse vil bli fulgt tett opp av Finanstilsynet, og tilsynsmyndighetene har hjemmel til å gripe inn overfor kassen.

For å forstå hvorfor IORP II gikk fra å skulle bli samkjørt med Solvens II, til en utsettelse først til 2018 og så til 2023, for deretter ikke å bli gjennomført må man søke svaret i den betydningen pensjonskasser og lignende utgjør i mange europeiske land. Dette er typisk de store landene når

det gjelder omfanget av DB-forpliktelser og hvor disse forpliktelsene i stor grad befinner seg i kasseliggende innretninger. De typiske representanter er Nederland, Frankrike og Tyskland. Men, ifølge EIOPA er det mer enn 125 000 «IORPs» i Europa. Disse har 75 millioner medlemmer, noe som tilsvarer mer enn 20 prosent av de sysselsatte. Med enorme pensjonsfond, hvor deres investeringer har betydning for nasjonale kapitalmarkeder, er det åpenbart at det er knyttet store interesser til reguleringen av og betingelsene for disse tjenestepensjonsinnretningene.

Debatten om IORP II var knyttet til flere forhold:

Dels ble det tydelig at en rekke land ville kunne unndra seg en eventuell styrket regulering ved å innføre egne foretaksklasser som ville falle utenfor nedslagsfeltet til både Solvens- og IORP-regelverket. Sverige kan sies å ha fulgt en slik strategi, mens for eksempel Frankrike la fram et lovforslag i mars 2016 for å etablere en ny type pensjonsinstitusjon (foretak) med tilhørende regulering som ifølge nettavisa IPE var «designed to relieve the management of retirement assets from investment restriction under Solvency II». Lovforslaget er sett på som et forsøk på å introdusere pensjonsfond «à la française». Dermed ble dette et selvstendig og mer formelt argument for ikke å samkjøre IORP- og Solvens-reglene, men ha en flersporsordning.

Videre ble det rettet mer faglig kritikk mot et reguleringsregime som ble ansett å ha som resultat at pensjonsfondenes investeringsatferd i for stor grad ble begrenset og at det dermed vil være til skade for langsiktig avkastning for pensjonistene. Det må understrekes at interessegrupper og fagpersoner som er kritiske til reguleringsregimet erkjenner at det kan være behov for å styrke kapitalgrunnlaget i tjenestepensjonsinnretningene i lys av mulige fremtidige varige lavrentescenarier. Det er dermed ikke ambisjonen om økte buffere, men nivået på og først og fremst metoden for beregning som har skapt debatt. En god illustrasjon er følgende sitat fra styrelederen i Pensions Europe:

«I have serious doubts about a Holistic Balance Sheet model or other European methodologies used by EIOPA», Jan Willem Bouma Chair of Pension Europe (pressemelding 26. januar 2016).

3.5 Hva er en riktig regulering av lange pensjonsforpliktelser?

Det er selvsagt ikke omtvistet at det er behov for solvens- og kapitalkrav i reguleringen av forsikringsselskaper og pensjonskasser som forvalter lange pensjonsforpliktelser. Debatten rundt Solvens II og IORP II har vist at det derimot er en underliggende faglig debatt om hva som er en riktig eller godt tilpasset regulering av lange pensjonsforpliktelser.

I tillegg til lovregulering og tilsynspraksis er det viktig å understreke at kassenes styre og ledelse har, og tar, et selvstendig ansvar for risikostyring. Dette ansvaret for egen risikostyring er også en viktig del av både IORP- og Solvens-regelverket.

Oppsummert synes de underliggende faglige diskusjonene om reguleringsregimet å være knyttet til spørsmål som:

- Er pensjonskasser grunnleggende forskjellige fra livselskapene? Vil disse forskjellene kunne legitimere ulike reguleringspraksis?
- Er det nødvendig, eller ønskelig, å gå fra mer skjønnsmessige tilsynsvurderinger, som for eksempel ligger i dagens norske RBT-system til mer absolutt kapitalkrav som følger av Solvens-prinsippene?
- Gir selve modellverktøyet som følger Solvens II-prinsippene for beregning av markedsrisiko opphav til svært store svingninger i kapitalkrav? Er disse svingningene for store, eventuelt dårlig tilpasset en langsiktig risikostyring og kapitalforvaltning?
- Legges det i beregningsmetodene for stor vekt på svært langsiktige lave renter (for eksempel rentekurven på 50 år)?
- Er det slik at regelverket gir for stor begrensning på investeringene som pensjonsinnretningene kan gjøre og at de i realiteten bidrar til å etablere en «død pensjonskapital», dvs. for svak avkastning på pensjonskapitalen?
- Er det et rimelig forhold mellom den nytte man har av økte kapitalkrav i form av økt sikkerhet og de kostnadene som bedrifter, enkeltpersoner og samfunnet får?

I tillegg til disse mer allmenne debattene eller poengene er det også det man kan kalle en særnorsk diskusjon knyttet til samspillet mellom produktkrav, virksomhetsregulering og Solvens II i Norge. Dvs. årlig rentegaranti, adgang til buffere og mulighet til nedsettelse av garantier kan skape særskilte utfordringer i Norge.

4 Grunnleggende om avveining mellom avkastning og risiko

I dette kapitlet diskuteres valget mellom avkastning og risiko for en investor som kan kombinere risikable investeringer for eksempel i aksjer og obligasjoner med en risikofri renteplassering. Vi vil være spesielt opptatt av tidshorisontens betydning og hvordan langsiktig sparing kan redusere risikoen i forhold til kortsiktig sparing.

Moderne finansteori og –empiri vektlegger forholdet mellom avkastning og risiko, for eksempel at den høyere risikoen knyttet til aksjer normalt forventes å gi en betydelig større avkastning over tid enn obligasjoner. Samtidig vektlegges betydningen av risikodiversifisering, at en balansert portefølje av aksjer og obligasjoner vil forventes å gi en betydelig avkastningsgevinst i forhold til risikoen fordi avkastningen for aksjer og (høykvalitets-) obligasjoner er tilnærmet nullkorrelert. I kapitlet illustreres denne gevinsten basert på rimelig veletablerte oppfatninger om langsiktig forventede risikopremier og risiko for aksjer og obligasjoner og viser hvordan norske pensjonskasser – men ikke fripolisepor porteføljer i livselskaper - utnytter denne diversifikasjonsgevinsten ved valget av relativt balanserte investeringsporteføljer.

En ytterligere diversifikasjonsgevinst er potensielt viktig for risikoen i langsiktig pensjonssparing med avkastningsgaranti. Suksessive årlige avkastningstall for porteføljen vil være nullkorrelerte, som betyr at risikoen over tid vil normalt øke langt mindre enn forventet avkastning. Langsiktig pensjonsforvaltning vil derfor kunne gi en betydelig risikojustert avkastningsgevinst. Kapitlet viser hvordan et slikt langsiktig perspektiv gir en betydelig reduksjon i risikoen for å tape porteføljens avkastningsgaranti. Dette perspektivet er mulig forutsatt en fortsatt fornuftig regulering av norsk pensjonssparing.

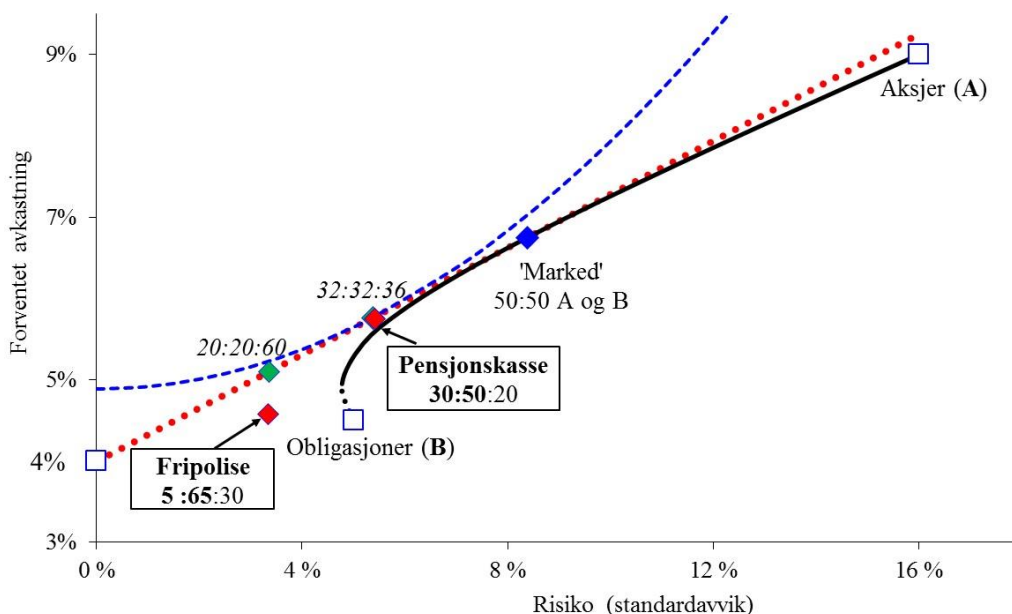
4.1 Risikodiversifisering og klassisk allokering mellom markedet og risikofritt alternativ

Risiko og avkastning er to sider av samme sak ved vurdering av sparing og investering i finansmarkedet. Større avkastning over tid fordrer normalt at man må ta større risiko, og omvendt vil større risiko kunne forventes å gi større avkastning, i hvert fall dersom risikoen er vel-diversifisert. Dette er sentrale egenskaper ved prising og handel i utviklede finansmarkeder og har solid støtte i teori og empiri.

Vi vil diskutere valget mellom avkastning og risiko for en investor som kan kombinere investering i risikable aksjer og obligasjoner og risikofri renteplassering. Vi vil være opptatt av hvordan risiko på den ene side kan diversifiseres ved å kombinere aksjer og obligasjoner og eventuelt ytterligere reduseres ved investering også i risikofri rente. Vi vil videre diskutere tidshorisontens betydning for avkastning og risiko, og spesielt hvordan langsiktig sparing kan redusere risiko i forhold til mer kortsiktig sparing.

Risiko defineres i utgangspunktet som variasjon i avkastningen, målt ved standardavviket i forhold til gjennomsnittlig avkastning. Et relatert og bedre mål ved vurdering av langsiktig risiko, er sannsynligheten for å tape i forhold til et avkastningskrav, for eksempel garantert avkastning i ytelsesbasert pensjon. Vi skal vise hvordan denne tapssannsynligheten reduseres med økende investeringshorisont.

Figur 4.1 Risikodiversifisering og optimal allokering



Figur 4.1 illustrerer valget mellom forventet avkastning og standardavviksrisiko målt langs y- og x-aksen. De to risikable investeringsalternativene obligasjoner og aksjer er plottet inn med forventet avkastning årlig avkastning 4,5 prosent og 9 prosent og med risiko henholdsvis 5 prosent og 16 prosent. Alternativene kan tolkes som henholdsvis norske kvalitetsobligasjoner (stat og kreditt med rating minst BBB) og internasjonale aksjer med avkastning omregnet til kroner. I tillegg har vi plottet inn et antatt (nærmest) risikofritt alternativ med 4 prosent avkastning. Mer om disse alternativene nedenfor.

Den heltrukne kurven gir avkastning og risiko for risikoeffisiente kombinasjoner av aksjer og obligasjoner som gir størst avkastning for alle mulige risikonivåer. Denne effisienskurven har positiv helning, som illustrerer markedsløven om at høyere avkastning fordrer større risiko. Den venstre stiplede delen av kurven har derimot negativ helning. Her finnes risikoineffisiente porteføljer med for stor obligasjonsvektning, slik at økt en andel aksjer vil gi både økt avkastning og redusert risiko. Effisienskurven er positivt krummet (konkav) fordi alternativenes avkastning er mindre enn perfekt korrelert.

Vi vurderer alternativenes meravkastning og risiko i forhold til det risikofrie alternativet. Obligasjonen gir en forventet meravkastning eller risikopremie på 0,5 prosent med risiko 5 prosent.

Dette gir et forholdstall 0,10 for obligasjoner som betaling for å ta risiko, også kalt Sharpe-forholdet. For aksjer er betalingsforholdet hele 0,31, nemlig risikopremie 5 prosent i forhold til 16 prosent risiko. I figuren er betalingsforholdet lik helningen på en rett linje trukket fra risikofritt til risikabelt alternativ; økt forventet avkastning i forhold til økt risiko. En risikoavers investor ønsker en portefølje med størst risikobetaling og den likevektede «markeds-porteføljen» med 50 prosent aksjer og 50 prosent obligasjoner som er avmerket i figuren er en god kandidat gitt våre antakelser om avkastning og risiko og nullkorrelasjon mellom aksje- og obligasjonsavkastning; jfr. tabell 4.1.

Tabell 4.1 Avkastning og risiko

Korrelasjon aksjer og obligasjoner: 0

Plassering	Risiko-		Premie/
	premie	Risiko	Risiko
Obligasjoner	0,50 %	5,00 %	0,10
Aksjer	5,00 %	16,00 %	0,31
Marked	2,75 %	8,38 %	0,33
Pensjonskasse	1,75 %	5,41 %	0,32
Fripolise	0,57 %	3,35 %	0,17

Porteføljen er i tangeringspunktet mellom den prikkede linjen fra risikofritt 4 prosent til effisienskurven. Porteføljen har derfor det beste betalingsforholdet enn alle alternative investeringer i figuren.

Alle risikoaverse investorer som deler våre avkastningsforventninger og uansett grad av risikoaversjon, vil ønske å holde en 50:50 relativ blanding mellom aksjer og obligasjoner som i denne porteføljen, og derfor bruken av betegnelsen «markedsporteføljen».¹³ Forskjeller i risikoaversjon vil derimot bestemme hvordan investorene reduserer (eller øker) risikoen i markedsporteføljen ved å investere (låne) også i det risikofrie alternativet. Investorenes optimale porteføljer ligger derfor langs den prikkede såkalte markedslinjen i figuren. Alle har 50:50 relativ blanding av aksjer og obligasjoner og det samme risikobetalingsforholdet 0,33 beregnet i tabell 4.1 for markedsporteføljen som 2,75 prosent risikopremie i forhold til 8,38 prosent risiko.

Avkastningen og risikopremien for markedsporteføljen i vårt likevektede tilfelle er et enkelt gjennomsnitt av det samme for aksjer og obligasjoner. Markedsporteføljens risiko 8,38 prosent er derimot langt lavere enn gjennomsnittlig risiko 10,5 prosent (16 prosent for aksjer og 5 prosent for obligasjoner). Dette illustrerer effekten av risikodiversifisering, at avkastningsvariasjonen utjevnes som følge av mindre enn perfekt korrelert avkastning for porteføljeinvesteringene. Vi har antatt

Avkastningen og risikopremien for markedsporteføljen i vårt likevektede tilfelle er et enkelt gjennomsnitt av det samme for aksjer og obligasjoner. Markedsporteføljens risiko 8,38 prosent er derimot langt lavere enn gjennomsnittlig risiko 10,5 prosent (16 prosent for aksjer og 5 prosent for obligasjoner). Dette illustrerer effekten av risikodiversifisering, at avkastningsvariasjonen utjevnes som følge av mindre enn perfekt korrelert avkastning for porteføljeinvesteringene. Vi har antatt

¹³ Maksimering av Sharpe-forholdet gir følgende allokeringsforhold mellom aksjer (A) og obligasjoner (B) i markedsporteføljen: $\frac{A}{B} = \frac{SR_A - \text{korr}_{A,B} \cdot SR_B}{SR_B - \text{korr}_{A,B} \cdot SR_A} \cdot \left[\frac{\sigma_A}{\sigma_B} \right]$. Optimal aksjeandel er relativt større dess større er netto

Sharpe-bidrag (korrelasjonsjustert) for aksjer i forhold til obligasjoner, men mindre dess mer risikabel er aksjer i forhold til obligasjoner. Dette blir enkelt i vårt tilfelle med null korrelasjon, nemlig Sharpe-forholdet dividert med risikoforholdet: $A/B = (0,31 / 0,10) / (16 / 5) \approx 1,0$, dvs. likevektning aksjer og obligasjoner.

Optimal investeringsandel i risikabel markedsportefølje: $M = \frac{SR_M}{A \cdot \sigma_M}$,

dvs. mer allokert til markedsporteføljen (mindre til RF) dess større er porteføljens Sharpe-rate, dess mindre er risikoen og dess mindre er investors risikoaversjon. I vårt tilfelle: $M = 0,33 / (6,10 \cdot 8,3\%) = 0,65$, hvor vi har antatt risikoaversjon $A = 6,10$. Viktig å notere at begge allokeringsregler er avhengig av variansrisiko, ikke standardavvikrisiko, for hhv. aksjer, obligasjoner og markedsporteføljen (standardavvik inngår både separat og i nevneren i Sharpe-ratene).

nullkorrelasjon mellom obligasjon- og aksje- avkastning, som er rimelig dekkende for historisk korrelasjon inntil siste 10 – 15 år, jfr. nedenfor.

De optimale porteføljene langs markedslinjen adskiller seg kun med hensyn til andelen plassert i det risikofrie alternative i forhold til i markedsporteføljen. Risikopremier og risiko finnes derfor med enkel skalering med andelen investert i markedsporteføljen. Vi har plottet to slike porteføljer med henholdsvis 64 prosent og 40 prosent av kapitalen plassert i markedsporteføljen, fordelt likt med henholdsvis 32 prosent og 20 prosent i både aksjer og obligasjoner og med henholdsvis 36 prosent og 60 prosent plassert risikofritt. Porteføljen med markedssandel 64 prosent har risikopremie 1,75 prosent ($0,64 \times 2,75$ prosent) og risiko 5,38 prosent ($0,64 \times 8,38$ prosent) mens porteføljen med 40 prosent markedssandel har kun 20 prosent aksjer, 20 prosent obligasjoner og 60 prosent av kapitalen risikofritt, og har en risikopremie på kun 1,10 prosent ($0,4 \times 2,75$ prosent) og risiko 3,35 prosent ($0,4 \times 8,4$ prosent).

Dette er lavrisikoporteføljer sammenlignet med for eksempel amerikanske pensjonsporteføljer som har gjennomgående minst 60 prosent av kapitalen plassert i aksjer eller aksjelignende investeringer. Disse har avkastningsrisiko av størrelsesorden 10 prosent, som den også er for oljefondet. Engelske pensjonsporteføljer med 40 prosent - 50 prosent i aksjer ligner derimot på vår markedsportefølje i figuren med ca. 8,5 prosent risiko.

De to lavrisikoporteføljene kan derimot sammenlignes med representative porteføljer for norsk ytelsesbasert pensjonsforvaltning. I figuren har vi således plottet inn en gjennomsnittlig privat/kommunal 'pensjonskasse-portefølje' med 30 prosent aksjer, 50 prosent obligasjoner og 20 prosent lav eller nullrisikoplasseringer og en 'fripolise-portefølje' i et livselskap med kun 5 prosent aksjer, 65 prosent obligasjoner og hele 30 prosent i lav-/nullrisikoplasseringer (inkludert relativt korte obligasjoner og noe eiendom).

Porteføljen for pensjonskassene har litt mindre av kapitalen plassert i aksjer og mer i obligasjoner enn den teoretiske 60 prosent varianten, men har omtrent samme forventet avkastning 5,75 prosent, risikopremie 1,75 prosent og risiko 5,4 prosent, og plotter derfor svært nær markedslinjen. Risikobetalingsforholdet er ubetydelig lavere enn for markedslinjen (0,324 mot 0,328). Porteføljen for fripoliser plotter derimot langt under markedslinjen med sin ekstremt store obligasjonsandel (i virkeligheten sannsynligvis enda større). Risikopremien er kun 0,58 prosent - marginalt høyere enn for obligasjoner - mens risikoen er 3,3 prosent. Dette gir et betalingsforhold (Sharpe) på kun 0,17, eller nær halvparten av forholdet langs markedslinjen. Dette er en klart ineffisient portefølje gitt våre avkastnings- og risikotall

Figuren illustrerer også hvordan pensjonskassens portefølje kan tenkes å være bestemt fra risikopreferanser angitt ved den stiplede såkalte indifferenskurven. Kurven viser kombinasjoner av avkastning og risiko som har samme risikojusterte avkastningsverdi for investor. Høyere (parallele) kurver representerer større risikojustert avkastning og risikoaversjon innebærer at kurvene er positivt hullet mens den negative krumningen (konveksetet) reflekterer at investorers risikoaversjon

vil normalt akselerere med risikonivået. Kurvene for mer risikoaverse investorer vil være brattere og mer krummet og vil gi lavere optimal markedsandel og porteføljerisiko (optimal portefølje finnes ved tangering med markedslinjen). Innenfor modellen kan derfor pensjonskassenes lave aksjeandel og risikonivå som uttrykk for en relativt sterk risikoaversjon, selv om kassene har en svært lang tidshorison. Mer sannsynlig kan valget forklares ved en høy årlig avkastningsgaranti, snitt ca. 3 prosent for private og offentlige pensjonskasser. Fripolisenes ekstremt lave aksjeandel kan i hvert fall ikke forklares innenfor en modell med rasjonell balansering av forventet avkastning og risiko, men kun ved minimalisering av risikonivået i forhold til avkastningsgarantien, jfr. diskusjonen nedenfor.

4.2 Vurdering av sentrale resultater

Før vi diskuterer betydningen av tidshorison for investors porteføljevalg, la oss notere de tre viktige implikasjonene av foregående analyse. For det første, vektleggingen av *risikodiversifisering* på tvers av risikable enkeltinvesteringer og aktivaklasser, for eksempel aksjer og risikable obligasjoner i vårt tilfelle. Effisienskurven gir alle risikoeffisiente blandinger som maksimerer avkastningen for ethvert mulig risikonivå. Effisienskurven er bestemt av forventningene om investeringenes avkastning og risiko men er uavhengig av investors risikoholdning. For det andre, *adgang til et risikofritt alternativ* innebærer at alle risikoaverse investorer vil foretrekke samme relative blanding av risikable investeringer, forutsatt samme oppfatning om avkastning og risiko. Forskjeller i relativ allokering mellom risikable investeringer vil forklares kun ved ulike avkastningsforventninger og ikke av forskjeller i risikoholdning. For det tredje, *ulik risikoholdning* vil kun påvirke i hvilken grad investorene reduserer ut markedsporteføljens risiko med investering i et risikofritt alternativ.

Vektleggingen av risikodiversifisering og betydningen av risikoholdning for investering i null- eller lavrisikoalternativer er sentral også i all praktisk vurdering av strategisk kapitalallokering, for eksempel i pensjonsforvaltning. Preferanseuavhengig relativ allokering mellom risikable investeringer strider derimot klart mot markedspraksis, hvor den relativ risikoallokering vil i særdeleshet begrunnes ut fra investors antatte risikoholdning, uavhengig av avkastningsforventninger.

Mindre risikoaverse investorer vil ofte velge eller få anbefalt større allokering til mer risikable investeringer, for eksempel større andel aksjer i forhold til obligasjoner, 'emerging markets' i forhold til 'developed markets', vekst- i forhold til verdi- eller utbytte-aksjer eller høyrente obligasjoner i forhold til høykvalitetsobligasjoner. Lavere risikoaversjon kan for eksempel være koblet til større formue eller – som vi nå skal diskutere – lengre tidshorison for sparingen.

Den enkleste måten å justere implikasjonen om preferanseuavhengig relativ allokering er å fjerne antakelsen om et risikofritt investeringsalternativ, som åpenbart er en urealistisk antakelse spesielt ved mer langsiktig kapitalforvaltning. Manglende risikofritt alternativ innebærer at investor må kombinere risikodiversifisering og valget av optimalt risikonivå langs den krummede effisienskurven som betyr at lavere porteføljerisiko må betales med vesentlig lavere avkastning.

4.3 Langsiktig kapitalforvaltning og valg av risiko

Læreboksmodellen innebærer at relativ allokering innbyrdes mellom risikable investeringer er kun bestemt av avkastningsforventninger og er uavhengig av investors risikopreferanser (for risiko-averse investorer). Denne teorien dominerer mye av akademisk undervisning i finansmarkeder og kapitalforvaltning. Teorien innebærer for eksempel at en pensjonskasse vil velge relativ allokering mellom aksjer og obligasjoner uavhengig av sentrale egenskaper ved kassens forpliktelser som tidsprofil, gjennomsnittlig lengde og avgitte garantier og uavhengig av kassens egenkapitaldekning og mulighet for ekstra innbetalinger fra sponsor etter større forvaltningstap. Dette er åpenbart en urealistisk beskrivelse av pensjonskassenes faktiske valg og fordrer at modellen må modifiseres for å være nyttig for diskusjon av praktisk forvaltning. Vi skal illustrere hvordan analysen kan utvides med en eksplisitt vurdering også av sannsynligheten for å tape i forhold til forpliktelser og avkastningsgarantier.

Vi er spesielt opptatt av tidshorisontens betydning for porteføljens risiko og vil illustrere dette ved forvaltning i forhold til en enkeltstående forpliktelse T år ut i tid, for eksempel 1 eller 15 år. Vi antar at investeringsporteføljen rebalanseres løpende, for eksempel ved hvert årsslutt, og at porteføljen ellers er passiv og indeksert. Tabell 4-1 viser forventet avkastning og risikotall for de to risikable aktivklassene aksjer og obligasjoner, den likevektede markedsporteføljen og for de to representative norske pensjonsporteføljene for henholdsvis en pensjonskasse og en fripolise. Vi antar som før en normalisert 4 prosent nominell risikofri rente, men vil diskutere nedenfor effekten av en vedvarende lav kriserente på 2 prosent.

Tabell 4-1. Avkastning og risiko for 1 15 års investeringshorisont (med rebalansering)

4 % risikofri rente. Korrelasjon 0 mellom aksjer og obligasjoner

	Andel		Vekst 15 år m/ garanti ¹			Risiko p.a.		Sanns[R < 3,1%] ³		VaR(99,5%) ⁴	
	Aksjer	Oblig.	Avkastning	Årlig	Slutt	1 år	15 år ²	1 år	15 år	1 år	15 år
Aksjer	100 %	0 %	9,00 %	11,15 %	9,06 %	16,0 %	4,1 %	39 %	3,6 %	-33 %	-2,9 %
Marked	50 %	50 %	6,75 %	7,95 %	6,78 %	8,4 %	2,2 %	35 %	2,6 %	-15,2 %	0,8 %
Pensjonskasse	30 %	50 %	5,75 %	6,52 %	5,76 %	5,4 %	1,4 %	32 %	1,8 %	-8,3 %	2,0 %
Obligasjoner	-	100 %	4,50 %	5,51 %	4,59 %	5,0 %	1,3 %	40 %	14,4 %	-8,5 %	1,0 %
Fripolise	5 %	65 %	4,58 %	5,13 %	4,59 %	3,3 %	0,9 %	34 %	3,9 %	-4,1 %	2,3 %

¹ Gjennomsnittlig annualisert avkastning inkludert forventet gevinst på hhv. 15 suksessive 1-års opsjoner og 1 15-års opsjon, alle m/strike 3,1 %.

² Standardavvik gjennomsnittlig årlig avkastning = Standardavvik 1 år / $\sqrt{15}$ (tilnærmet).

³ Sannsynlighet[P.a. avkastning_{T år} < 3,1%] = $N[\sqrt{T} \times \{(3,1\% - E[\text{avkast}]) / \text{Risiko}_{1\text{år}} - 0,5 \times \text{Risiko}_{15\text{år}}\}]$; T er 1 eller 15 år.

⁴ Value at Risk: Avkastning p.a. med sannsynlighet kun 0,5 % for lavere avkastning = $(E[\text{avkast}] - 0,5 \times \text{Risiko}_{15\text{år}}^2) - 2,6 \times \text{Risiko}$

De to første tallkolonnene viser porteføljeandeler for aksjer og obligasjoner med resten av porteføljen plassert lavrisiko eller risikofritt. Deretter vises forventet årlig avkastning. Dette er også lik gjennomsnittlig årlig vekst i forventet sluttverdi over enhver tidshorisont (for eksempel 15 år) uten avkastningsgaranti.¹⁴ De neste to kolonnene viser effekten på årlig avkastning over en 15-års periode av en 3,1 prosent *avkastningsgaranti* for henholdsvis hvert enkelt år (norsk regulering av ytelsesbasert pensjonsforvaltning) og for gjennomsnittlig vekst i sluttverdien. 3,1 prosent tilsvarer

¹⁴ Vekst i forventet sluttverdi er lik aritmetisk årlig avkastning.

gjennomsnittlig garanti for private pensjonskasser.¹⁵ Gjennomsnittlig årlig avkastning med en sluttverdigaranti er kun marginalt forskjellig fra avkastningen uten garanti, dvs. 5,76 prosent og 5,75 prosent uten garanti for en pensjonskasse og 4,59 prosent mot 4,58 prosent for en fripolise. Avvikene er derimot svært store ved en årlig (norsk) avkastningsgaranti, dvs. en forskjell på hele 0,77 prosentpoeng for pensjonskassen (6,52 prosent mot 5,75 prosent) og 0,55 prosentpoeng for fripoliseporteføljen (5,13 prosent mot 4,58 prosent).

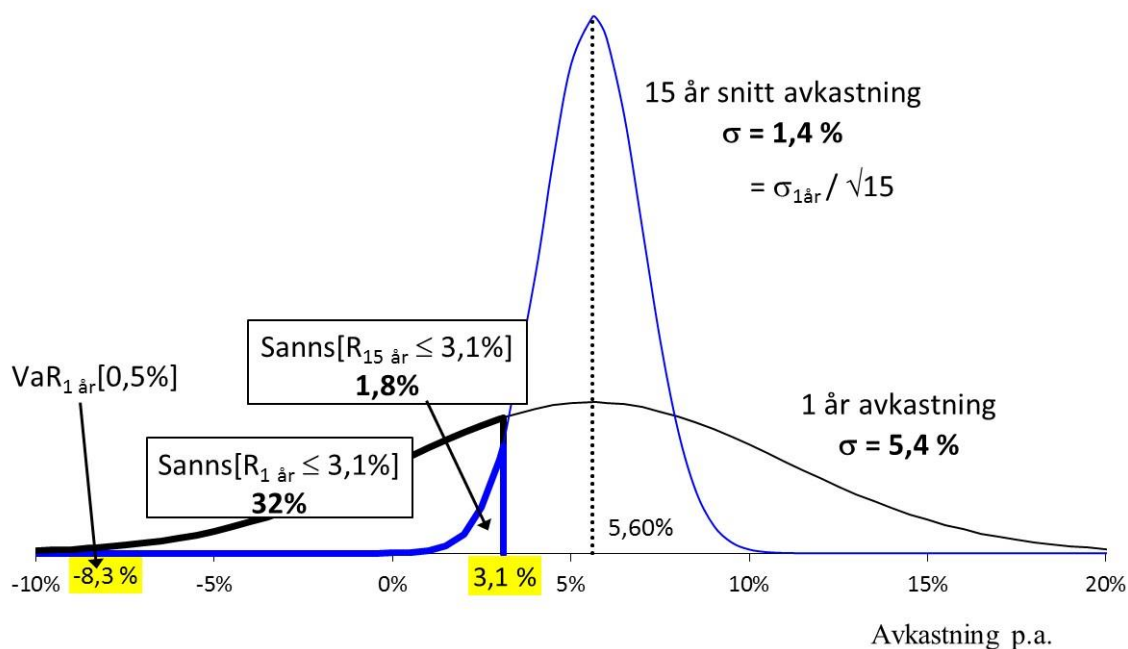
Forklaringen på den store ulikheten i avkastningseffekten av en årlig garanti i forhold til en sluttgaranti vises ved sannsynlighetene for at garantien blir effektiv i tallkolonne åtte og ni, dvs. sannsynligheten for at gjennomsnittlig avkastning over hhv. 1 år eller 15 år vil bli lavere enn 3,1 prosent. For en ettårs garanti er «tapsannsynligheten» hele ca. 1/3 både for pensjonskassen og fripolisen,¹⁶ dvs. at garantien vil bli effektiv i gjennomsnitt hvert tredje år. Selv om garantien øker porteføljens effektive avkastning vil den store tapssannsynligheten innebære at porteføljensponsor vil ønske å redusere porteføljens risiko og derfor redusere aksjeandelen. Ved en sluttgaranti er sannsynligheten forsvinnende liten for å tape i forhold til garantien, som tillater sponsor å øke porteføljens risiko og aksjeandel og dermed høste en større risikopremie over tid.

Den synkende risikoen for lav avkastning er knyttet til vår antakelse om ukorrelerte årlige avkastningstall («random walk») for aksjer og obligasjoner, som gir samme egenskap for avkastningen for blandingsporteføljene. Variasjonen i gjennomsnittlig årlig avkastning over T år, målt ved standardavviket, er (tilnærmet) lik kvadratrotten av standardavviket for det enkelte år. Dette er vist i de to midtre tallkolonnene i Tabell 4-1. Risikotallene for gjennomsnittlig 15 års avkastning er redusert til nær ¼ av risikoen for det enkelte år (reduert med faktoren $1/\sqrt{15}$). Hvordan denne statistiske egenskapen bestemmer henholdsvis 1- og 15-års tapssannsynligheter illustreres i Figur 4.2.

¹⁵ Avkastningstallene er beregnet ut fra forventet avkastning for henholdsvis 15 suksessive 1-års call-opsjoner (med reinvestering av gevinster) og en enkelt 15-års opsjon. Dette er opsjoner på pensjonsporteføljen med strike + 3,1 % og med porteføljens forventede avkastning (5,75 % p.a.) og volatilitet (5,4 % p.a.). For 15-års sluttgaranti er årlig avkastning beregnet ved $[(1 + 3,1 \%)^{15} + \text{forv. opsjonsgevinst over 15 år}]^{1/15} - 1$. For 1-års garanti er årlig forventet gevinst (3,1 % + forv. opsjonsgevinst over 1 år) som er konvertert til forventet 15 år gevinst ved annuitet m/rente 5,75 % (forenklet) og så til en årlig gjennomsnittlig avkastning.

¹⁶ Denne sannsynligheten kan enkelte anslås ved forholdet mellom porteføljens avkastning minus garanti 3,1 % og porteføljens standardavvik. Dette utgjør ca. 0,5 standardavvik for begge porteføljer (for eksempel 2,65% / 5,38% for pensjonskassen) og som utgjør ca. 17 % (sentral) sannsynlighetsmasse ved normalfordelingen. Sannsynligheten for å ende under 0,5 standardavvik lavere enn gjennomsnittet er derfor 50 % - 17 % = 33 %.

Figur 4.2 Sannsynlighetsfordeling for pensjonskassen årlige avkastning; 1 og 15 år



Det er viktig å forstå hva dette resultatet egentlig sier, og hva det ikke sier. For det første er dette en sammenligning av gjennomsnittlig avkastning over mange år i forhold til avkastningen i hvert enkelt år. Et gjennomsnitt over mange enkeltutfall vil alltid variere mindre enn det enkelte utfall så lenge utfallene ikke er perfekt korrelerte, og i særdeleshet når de enkelte utfall som her er ukorrelerte. Dette er velkjent fra for eksempel myntkast hvor andelen kron vil variere tilfeldig mellom 1 og 0 i de enkelte myntkast. Gjennomsnittlig andel kron over flere myntkast vil derimot konvergere mot og stabilisere seg ved verdien 0,5. Dette er en tidsdiversifikasjonseffekt tilsvarende som diversifikasjonsgevinsten ved å kombinere ukorrelerte aksjer og obligasjoner i markedsporteføljen. Porteføljens risiko er vesentlig lavere enn gjennomsnittlig risiko.¹⁷

For det andre, vil lavere variasjon i gjennomsnittlig avkastning bety at sannsynlighetsfordelingen skrumper inn rundt gjennomsnittlig avkastning som illustrert i Figur 4.2. Sannsynligheten for en spesielt dårlig avkastning er derfor mindre som et gjennomsnitt over flere år enn for et enkelt år (omvendt blir dessverre spesielt god avkastning langt mindre som gjennomsnitt over mange år enn for et enkelt år).

Det at sannsynlighetsfordelingen snevres inn rundt gjennomsnittlig avkastning er spesielt interessant når porteføljen skal dekke en garantert avkastning over samme periode. Det betyr som nevnt

¹⁷ Dersom aksjer og obligasjoner hadde samme risiko ville risikoen for den likevektede porteføljen vært redusert med faktoren $1/\sqrt{2}$.

ovenfor at sponsor kan velge en mer risikabel langsiktig enn kortsiktig portefølje og derfor forvente tilsvarende større forventet risikopremie og verdivekst.¹⁸ Poenget ovenfor er illustrert ved en sammenligning av de to representative norske pensjonsporteføljene. Fripolise-porteføljen har 1,2 prosentpoeng lavere forventet avkastning enn porteføljen for en pensjonskasse, men innebærer hele ca. 15 prosent lavere forventet sluttverdi etter 15 år, dvs. henholdsvis 230 og 196 kroner per 100 kroner startverdi. Fripolisen-porteføljen er sannsynligvis komponert ut fra hensynet til 1-års risiko, men taper derfor den store diversifikasjonsgevinsten mellom aksjer og obligasjoner fra en mer balansert portefølje og i særdeleshet tidsdiversifikasjonsgevinsten over den sannsynlige lange tidshorizonten for forpliktelsene.

For det tredje, forutsetter en slik rasjonell langsiktig forvaltning også en rasjonell regulering og krav til kapitaldekning som er i samsvar med den langsiktige tidshorizonten for porteføljens forpliktelser. Dette er illustrert ved tallene for ekstremt lave avkastningsutfall i de to siste kolonnene i Tabell 4-1. Dette er såkalt «Value at Risk» eller VaR(99,5 prosent)-tall som gir de dårligste avkastningstallene. Sannsynligheten er kun 0,5 prosent for enda dårligere avkastning, dvs. at sannsynligheten er hele 99,5 prosent for at avkastningen blir bedre. Dette er et ekstremt risikotall, men er likevel foreslått som en sentral del av revidert regulering av pensjonskasser.

VaR(0,5 prosent) på -8 prosent er vist nede til venstre i figuren. Dette er 200-års bølgen for et enkelt år, men 40 000 års bølgen dersom vi tenker oss muligheten for to år på rad! Det er riktignok grunn til å forvente at størrelsen på et enkelt års ekstremtap er undervurdert fordi vi har benyttet risikotall for et normalår. Effektiv aksje- og obligasjonsrisiko vil nok øke sterkt, og kanskje dobles i en krise, men samtidig vil nok korrelasjonen mellom de to aktivaklassene gå motsatt vei og bli nærmere -1,0 enn null som vi har antatt. Det er derfor uklart hva som er ex ante nettoeffekt på risikoen for en diversifisert pensjonsportefølje.

4.4 Avkastning og risiko for aktivaklasser og porteføljer

Avslutningsvis, la oss vurdere våre antakelser om forventet avkastning og risiko for de ulike aktivaklassene. Dette er 1-års nominelle avkastningstall som er ment å illustrere en langsiktig normalsituasjon med 2 prosent realrente og 2 prosent inflasjon. Risikofri rente 4 prosent kan oppfattes som normalnivået for 12 måneders statsrente. Avviket er derfor stort fra dagens ekstreme situasjon med klart negativ realrente basert på 0,5 prosent nominell rente og ca. 2 prosent inflasjon.

¹⁸ I lærebokfremstillinger hevdes det at langsiktig i forhold til kortsiktig forvaltning har ingen betydning hverken for relativ allokering mellom risikable aktivaklasser eller risikofri allokering. Dette er en implikasjon av (i) at tragisk allokering vurderes uavhengig av alle egenskaper ved investors forpliktelser og andre formuesforhold, og (ii) at varians (risiko kvadrert) antas å være det relevante risikomålet, jf. krumningen av indifferenskurven i figur 1.. Ved analysen i figur 1 ovenfor vil avkastningen langs y-aksen skaleres opp (tilnærmet) proporsjonalt med tidshorizonten T, mens risikoen langs x-aksen vil derimot kun skaleres med kvadratroten av T. Alle allokeringstall vil allikevel være uendret siden økt T gir tilsvarende brattere og sterkere krummede indifferenskurver pga. varianspreferanser.

Flesteparten av tallene er rimelig i samsvar med for eksempel antakelser benyttet av Finansdepartementet for oljefondet. Vi bruker 0,50 prosent risikopremie og 5 prosent risiko for obligasjonene, som kan antas å beskrive en diversifisert portefølje av norske høykvalitetsobligasjoner (stat og kreditt ned mot A/BBB-rating). Vi tenker oss en porteføljedurasjon 3 – 4 år, som er i samsvar med normal lengde for norske institusjonelle porteføljer. Dette er noe kortere durasjon enn for oljefondet (5 - 6 år), og kan forklare en lavere risikopremie og risiko hhv. 0,70 prosent og 6 prosent for oljefondets internasjonale obligasjonsportefølje.

En annen forklaring kan knyttes til Finansdepartementets bruk av internasjonal obligasjonsavkastning i lokale valutaer mens vi antar avkastning i kroner for det norske obligasjonsmarkedet. Det er velkjent at forskjellen mellom lang og korte renter (terminpremien) har gjennomgående vært mindre enn i andre sammenlignbare obligasjonsmarkeder internasjonalt.

For aksjer bruker vi 5 prosent risikopremie og 16 prosent risiko som uttrykk for en internasjonal veldiversifisert aksjeportefølje. Risikopremien er noe høyere enn departementets antakelse om 4,3 prosent risikopremie for oljefondet.¹⁹ Forskjellen kan forklares ved normal valutakursappreiering i forhold til kroner, siden oljefondets avkastning er i lokale valutaer.

Avviket fra Finansdepartementets tall er langt større når det gjelder korrelasjonen mellom aksje- og obligasjonsavkastning. Vi benytter nullkorrelasjon i forhold til departementets 0,40. Avviket kan i hovedsak forklares ved forskjell i antatt avkastnings-horisont, siden Finansdepartementet tenker på korrelasjonen mellom langsiktige (15-års) gjennomsnittlig realavkastning, med betydelig utjevning av årlige avkastningsforskjeller mellom aksjer og obligasjoner. Vi har gjennomgående antatt korrelasjonen mellom årlige nominell avkastning. Nullkorrelasjon kan sies å beskrive en mer langsiktig normalsituasjon, mens korrelasjonen de senere år har vært sterkt negativ, preget av motsatt kursbevegelser mellom aksjer og obligasjoner i kriseperioder. Vi har vurdert betydningen av korrelasjonen mellom aksjer og obligasjoner ovenfor.

Vi har benyttet en normalisert 4 prosent nominell risikofri rente (2 prosent realrente). Dette er åpenbart urimelig høyt i forhold til dagens historisk lave statsrenter (for eksempel 3 -10 års norske statsobligasjonsrenter 0,6 prosent - 1,0 prosent), men vil nok (forhåpentligvis) bli relevant på litt lengre sikt. Vi har evaluert betydningen av alternative rentenivåer for vår vurdering av lang- og kortsiktig risiko for våre representative pensjonsporteføljer. Resultater vises i Tabell 4-2, som sammenligner 2 prosent nominell rente med 4 prosent renten benyttet ovenfor. Vi antar at risikopremier og standardavviks-risiko er uavhengig av rentenivå, som kan være tvilsomt siden en fortsettelse av dagens ekstremt lave rentenivå sannsynligvis vil bety høyere risiko og risikopremier enn ved en normalisering av rentenivået.

¹⁹ Begge er aritmetiske risikopremier som gir forventet meravkastning over risikofri rente for et enkelt år. Finansdepartementet oppgir en geometrisk risikopremie 3 %, definert som forventet årlig meravkastning over flere år. Forskjellen kan tilnærmet anslås som halvparten av årlig variansrisiko: $0,5 \times (16 \%)^2 = 1,3 \%$.

Tabell 4-2 Risikofri rente på kort og lang sikt: Porteføljeavkastning og --risiko

Korrelasjon 0 mellom aksjer og obligasjoner

	Andel		Avkastning	Risiko	Avk 15 år m. garanti ¹		Sanns[R < 3,1%] ²		VaR(99,5%) ³	
	Aksjer	Oblig.			Årlig	Slutt	1 år	15 år	1 år	15 år
			4 % rente							
Marked	50 %	50 %	6,75 %	8,4 %	7,95 %	6,78 %	35 %	2,6 %	-15 %	0,8 %
Pensjonskasse	30 %	50 %	5,75 %	5,4 %	6,52 %	5,76 %	32 %	1,8 %	-8,3 %	2,0 %
Fripolise	5 %	65 %	4,58 %	3,3 %	5,13 %	4,59 %	34 %	3,9 %	-4,1 %	2,3 %
			2 % rente							
Marked			4,75 %		6,52 %	5,01 %	44 %	25 %	-17 %	-1,2 %
Pensjonskasse			3,75 %		5,12 %	4,04 %	46 %	36 %	-10,3 %	0,0 %
Fripolise			2,58 %		3,85 %	3,25 %	57 %	74 %	-6,1 %	0,3 %

¹ Gjennomsnittlig annualisert avkastning inkl. forv. gevinster på hhv. 15 1-års opsjoner og 1 15-års opsjon, alle m/strike 3,1%.

² Sannsynlighet[P.a. avkastning_{T år} < 3,1%] = N[√T x {(3,4% - E[avkast]) / Risiko - 0,5×Risiko}]; T er 1 eller 15 år.

³ Avkastning p.a. med sannsynlighet kun 0,5% for lavere avkastning = (E[avkast] - 0,5×Risiko²) - 2,6 × Risiko/√T; T 1 eller 15 år.

Tabell 4-2 viser hvordan forskjeller i langsiktig rentenivå slår ut direkte i forventet årlig avkastning uten garanti og vesentlig mindre i avkastning med garanti og spesielt for årlig (norsk) garanti som reduseres med kun 1,4 prosentpoeng for pensjonskassen og 1,3 prosent for fripolisen. Dette forklares ved de langt større tapssannsynlighetene i forhold til en 3,1 prosentgaranti og i særdeleshet for fripoliseporteføljen. Et vedvarende ekstremt lavt rentenivå vil åpenbart innebære at garanterte pensjonsforpliktelser blir svært kostbare for sponsorene. Vi ser ellers at stressrisiko-tallene i siste kolonne er marginalt påvirket av et slikt rentenivå, som skyldes at vi har antatt uendrede risikotall.

4.5 Oppsummering

Vi har diskutert valget mellom avkastning og risiko for en investor som kan kombinere risikable investeringer for eksempel i aksjer og obligasjoner med en risikofri renteplassering. Moderne finanst teori og –empiri vektlegger forholdet mellom avkastning og risiko, for eksempel at den høyere risikoen knyttet til aksjer kan normalt forventes å gi en betydelig større avkastning over tid enn obligasjoner. Samtidig vektlegges betydningen av risikodiversifisering, at en balansert portefølje av aksjer og obligasjoner vil forventes å gi en betydelig avkastningsgevinst i forhold til risikoen fordi avkastningen for aksjer og (høykvalitets-) obligasjoner er tilnærmet nullkorrelert. Vi har illustrert denne gevinsten basert på rimelig veletablerte oppfatninger om langsiktig forventede risiko-premier og risiko for aksjer og obligasjoner og vi har vist hvordan norske pensjonskasser – men ikke fripoliseporteføljer – synes å utnytte denne diversifikasjonsgevinsten ved valget av relativt balanserte investeringsporteføljer. Vi har vektlagt en ytterligere diversifikasjonsgevinst som er viktig for risikoen i langsiktig pensjonssparing med avkastningsgaranti. Suksessive årlig avkastnings-tall for porteføljen vil være nullkorrelerte som betyr at risikoen over tid vil normalt øke langt mindre enn forventet avkastning. Langsiktig pensjonsforvaltning vil derfor kunne gi en betydelig risikojustert avkastningsgevinst. Vi har vist hvordan et langsiktig perspektiv gir en betydelig reduksjon i risikoen for ikke å møte porteføljens avkastningsgaranti. Et slikt langsiktig perspektiv er mulig forutsatt en fortsatt fornuftig regulering av norsk pensjonssparing.

5 Hvordan vil pensjonskasser tilpasse seg høyere kapitalkrav?

Pensjonskasser har de siste femten årene hatt en høyere avkastning enn livsforsikringselskaper. Det gjelder spesielt private pensjonskasser. Den relativt høye avkastningen må sees på bakgrunn av at pensjonskasser har en større andel av sine aktiva plassert i aksjer.

Dagens bufferkapitalutnyttelse er for en rekke pensjonskasser høyere enn hva som kan forventes som kravspesifikasjonen i nytt regelverk. Strengere kapitalkrav krever en reduksjon i bufferkapitalutnyttelsen. Pensjonskassene og deres sponsorer må da avveie ulempen ved økt kapitalbinding (som følger av økt egenkapital) mot ulempen ved forventet økt premiebetaling og (i private pensjonskasser) forventet lavere regulering av pensjonsytelser (som følger av reallokering fra aksjer til obligasjoner). Den faktiske tilpasningen vil avhenge av finansiell situasjon hos den enkelte pensjonskasse og sponsor og «verdisyn» ved vurdering av de to nevnte ulempene opp mot hverandre.

I praksis vil trolig strengere kapitalkrav bli innfridd med en kombinasjon av redusert aksjeandel og økt innbetaling av egenkapital. For å oppfylle et minstekrav om 100 prosent kapitaldekning under stresstest I per 31.12.2015, beregner vi at et slikt krav vil utløse en reduksjon i aksjeandelen på 23 prosent for pensjonskassene i privat sektor og 35 prosent for pensjonskasser i offentlig sektor. Tilsvarende reduksjon i aksjeandelen vel 90 prosent bufferkapitalutnyttelse er 40 prosent for de private pensjonskassene og 42 prosent for de offentlige pensjonskassene. I tillegg vil det være tale om realisering av i overkant av 10 prosent av eiendomsporteføljen.

Disse resultatene er basert på markedsforholdene per 31.12.2015. Nedgangen i den risikofrie renten i løpet av første halvår har resultert i en betydelig oppgang i pensjonskassenes bufferkapitalutnyttelse per 30.06.2016. Om vi hadde gjentatt beregningene med utgangspunkt i situasjonen per 30.06.2016, ville vi funnet vesentlig større krav til reduksjon i aksjeandel og fast eiendom. At det vil kreves en tilpasning i størrelsesorden omkring halvparten av pensjonskassenes samlede aksjeportefølje, dvs. i størrelsesorden 50 mrd. kr., synes da ikke urealistisk.

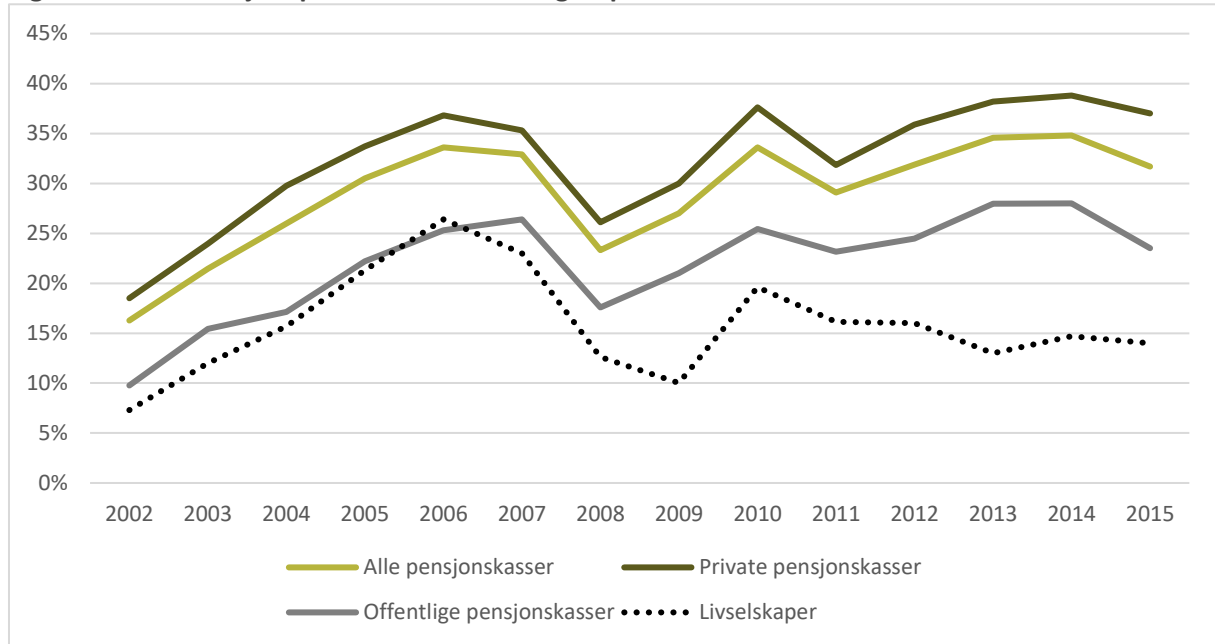
5.1 Historisk avkastning i pensjonskasser og livselskaper

Pensjonskasser og livsforsikringselskaper fordeler aktiva ut fra hensyn til å maksimere forventet avkastning når de tar hensyn til hvilken risiko ulike investeringer har og når avkastningen skal innfris til fordel for pensjonister, sponsorer og/eller selskapseiere. Investeringene er også tilpasset det til enhver tid gjeldende regelverket pensjonskasser og livsforsikring.

Vurderingene gjøres av den enkelte kasse eller selskap og varierer naturligvis både i forhold til at hver investor gjør egne vurderinger av investeringsmuligheter og at kassene har ulik sammensetning av forpliktelse. Når vi sammenligner investeringsprofilen til henholdsvis private pensjonskasser, offentlig pensjonskasser og livsforsikringselskaper, ser vi en tydelig forskjell i interessen for å investere i aksjer. Private pensjonskasser investerer mest i aksjer, livsforsikringselskaper minst. Vi ser også at forskjellen har økt gradvis de siste årene, jf. Figur 5.1.

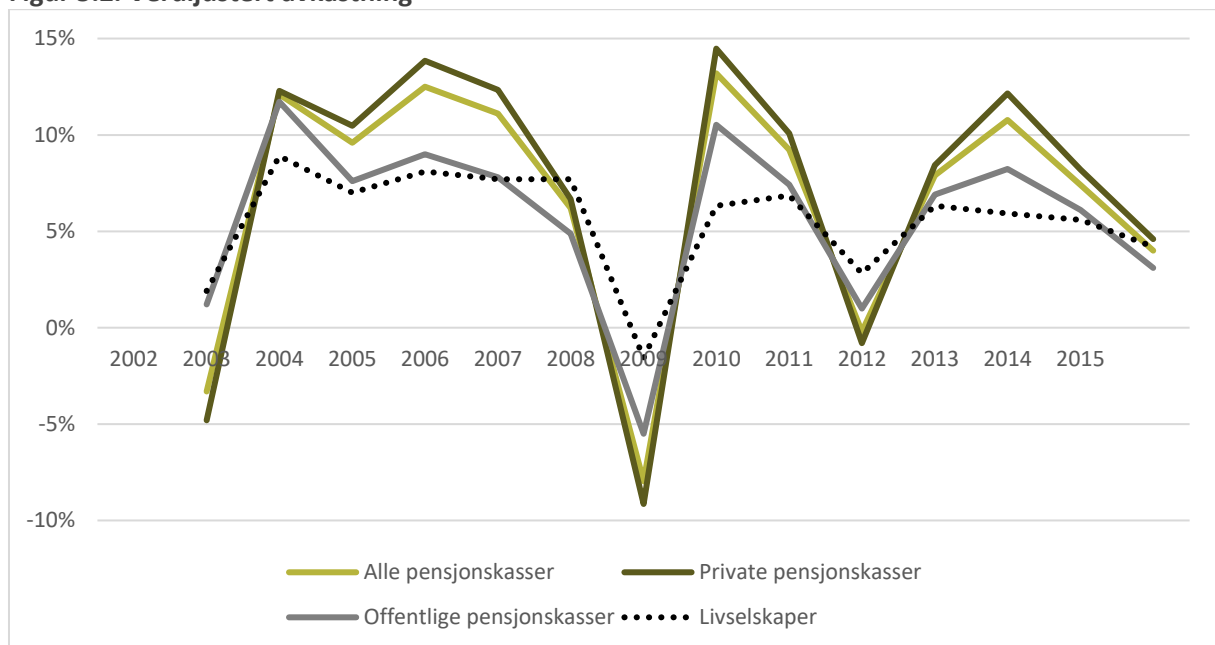
Figur 5.2 og Figur 5.3 viser også at variasjonen i årlig avkastning har vært større for pensjonskassene enn for livsforsikring, mens den kumulative avkastningen har vært klart høyest for private pensjonskasser.

Figur 5.1. Andel aksjer i prosent av forvaltningskapitalen



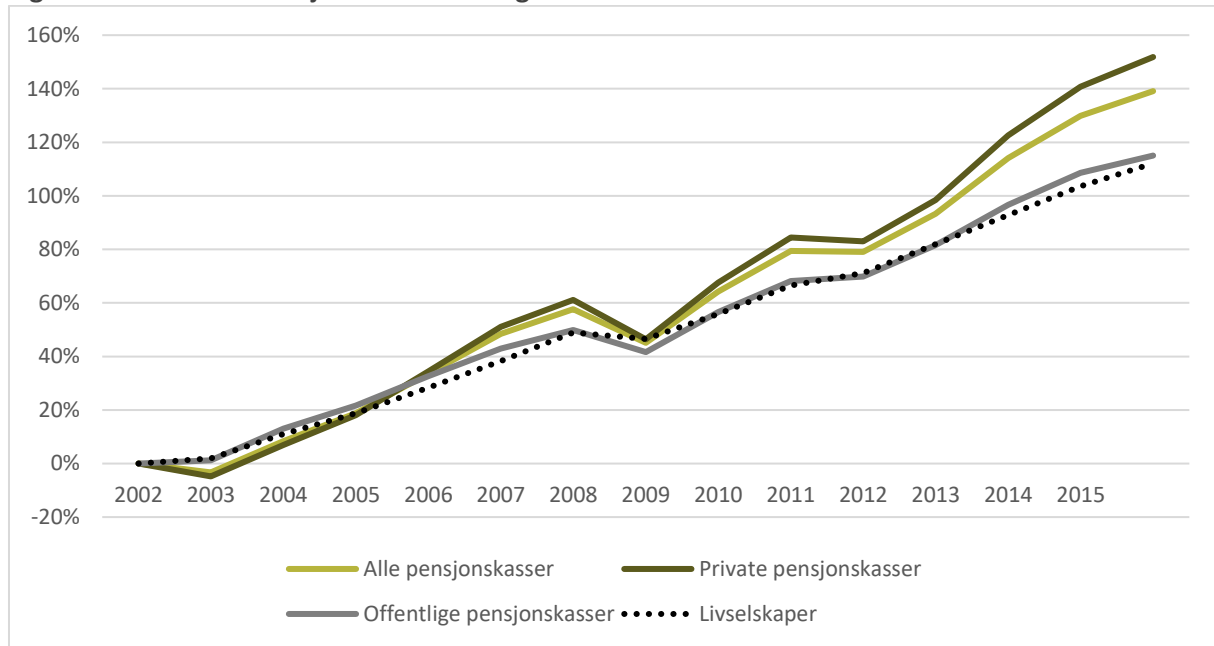
Kilde: Pensjonskasseforeningen

Figur 5.2. Verdijustert avkastning



Kilde: Pensjonskasseforeningen

Figur 5.3. Kumulert verdijustert avkastning 2002-2015

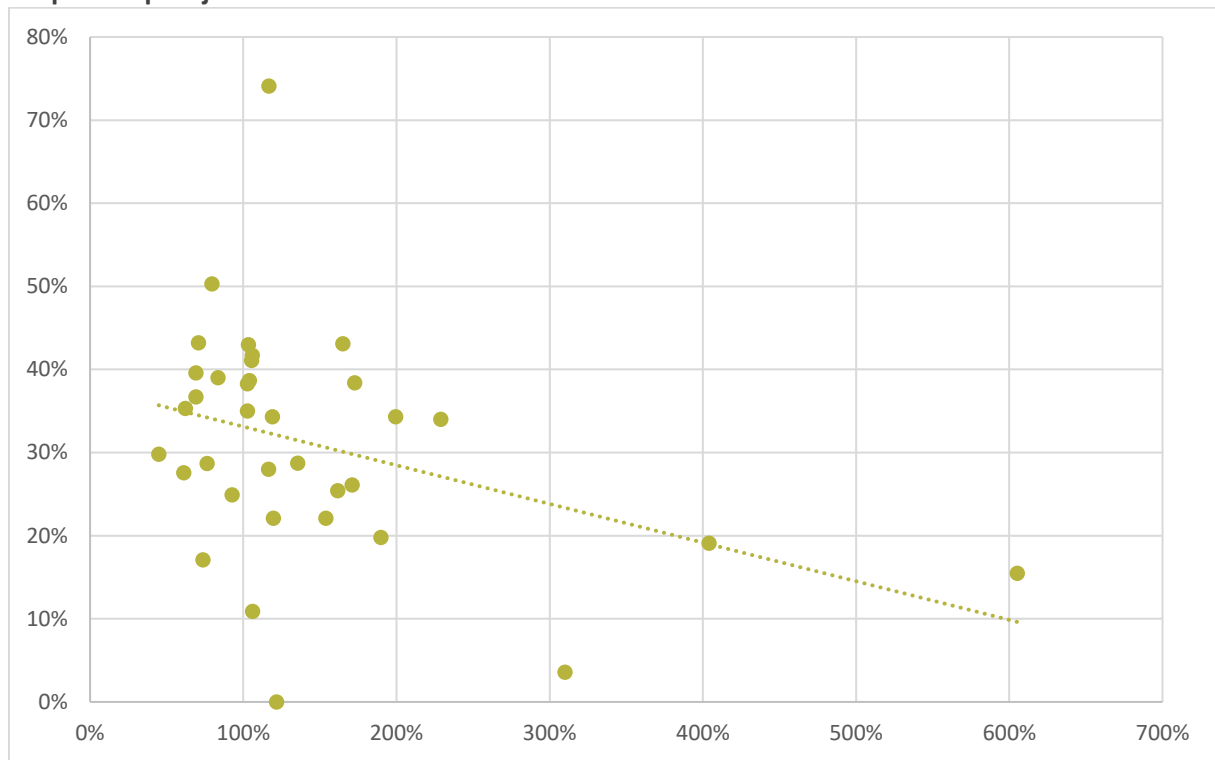


Kilde: Pensjonskasseforeningen

I det følgende illustrerer vi også at utnyttelsen av bufferkapitalen varierer mye mellom pensjonskasse. Figur 5.4 og Figur 5.5 viser henholdsvis private og offentlige pensjonskassers rapporterte bufferkapitalutnyttelse i prosent per 31.12.2105. Grafene er konstruert slik at hver pensjonskasse er representert med en prikk, der bufferkapitalutnyttelsen kan avleses på den horisontale aksene og aksjeandelen på den vertikale aksene. Siden både aksjeandel og bufferkapitalutnyttelse er vist som prosentsatser framstår hver pensjonskasse med like stor vekt i denne grafiske framstillingen, uten hensyn til pensjonskassens størrelse.

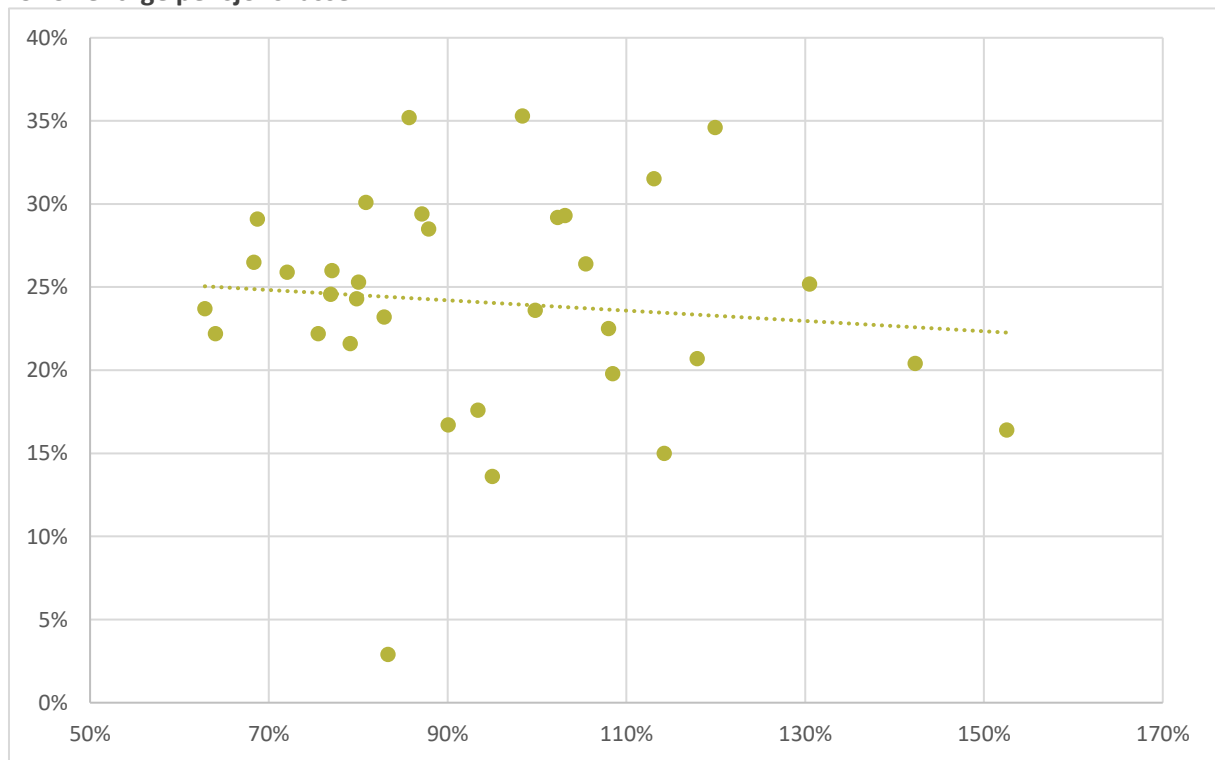
I grafene har vi også lagt inn en trendlinje, som viser den beregnede underliggende systematiske sammenhengen mellom aksjeandel og bufferkapitalutnyttelse. Som det framgår, er det en viss sammenheng i retning av at høyere aksjeandel tilsier lavere bufferkapitalutnyttelse og denne sammenhengen framtrer tydeligst for de private pensjonskassene.

Figur 5.4. Aksjeandel (i prosent) vs. bufferkapitalutnyttelse i stresstest I (i prosent) per 31.12.2015 for private pensjonskasser.



Kilde: Pensjonskasseforeningen

Figur 5.5. Aksjeandel (i prosent) vs. bufferkapitalutnyttelse i stresstest I (i prosent) per 31.12.2015 for offentlige pensjonskasser



Kilde: Pensjonskasseforeningen

Det skal poengteres at prosentsatsene i Figur 5.4 og Figur 5.5 er beregnet per 31.12.2015. På dette tidspunkt har alle offentlige pensjonskasser og størstedelen av de private pensjonskassene en bufferkapitalutnyttelse under 200 prosent. Dette nivået har Finanstilsynet signalisert som en «smertegrense», der de forventer at pensjonskassens styre vil vurdere tiltak for å bedre solvensen.

I løpet av første halvår 2016 har kurven for den risikofrie renten falt betydelig, og som en følge av dette har pensjonskassenes bufferkapitalutnyttelse gjennomgående økt (for mange betraktelig). Figur 5.4 og Figur 5.5 gjentatt med rapportert bufferkapitalutnyttelse per 30.06.2016 ville derfor vist et vesentlig mindre gunstig bilde med forskyvning av prikkenes plassering mot høyre.

5.2 Hvilke tilpasningsvurderinger vil en typisk pensjonskasse gjøre ved høyere kapitalkrav?

Vi beskriver i dette kapitlet hvilke tilpasningsvalg en typisk pensjonskasse står overfor ved endringer i myndighetsbestemte kapitalkrav.

Vi tar her utgangspunkt i et kapitalkrav utformet slik at bufferkapitalutnyttelsen som framkommer av Finanstilsynets stresstest I skal være under et visst nivå. En pensjonskasse som har en høyere bufferkapitalutnyttelse kan tilpasse seg kapitalkravet enten ved tilførsel av ny egenkapital, ved reallokering av finansielle eiendeler fra aksjer til obligasjoner, eller ved en kombinasjon. I dette punktet drøfter vi pensjonskassenes mulige/sannsynlige tilpasning til et slikt kapitalkrav.

For å illustrere problemstillingen, eksemplifiserer vi med en pensjonskasse som har en balanse som vist i tabellen i det følgende.

Tabell 5-1

Eiendeler		EK/Forpliktelser	
Obligasjoner	660	Innskutt EK	52
Aksjer	340	Opptjent EK	50
		Tilleggsavs.	48
		Kursreg.	35
		Premieres. mv.	815
Tilsammen	1.000	Tilsammen	1.000

Eksempelet er konstruert slik at den tenkte pensjonskassen bør være rimelig representativ for en «gjennomsnittlig» norsk pensjonskasse.

Pensjonskassen har en bufferkapitalutnyttelse på 200 prosent i stresstest I. I tabellen nedenfor har vi vist hva som kreves av økt egenkapital eller reallokering fra aksjer til obligasjoner for at pensjonskassen skal tilfredsstille kapitalkrav på lavere nivåer av bufferkapitalutnyttelse.

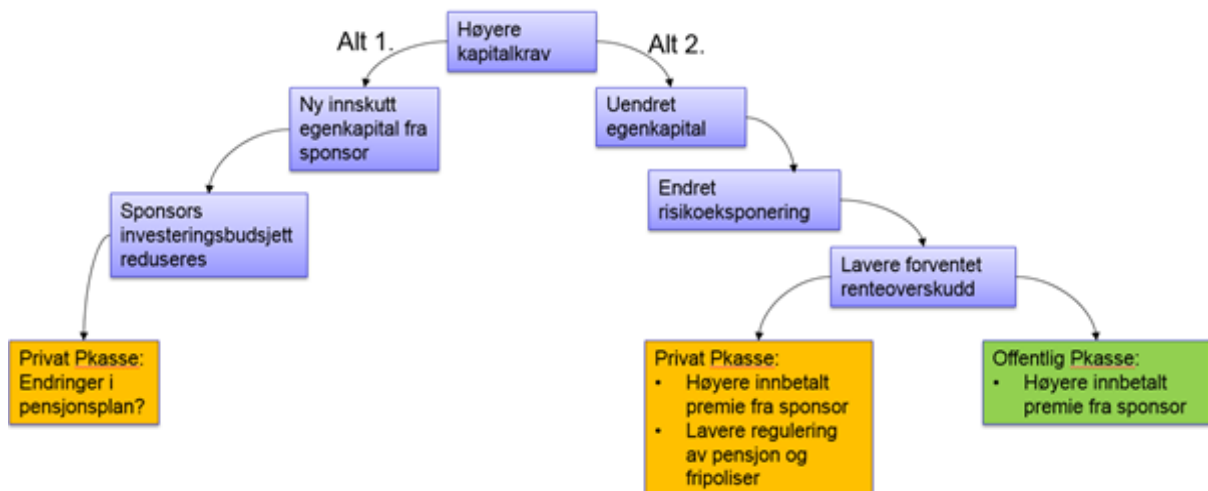
Tabell 5-2

Bufferkapitalutnyttelse	Økt EK	eller	Reduksjon i aksjer
200 prosent	0	eller	0
175 prosent	12	eller	65
150 prosent	27	eller	130
125 prosent	47	eller	197
100 prosent	78	eller	Ikke mulig

Økt egenkapital og reallokering fra aksjer til obligasjoner er stilt opp som ytterpunkter, mens det i praksis også vil være mulig å velge en kombinasjon av de to. Som eksempel med bufferkapitalutnyttelse 150 prosent, der ytterpunktene er 27 i økt egenkapital eller 130 i reallokering fra aksjer til obligasjoner, så vil én mulig kombinasjon være økt egenkapital 10 og reallokering 80.

I «konsekvenshierarkiet» i det følgende har vi vist likviditetsmessige effekter av høyere kapitalkrav for pensjonskasser og deres sponsorer.

Figur 5.6. Konsekvenshierarki ved innføring av strengere kapitalkrav for pensjonskasser



Gitt innføring av kapitalkrav som krever en reduksjon i bufferkapitalutnyttelsen, må pensjonskassene og deres sponsorer avveie ulempen ved økt kapitalbinding (som følger av økt egenkapital) mot ulempen ved forventet økt premiebetaling og (i private pensjonskasser) forventet lavere regulering av pensjonsytelser (som følger av reallokering fra aksjer til obligasjoner). Den faktiske tilpasningen vil avhenge av finansiell situasjon hos den enkelte pensjonskasse og sponsor og «verdisyn» ved vurdering av de to nevnte ulempene opp mot hverandre. I det følgende drøfter vi noen momenter som vil inngå i denne vurderingen.

5.2.1 Forenklet rentabilitetsbetraktning

Det forhold at sponsor har funksjonen både som innskyter av egenkapital og som betaler av premie til pensjonskassen, gjør det mulig å avveie økt egenkapital opp mot reallokering ut fra en ordinær rentabilitetsbetraktning. Dette kan illustreres helt stilisert ut fra den eksemplifiserte pensjonskassen i det foregående. Her er økt egenkapital 12 og reallokering 65 «likeverdige» alternativer for å redusere bufferkapitalutnyttelsen fra 200 til 175. Om vi antar at forventet avkastning er 4,5 prosentpoeng lavere for obligasjoner enn for aksjer, så vil reallokering 65 føre til (avrundet) 3 i forventede reduserte finansinntekter.

Ved alternativt å investere 12 i økt egenkapital kan denne reduksjonen i forventede finansinntekter unngås. Investeringens forventede direkteavkastning er altså $3/12 \approx 25$ prosent, som sponsor kan sammenligne med sitt avkastningskrav på alternative investeringer. Under rådende markedsforhold vil dette ventelig i de fleste situasjoner tale i favør av økt egenkapital som det foretrukne alternativet.

Det skal poengteres at eksempelet er sterkt forenklet og stilisert, blant annet ved at skattemessige forhold er holdt utenfor, og derfor ikke er egnet som grunnlag for å trekke generelle konklusjoner.

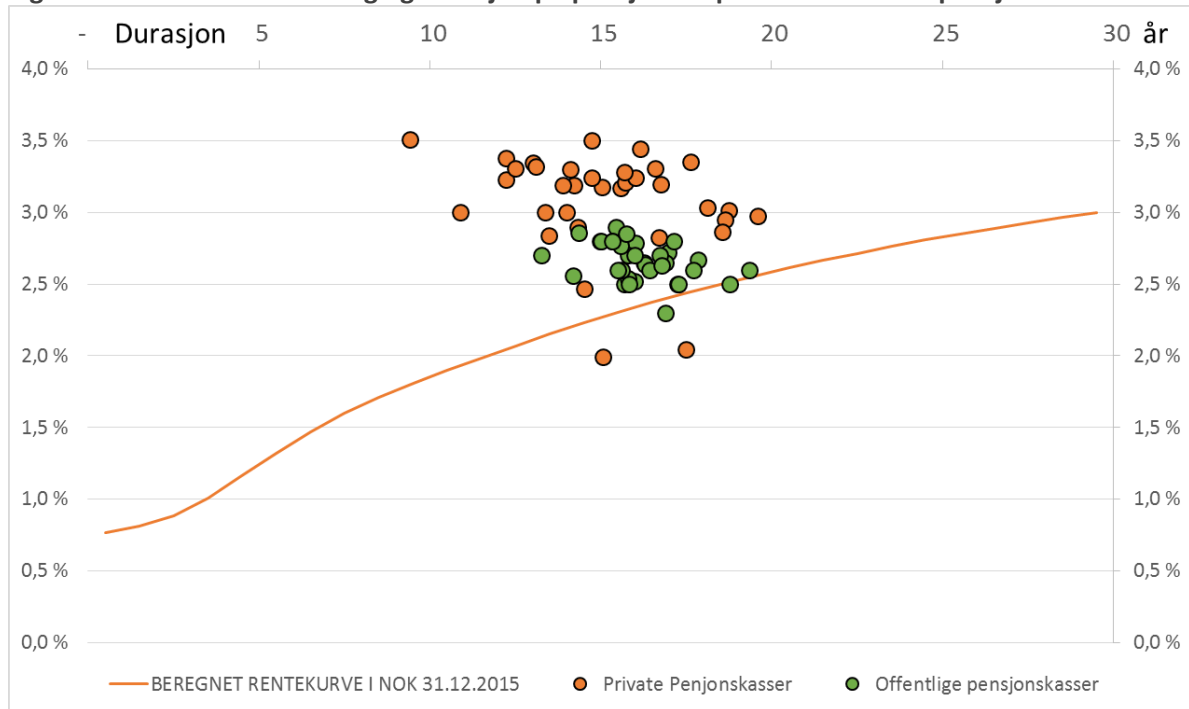
Et annet viktig poeng er at utgangspunktet er en bufferkapitalutnyttelse på 200 prosent. Under rådende renteforhold er dette ikke nødvendigvis spesielt høyt, men det finnes også pensjonskasser med vesentlig lavere bufferkapitalutnyttelse og som ikke vil ha behov for (vesentlige) tilpasninger ved skjerpede kapitalkrav

5.2.2 Mulig tilpasning

I realiteten er det store variasjoner mellom pensjonskassene, når det gjelder aktivaallokering, bufferkapitalutnyttelse og andre nøkkelstørrelser som vil være avgjørende for deres behov for og valg av tilpasning til skjerpede kapitalkrav (ref. Figur 5.4 og Figur 5.5). I dette punktet drøfter vi mulig tilpasning til kapitalkrav basert på stresstest 1, hensyntatt disse variasjonene.

Figur 5.7 i det følgende illustrerer hvordan pensjonskassene fordeler seg for to ulike nøkkelstørrelser, hhv. deres avkastningsgaranti og durasjon på pensjonsforpliktelsene.

Figur 5.7 Garantert avkastning og durasjon på pensjonsforpliktelser i norske pensjonskasser



Kilde: Pensjonskasseforeningen

De fleste pensjonskasser har en gjennomsnittlig avkastningsgaranti som ligger over risikofri rente for samme durasjon som pensjonskassens forpliktelser. Rentedifferansen påvirker i stor grad bufferkapitalsituasjonen under stresstest I. Som omtalt i kapittel 3.3, med en framtidig garantert rente på 2,7 prosent i gjennomsnitt for offentlige pensjonskasser og på 3,1 prosent i gjennomsnitt for private pensjonskasser og en durasjon på 16 år vil forventninger om et lavere rentenivå på for eksempel 1,77 prosent medføre en estimert økning i forsikringsforpliktelsene på 15 prosent i offentlige kasser og på 21 prosent i private kasser (se Figur 3.1).

Tabell 5-3 under viser bufferkapitalsituasjon i norske pensjonskasser per 31. desember 2015 for to kapitalkrav: bufferutnyttelse under stresstest I lik hhv. 100 prosent og 90 prosent.

Det strengeste kravet på 90 prosent av tilgjengelig bufferkapital illustrerer situasjonen hvor pensjonskasser fortsatt må klare et kapitalkrav på 100 prosent etter et finansielt sjokk i markedet. 90 prosent bufferkapitalutnyttelse kan også tolkes som en mulig tilpasning til et minstekrav lik 100 prosent, i det man i praksis alltid må ha noe høyere bufferkapital enn det som er minimum påkrevet.

Som det framkommer av Tabell 5-3 i det følgende, hadde 35 (40) av 67 pensjonskasser en bufferkapitalutnyttelse over 100 (90) prosent ved årsskiftet 2015/2016. En mulig tilpasning for å imøtekomme et strengere kapitalkrav for disse pensjonskassene er en reallokering av aktiva fra aksjer/eiendom til statsobligasjoner.

Sett som en samlet sektor hadde pensjonskassene en bufferkapitalutnyttelse på omkring 100 prosent per 31.12.2015. Det er imidlertid store variasjoner. Kapitalkrav gjelder imidlertid overfor hver pensjonskasse individuelt. De pensjonskassene som ikke ivaretar nye kapitalkrav må iverksette tiltak, mens pensjonskasser i motsatt situasjon neppe vil foreta særlige tilpasninger som følge av nytt regelverk. Den store variasjonen mellom pensjonskassene (slik det framgår av Figur 5.8 og Figur 5.10) innebærer derfor at makroeffekten av nytt regelverk vil være bestemt av de tilpasninger som pensjonskasser med for lav kapitaldekning må foreta.

Vi har beregnet konsekvensene for de to alternativene med hhv. 100 prosent bufferkapitalutnyttelse og 90 prosent bufferkapitalutnyttelse, som vi kaller hhv. scenario 1 og scenario 2, der vi antar at tilpasningen skjer ved reallokering fra aksjer til obligasjoner. Beregningen er gjort ved tilnærmet sensitivitetsanalyse for hver enkelt av de pensjonskassene som har utilstrekkelig kapitaldekning og deretter aggregert for alle pensjonskasser under ett. Resultatene på aggregert nivå er vist i Tabell 5-3 i det følgende.

Som det fremgår av Tabell 5-3 medfører tilpasningen til 100 prosent bufferkapitalutnyttelse en reduksjon i aksjeandelen på 23 prosent for pensjonskassene i privat sektor og 35 prosent for pensjonskasser i offentlig sektor. Tilsvarende reduksjon i aksjeandelen ved 90 prosent bufferkapitalutnyttelse er 40 prosent for de private pensjonskassene og 42 prosent for de offentlige pensjonskassene. I tillegg vil det være tale om realisering av i overkant av 10 prosent av eiendomsporteføljen.

Selv etter disse tilpasningene er det hhv. sju (ved 100 prosent) og ni (ved 90 prosent) pensjonskasser som vil ha behov for ytterligere tiltak. Hvis 90 prosent skal nås for alle pensjonskasser, vil det være tale om ny innskutt egenkapital på til sammen over en milliard kroner.

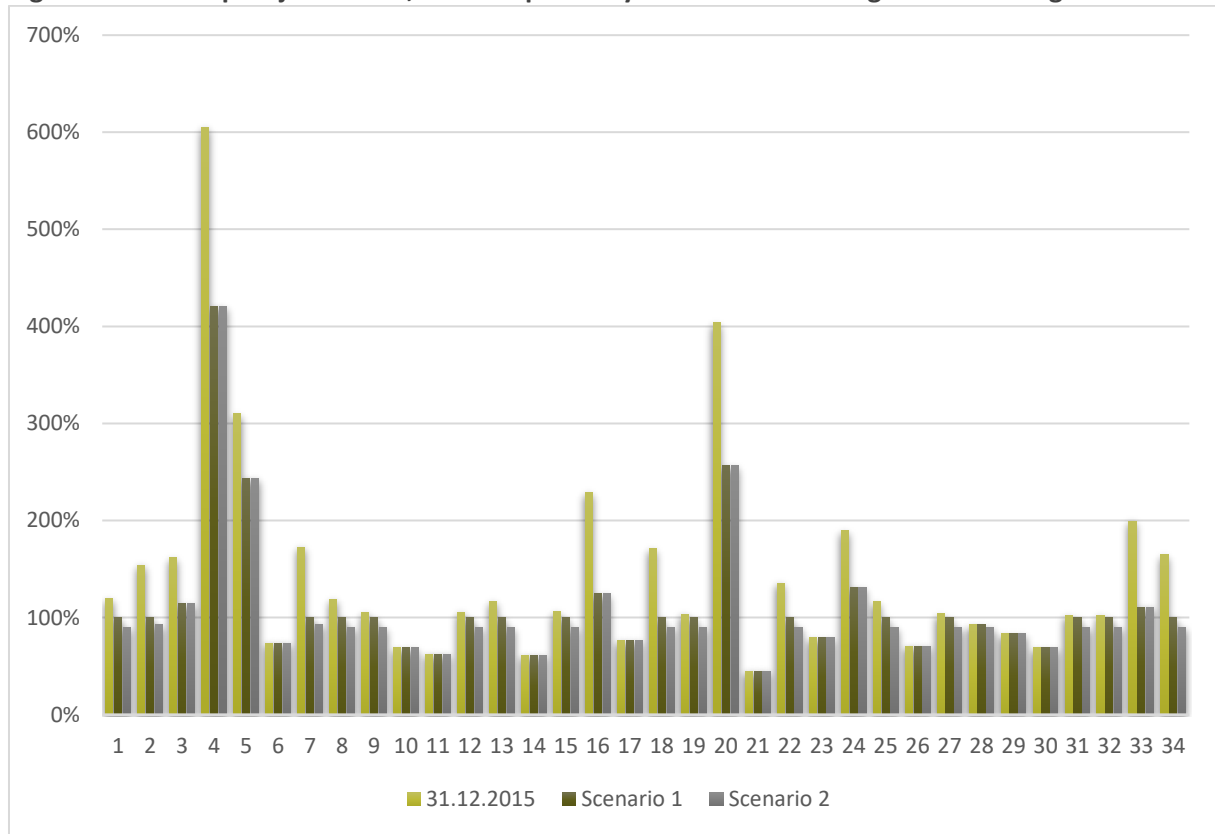
I Figur 5.9 og Figur 5.11 har vi vist et fordelingsbilde av pensjonskassenes aksjeandel, for det første slik det er rapportert per 31.12.2015 og dernest hvordan den er beregnet etter tilpasningen i de to scenariene.

Tabell 5-3 Bufferkapitalsituasjon i norske pensjonskasser per 31. desember 2015

	Private pensjonskasser	Offentlige pensjonskasser
Antall pensjonskasser i beregningsgrunnlaget	34	33
Antall pensjonskasser med bufferkapitalutnyttelse >100%	23	12
Andel av pensjonsmidler	78 %	35 %
Manglende buffer kapital (X millioner kr.)	4057	1 150
Aksje andel	35 %	24 %
Eiendom	8 %	12 %
Antall pensjonskasser med bufferkapitalutnyttelse >90%	24	16
Andel av pensjonsmidler	79 %	51 %
Manglende buffer kapital (X millioner kr.)	6 868	1 881
Aksje andel	35 %	22 %
Eiendom	8 %	10 %
Scenario 1: Reallokering av aksjer og eiendomer til obligasjoner for å redusere bufferkapitalutnyttelse til 100%	Private pensjonskasser	Offentlige pensjonskasser
Antall pensjonskasser med bufferkapitalutnyttelse >100%	7	0
reduksjon av aksjeposten	-23 %	-35 %
reduksjon av eiendomsposten	-11 %	0 %
Manglende buffer kapital (X millioner kr.)	944	0
Ny aksjeandel	27 %	15 %
Eiendom	7 %	12 %
Scenario 2: Reallokering av aksjer og eiendomer til obligasjoner for å redusere bufferkapitalutnyttelse til 90 %	Private pensjonskasser	Offentlige pensjonskasser
Antall pensjonskasser med bufferkapitalutnyttelse >90%	9	0
reduksjon av aksjeposten	-40 %	-42 %
reduksjon av eiendomsposten	-12 %	0 %
Manglende buffer kapital (X millioner kr.)	1184	0
Ny aksjeandel	21 %	13 %
Eiendom	7 %	10 %

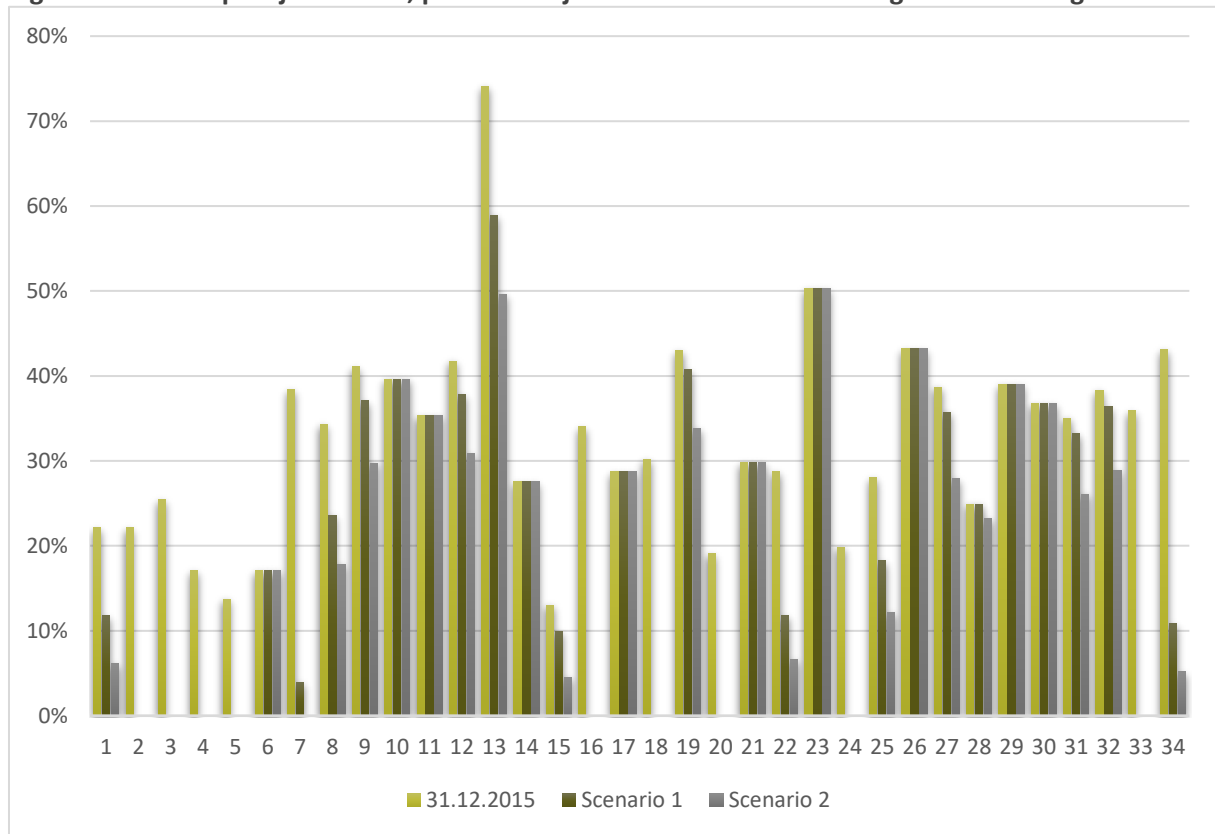
Tallgrunnlag: Pensjonskasseforeningen

Figur 5.8. Private pensjonskasser, bufferkapitalutnyttelse 31.12.2015 og i scenario 1 og 2



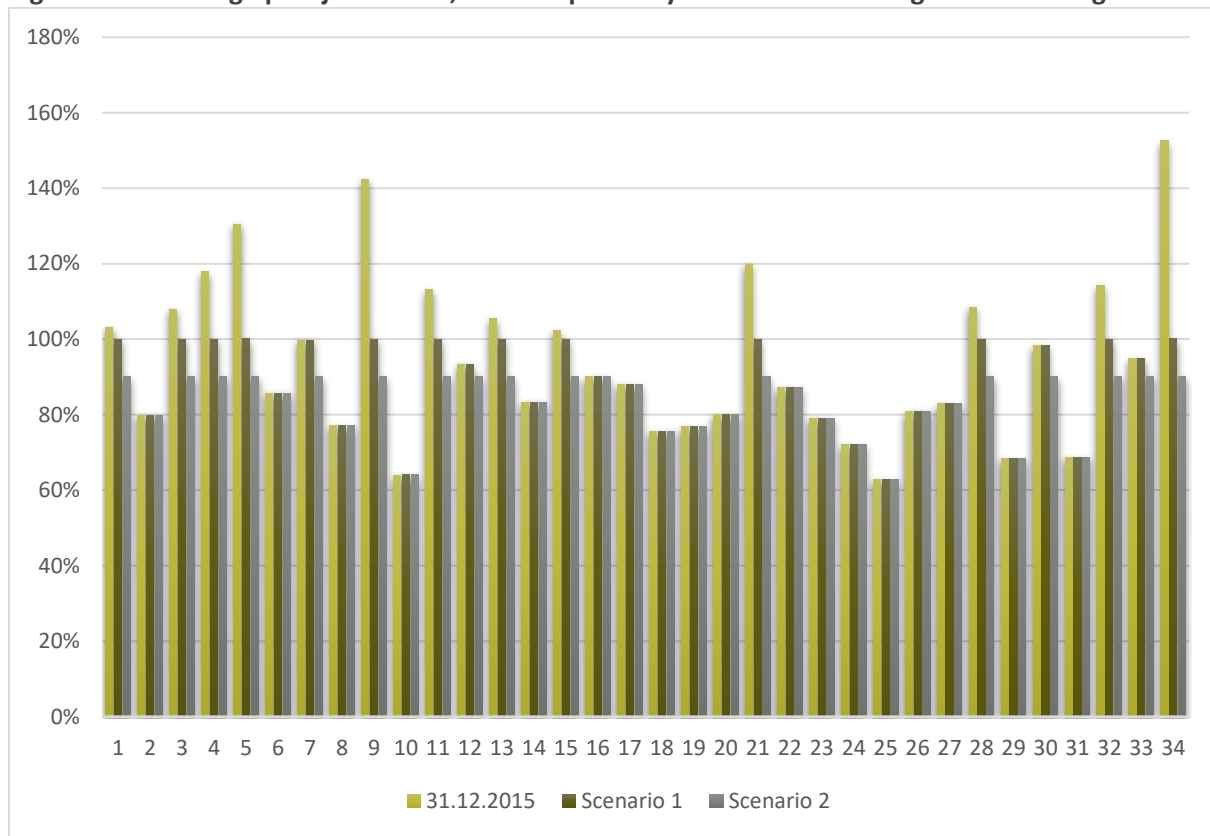
Tallgrunnlag: Pensjonskasseforeningen

Figur 5.9. Private pensjonskasser, prosent aksjer i balansen 31.12.2015 og i scenario 1 og 2



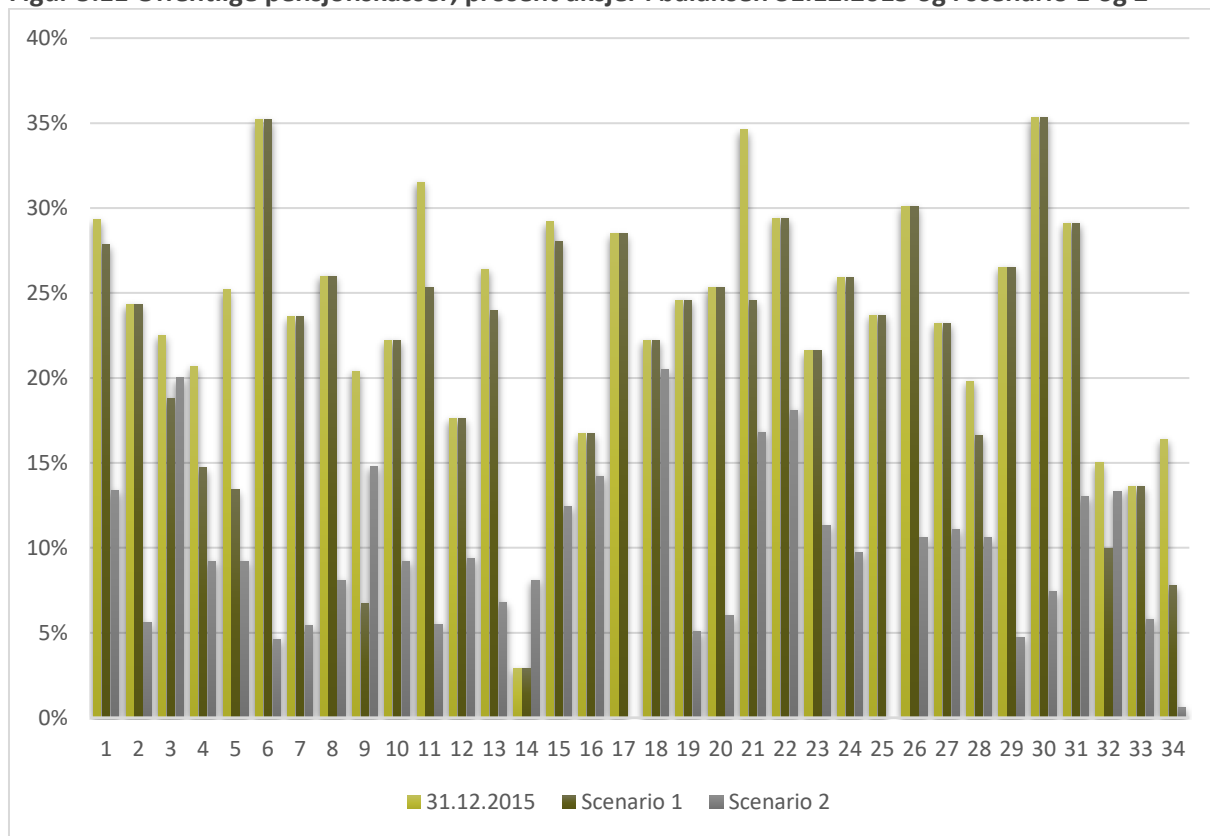
Tallgrunnlag: Pensjonskasseforeningen

Figur 5.10 Offentlige pensjonskasser, bufferkapitalutnyttelse 31.12.2015 og i scenario 1 og 2



Tallgrunnlag: Pensjonskasseforeningen

Figur 5.11 Offentlige pensjonskasser, prosent aksjer i balansen 31.12.2015 og i scenario 1 og 2



Tallgrunnlag: Pensjonskasseforeningen

5.2.3 Budsjett- og regnskapsteknikk

Selv om de fleste pensjonskasser hadde en bufferkapitalutnyttelse under 100 prosent ved utgangen av desember 2015, kan flere variabler – for eksempel et betydelig fall i aksjemarkedet (tap av kursreguleringsfond) og reduksjon i rentenivå – øke behovet for egenkapital på kort sikt for å opprettholde en langsiktig investeringsstrategi og samtidig holde pensjonskassens bufferkapitalutnyttelse under 100 prosent. Situasjonen kan oppstå for eksempel ved betydelig fall i aksjemarkedet (tap av kursreguleringsfond) og ved reduksjon i rentenivå. En slik tilpasning vil kreve at sponsor har en budsjettmessig beredskap for innskutt egenkapital.

I offentlig sektor er det et klart skille mellom drift og investering både ved budsjettering og ved regnskapsavleggelse. Dette innebærer at ikke bare rene rentabilitetsbetraktninger er det som legges til grunn for investeringsbeslutninger. Mer spesifikt kommer egenkapital fra investeringsbudsjettet, mens premien kommer fra driftsbudsjettet. I situasjoner med økt behov for egenkapital til offentlige pensjonskasser, må dermed kommuner og sykehusforetak veie behovet for egenkapital til pensjonskassene opp mot investeringsbehov. Det er ikke opplagt hvordan en slik avveining faller ut. Trolig vil betraktninger om framtidige offentlige inntektssystemer også påvirke valg mellom innbetalinger av økt egenkapital til egne kasser eller økt premie.

5.2.4 Eksempel på tilpasninger til endrede markedsforhold i praksis

I vedlegg 1 beskriver Thorstein Øverland²⁰ bl.a. hvordan han som styreleder i en større kommunal pensjonskasse i 2008 møtte finanskrisen. Beskrivelsen kan anskueliggjøre hvordan en kommunal pensjonskasse basert på egeninteresse avveier egne handlingsvalg i en situasjon med sterk markedsuro. Vi gjengir betraktningen i kursiv, jf. for øvrig vedlegg 1.

«Vi gikk inn i dette året (2008) med en bufferkapital som tilfredsstilte Finanstilsynets anbefalinger. Da aksjekursene begynte å falle, fulgte selvsagt styret og ledelsen situasjonen nøye, med ekstra møter og ukentlige oppdateringer av regnskapet. Spørsmålet var hele tiden om også vi skulle begynne å selge aksjene våre, på samme måte som livselskapene og noen andre pensjonskasser gjorde. Vi holdt selvsagt kommunen orientert om situasjonen og våre vurderinger. På et tidspunkt måtte vi fortelle at vi fortsatt mente at det var riktig å beholde aksjene gjennom krisen, men at det var en viss risiko for at vi kunne komme i en situasjon hvor kommunen måtte sette mer kapital inn i pensjonskassen. Kommunen var enig i vår situasjonsvurdering, og var samtidig innforstått med den risikoen som styrets vedtak påførte kommunen. Det viste seg etter hvert at vi kom gjennom krisen uten å måtte kreve kapitaltilførsel. Aksjebeholdningen var intakt, og vi fikk i de følgende to årene godt betalt da aksjekursene igjen steg.

Det behøvde ikke gått slik. Ordfører og rådmann kunne i stedet ha fortalt styret at kommunen ikke ville eller kunne sette mer penger inn i pensjonskassen. Da måtte styret ha innrettet seg etter det, og solgt unna nok aksjer til at risikoen for å komme under kapitalgrensen ble lav nok. Kostnaden

²⁰ Thorstein Øverland er siviløkonom og i dag rådgiver i Pensjonistforbundet.

ved ikke å ta en viss risiko ville kommet i de følgende årene, ved at pensjonskassen ikke ville fått noen fordel av verdistigningen på aksjer.»

5.3 Økt andel fripoliser svekker sponsors incentiver til tilførsel av egenkapital

I avsnittene ovenfor er det forutsatt at sponsor er eneste endelige økonomiske interessent ved drift og forvaltning av pensjonskassen. Dette er representativt der pensjonskassen forvalter en rendyrket ytelsesbasert pensjonsplan, slik tilfellet er med offentlige tjenestepensjonsordninger.

Pensjonskasser for privat sektor er også i utgangspunktet ytelsesbaserte, men de har samtidig innslag av at medlemmene har interesse i pensjonskassens økonomiske resultat. Dette gjelder for det første regulering av løpende pensjon, som (forenklet sagt) virker slik at utbetalt pensjon øker prosentvis like mye som oppnådd prosentvis avkastning utover den garanterte avkastningen. Også fripolisene har lignende bestemmelser om avkastningsbestemt regulering av løpende pensjon.

Det forholdet at deler av meravkastningen anvendes til fordel for pensjonister og fripoliseinnehavere innebærer ventelig at reallokering vurderes som mer fordelaktig enn det ellers ville.

Som nevnt er dette et forhold som gjør seg gjeldende for de private pensjonskassene alene. Jo mindre paternalistisk innstilt sponsor er overfor pensjonister og fripoliseinnehavere, jo sterkere vil forholdet gjøre seg gjeldende. Utviklingen i retning av store og økende fripolisebestander vil med dette ventelig trekke i retning av at reallokering vurderes som mer gunstig.

Uten at det kan belegges spesifikt (eller kvantitativt!), synes det «i markedet» å gjøre seg gjeldende en viss underliggende aversjon mot tilførsel av ytterligere egenkapital til pensjonskassene, uten at dette nødvendigvis er forankret i grundige og rasjonelle vurderinger.

5.4 Skjerpede kapitalkrav vil trolig føre til betydelig, men ikke fullstendig, reallokering fra aksjer til obligasjoner

Basert på gjennomgangen ovenfor, synes det rimelig å anta at skjerpede kapitalkrav basert på bufferkapitalutnyttelsen i stresstest I vil føre til en betydelig, men ikke fullstendig, reallokering fra aksjer til obligasjoner.

Effektene av et nytt, absolutt kapitalkrav kan beskrives slik:

1. Pensjonskassene må til enhver tid ha forsikringsavsetninger (ikke inkludert bufferkapital) til å kunne utbetale nåverdien av alle pensjoner i dag, diskontert med en risikofri, historisk lav rente.
2. Pensjonskassene må ha bufferkapital til å tåle et «alt går alt samtidig»-scenario («200 års bølge»), hvor en stor finanskriser er den klart dominerende risikoen
3. Pensjonskassene må også forholde seg til at det også etter en eventuell finanskriser vil være kapitalkrav som skal oppfylles.

Styret i en pensjonskasse er fullt ut ansvarlig for pensjonskassens virksomhet og består av representanter for arbeidsgiver, arbeidstakere og en uavhengig representant. Styret vil høyst sannsynlig unngå å komme i en situasjon hvor de får sterk kritikk for å ha tatt for høy risiko i forhold til et svært strengt kapitalkrav. Styret har da valget mellom å be sponsor skyte inn betydelig kapital eller å redusere markedsrisikoen i plasseringene slik at kan oppfylle de tre kriteriene som er nevnt ovenfor. Spesielt vil kriterium 3. kunne lede til at pensjonskassene opplever å stå overfor et kapitalkrav som reelt er strengere enn kun å skulle demme opp for én «200 års bølgen» i henhold til kriterium 1. Tilpasningen til de tre kriteriene vil høyst sannsynlig innebære en stor reduksjon i aksjeplasseringer.

I Figur 5.1 med utvikling i aksjeandel ser vi at livselskapene nå har en aksjeandel på under 15 %. Dette gir nok til en viss grad uttrykk for hvordan pensjonskassene vil tilpasse seg et nytt kapitalkrav, på tilsvarende måte som livselskapene har brukt flere år på å tilpasse seg Solvens II.

Pensjonskassene har i en helt annen grad vært i stand til å «sitte stille i båten» gjennom ulike markedssyklus, som i henhold til finansiell teori og empiri er en god langsiktig strategi. Det er interessant å sammenligne livselskapene med pensjonskassene fra før finanskrisen (2007) og fram til 2015. Både livselskapene og pensjonskassene ble truffet av finanskrisen, pensjonskassene hardere fordi de hadde høyere aksjeandel. Regelverket i 2008 var slik at pensjonskassene i krisetider kunne trekke på bufferkapitalen for å veie opp for dårlig avkastning. Pensjonskassene kunne da «sitte gjennom» krisen og få med seg den etterfølgende oppgangen i en helt annen grad enn livselskapene. Hvis det foreslåtte regelverket hadde eksistert i 2008 ville pensjonskassene i en helt annen grad blitt tvunget til å selge aksjer og gått glipp av senere oppgang.

Tabellen som følger viser et sammendrag av aktivaallokeringen per 31.12.2015 for de norske pensjonskassene under ett, fordelt på offentlig og privat sektor.

Tabell 5-4 Aktivaallokeringen per 31.12.2015 for de norske pensjonskassene under ett. Millioner kroner per post og som andel av total forvaltningskapital (i prosent)

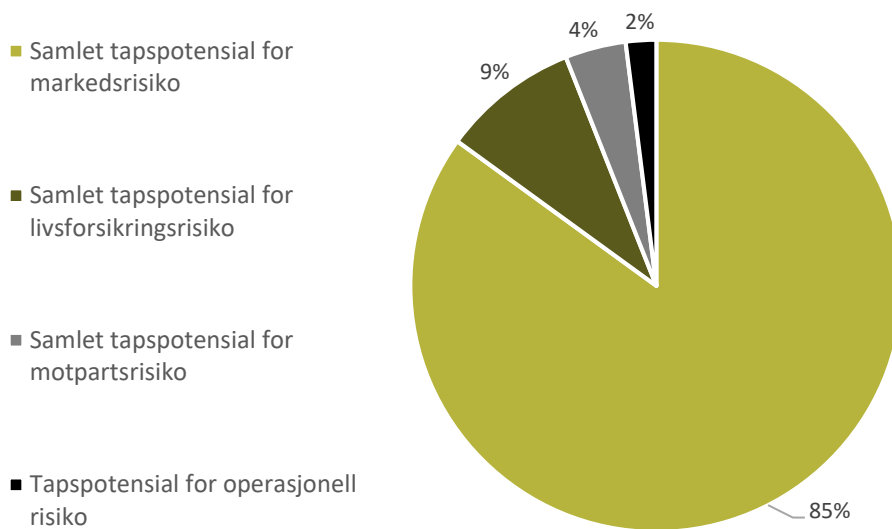
Aktivaallokering	Offentlig	Offentlig	Privat	Privat	Til sammen	Til sammen
Aksjer	25 611	21,9 %	64 803	35,4 %	90 413	30,1 %
- herav norske	7 392	6,3 %	22 239	12,2 %	29 631	9,9 %
- herav utenlandske	18 219	15,6 %	42 564	23,3 %	60 782	20,3 %
Private Equity	981	0,8 %	2 090	1,1 %	3 071	1,0 %
- herav norske	127	0,1 %	609	0,3 %	736	0,2 %
- herav utenlandske	853	0,7 %	1 481	0,8 %	2 334	0,8 %
Hedgefond	953	0,8 %	852	0,5 %	1 805	0,6 %
- herav norske	-	0,0 %	222	0,1 %	222	0,1 %
- herav utenlandske	953	0,8 %	629	0,3 %	1 582	0,5 %
Eiendom	11 663	10,0 %	13 011	7,1 %	24 674	8,2 %
Obligasjoner	67 978	58,1 %	84 202	46,0 %	152 180	50,7 %
- herav norske	52 871	45,2 %	49 472	27,0 %	102 344	34,1 %
- herav utenlandske	15 107	12,9 %	34 729	19,0 %	49 837	16,6 %
Pengemarked, bankinnskudd og utlån	8 368	7,2 %	16 267	8,9 %	24 635	8,2 %
Annet	1 438	1,2 %	1 780	1,0 %	3 218	1,1 %
Til sammen	116 991	100,0 %	183 004	100,0 %	299 995	100,0 %

Kilde: Pensjonskasseforeningen

Resultater av stresstest I per 31.12.2015 viser at pensjonskassene mangler til sammen 5,2 milliarder kr. hvis alle pensjonskasser skal ivareta 100 prosent bufferkapitalutnyttelse som minimumskrav.

I Figur 5.12 er det vist hvordan det beregnede tapspotensialet for pensjonskassen som er eksemplifisert i punkt 5.2 kan henføres til ulike risikokategorier.

Figur 5.12 Tapspotensial i stresstest I, konsolidert portefølje



Det framstår med stor tydelighet at markedsrisikoen dominerer med 85 prosent av det samlede tapspotensialet. Markedsrisikoen avhenger av pensjonskassens fordeling av plassering i ulike aktivaklasser, og det er følgelig gjennom reallokering fra aksjer/eiendom til obligasjoner at tapspotensialet kan reduseres.

I punkt 5.2 har vi vist hvordan pensjonskassene må redusere sine porteføljer av aksjer og eiendom for å oppfylle et minstekrav om 100 prosent kapitaldekning under stresstest I per 31.12.2015, dels ved et eksempel for en forutsetningsvis representativ pensjonskasse og dels ved beregninger for alle pensjonskasser under ett. Tilpasningen til 100 prosent bufferkapitalutnyttelse utløser en reduksjon i aksjeandelen på 23 prosent for pensjonskassene i privat sektor og 35 prosent for pensjonskasser i offentlig sektor. Tilsvarende reduksjon i aksjeandelen ved 90 prosent bufferkapitalutnyttelse er 40 prosent for de private pensjonskassene og 42 prosent for de offentlige pensjonskassene. I tillegg vil det være tale om realisering av i overkant av 10 prosent av eiendomsporteføljen.

Disse resultatene er basert på markedsforholdene per 31.12.2015. Nedgangen i den risikofrie renten i løpet av første halvår har resultert i en betydelig oppgang i pensjonskassenes bufferkapitalutnyttelse per 30.06.2016. Om vi hadde gjentatt beregningene i punkt 5.2 med utgangspunkt i situasjonen per 30.06.2016, ville vi funnet vesentlig større krav til reduksjon i aksjeandel og fast eiendom. At det vil kreves en tilpasning i størrelsesorden omkring halvparten av pensjonskassenes samlede aksjeportefølje, dvs. i størrelsesorden 50 mrd. kr., synes da ikke urealistisk.

6 Samfunnsøkonomiske konsekvenser

I det følgende ser vi på konsekvenser av at strengere kapitalkrav fra og med 2018 medfører at norske pensjonskasser omplasserer aktiva fra aksjer til mer sikre plasseringer. Vi ser både på samfunnsmessige konsekvenser i form av ev eventuelle inntektstap for norske pensjonskasser og på realøkonomiske tap for Norge som helhet.

De beregnede realøkonomiske tapene som følger av ny tilpasning til endrede kapitalkrav følger av at regelendringene framtvinger en annen tilpasning enn pensjonskassene selv ville valgt. Pensjonskassenes egne valg er basert på hver enkelt kasses vurdering av forpliktelser, forventet avkastning av premiereserve og avsetninger, samt dialog med egne sponsorer.

Når regelverket endres oppstår det for det første et mulig samfunnsøkonomisk tap ved at pensjonskassene erstatter investeringer i aksjer utenlands med investering i sikrere finansobjekter. Dermed vil forventede inntekter fra utlandet til Norge gå ned, noe som vil redusere nordmenns konsummuligheter.

For det andre kan regelendringer gi et samfunnsøkonomisk tap ved at det norske egenkapitalmarkedet må tilpasses en ny situasjon hvor vesentlige aktører av regulatoriske årsaker blir mindre tilstede. Mer spesifikt, når pensjonskassene trekker seg ut av norske aksjer, vil mulighetene til å innhente egenkapital i det norske kapitalmarkedet reduseres og det blir mer kostbart for bedrifter med investeringsplaner å hente inn egenkapital. Dette vil trekke investeringsnivået i Norge ned, noe som innebærer mindre økonomisk aktivitet enn ellers.

I vår analyse har vi arbeidet med to scenarioer for hvordan pensjonskassene tilpasser seg nytt regelverk:

Scenario 1: *Alle pensjonskassene selger alle sine aksjer*

Scenario 2: *Alle pensjonskassene selger 50 prosent av sine aksjer, fordelt likt mellom norske og utenlandske aksjer*

De to scenarioene kan ses på som stiliserte regneeksempler som forsøker å illustrere effektene av nytt regelverk. Det første scenariet kan sees på som en øvre grense for hva som kan gi samfunnsøkonomiske tap. Det andre er satt for å beregne hva som er en sannsynlig effekt av nytt regelverk for pensjonskasser.

Beregningene er basert på forenkende forutsetninger, men forutsetningene er valgt for å kunne undersøke om de samfunnsøkonomiske tapene som følger av tilpasning til nytt regelverk er vesentlige eller bagatellmessige. Dersom reguleringsendringer medfører redusert verdiskaping for landet som helhet, vil dette produksjonstapet bæres av alle samfunnets individer og ikke pensjonskassene alene.

Basert på scenario 1 foran er det grunn til å vente reduksjon i verdiskapingen i Fastlands-Norge på 53 mrd. kroner over en 20-årsperiode som følge av lavere forventede inntekter fra utlandet og tilhørende lavere konsum. I tillegg vil næringsinvesteringene i Norge falle som følge av pensjonskassenes tilbaketrekning fra det norske aksjemarkedet. Fallet i næringsinvesteringer vil ventelig redusere verdiskapingen i Fastlands-Norge over perioden 2018-2022 med 1 109 mill. kroner. Den årlige nedgangen i forventet inntekt og investering er justert med kalkulasjonsrente på 4 prosent.

Tilsvarende tall for scenario 2 er 25 mrd. kroner lavere forventet verdiskaping i Fastlands-Norge som følge av redusert forventet konsum og en reduksjon på 452 mill. kroner som følge av reduserte næringsinvesteringer.

6.1 Salg av aksjer gir inntektstap og redusert framtidig konsum

I begge scenarioene har vi antatt en årlig kapitaloppbygging i de offentlige pensjonskassene på tre prosent, som følge av medlemsvekst i de offentlige pensjonskassene som fordrer premieinnskytting fra kommune/stat. Som underscenario til hvert scenario har vi regnet på effektene av at 50 prosent av den årlige avkastningen ikke reinvesteres videre, for eksempel pga. pensjonsutbetaling.

Dersom man ser på dagens porteføljesammensetning som optimal og antar at aksjer har høyere avkastning enn obligasjoner, kunne man tenke seg at avkastningen på aksjeholdningen delvis vil gå til kjøp av obligasjoner og annet, for å opprettholde balansen/ optimal fordeling i porteføljen. Vi har sett bort i fra dette, for å forenkle beregningene.

Vi har antatt den samme avkastningen for obligasjoner og aksjer i utlandet og Norge, ingen avkastning i 2016 og uendrede valutakurser (dvs. at det ikke er noen justeringer i kroneavkastningen på utenlandske aksjer over tidsperioden).

Våre beregninger viser at en omdisponering av alle pensjonskassenes aksjer til obligasjoner vil redusere den forventede avkastningen på pensjonskassenes kapital med om lag 402 294 mill. kroner over de neste 20 år. Fordelt flatt over de 20 årene blir det en årlig avkastningsreduksjon på 20 115 mill. kroner, som vurderes som et betydelig inntektstap.²¹ Inntektstapet vil primært fordeles på pensjonskassenes medlemmer.

Dersom scenario 2 inntreffer, blir aksjeavkastningen over 20-årsperioden lik 287 353 mill. kroner, mens obligasjonsavkastning blir 94 690 mill. kroner. Dermed er avkastningstapet på om lag 192 662 mill. kroner. Dette innebærer et årlig tap på ca. 9 633 mill. kroner.²² Også disse beregningen tilsier at en tilpasning til et nytt regulatorisk regime vil gi betydelige inntektstap for pensjonskassenes medlemmer.

²¹ Dersom kun halvparten av avkastningen reinvesteres hvert år, blir avkastningsreduksjonen om lag 9 293 millioner kroner årlig.

²² Med kun 50 prosent årlig reinvestering av avkastningen blir avkastningstapet 93 184 mill. kroner, hvilket tilsvarer et årlig tap på 4 659 mill. kroner.

Vi begrunner våre beregninger i det følgende.

6.1.1 Beregninger tilsier at salg av aksjer kan gi et inntektstap på om lag 400 mrd. kroner

Dersom man ser på den historiske avkastningen til aksjer og obligasjoner, er det helt klart at aksjer har gitt en høyere avkastning enn obligasjoner, både i Norge og internasjonalt. Som følge av lav økonomisk vekst i en lengere periode og fortsatt utsikter til lav vekst i internasjonal økonomi er rentene i dag svært lave. Det er ikke opplagt at rentene vil stige markant de kommende år.

Dersom pensjonskassene omdisponerer sine plasseringer fra aksjer til obligasjoner, kan det forventede avkastningstap beregnes ved å ta utgangspunkt i gjennomsnittet av historisk avkastning på de ulike plasseringsalternativene.

For å gi anslag på forventet avkastning på aksje- og obligasjonsplasseringer har vi lagt til grunn den årlige avkastningen oppgitt i Tabell 4-1, dvs. en årlig forventet avkastning på ni prosent for aksjer og fire og en halv prosent for obligasjoner.

I Tabell 6-1 og Tabell 6-2 viser vi resultatene av beregnet forskjell på avkastning på aksjer og obligasjoner for hhv. scenario 1 og 2. Vi viser der forskjellige investeringsalternativer. Utgangspunktet er et alternativ hvor norske pensjonskasser fastholder dagens plasseringer i aksjer.²³ I dette investeringsalternativet beregner vi akkumulert forventet avkastning i en 20-års periode fra 2018 til 2037, der vi har antatt nullvekst i 2016.

I 2015 hadde norske pensjonskasser (offentlige og private) plassert 95 297 mill. kroner i aksjer, private equity og hedgefund. I våre beregninger vil vi omtale «aksjer» som summen av disse tre finansobjektene fordi de tillegges relativt lik risiko. Med avkastningsratene nevnt over vil den samlede verdien av pensjonskassenes aksjeavkastninger i perioden 2018 til 2037 bli 606 732 mill. kroner.

Hvis disse aktiva i stedet hadde blitt plassert i obligasjoner med årlig obligasjonsavkastning som nevnt over, blir verdien av obligasjonsavkastningene 204 438 mill. kroner, beregnet over samme periode. Vi kan dermed konkludere med at over en 20-årig periode kan kumulativt avkastningstap ved alternativ investering i obligasjoner beløpe seg til 402 294 mill. kroner, hvilket tilsvarer 20 115 mill. kroner i året.²⁴

²³ Data for dagens plasseringer er fra Pensjonskasseforeningen. Observasjonstidspunktet er 31.12.2015

²⁴ Beregningen over forutsetter at all avkastningen reinvesteres, dvs. ikke tas ut til fordel for pensjonister eller pensjonskassenes sponsorer. Dersom ikke all avkastningen som pensjonskassene oppnår blir reinvestert, men for eksempel utbetales til pensjonister eller andre, blir avkastningstapet mindre. Hvis vi sammenligner en situasjon med aktiva plassert i aksjer og obligasjoner og man i begge tilfeller kun reinvesterer halve avkastningen, blir verdien av pensjonskassenes aksjeavkastninger i samme periode som over 328 762 mill. kroner. Tilsvarende beregning for obligasjoner gir 142 902 mill. kroner. Kumulativt avkastningstap ved alternativ investering i obligasjoner blir med disse forutsetningene 185 861 mill. kroner, hvilket svarer til om lag 9 293 mill. kroner i året.

Man kan også tenke seg en annen konsekvens av nye kapitalkrav, som kan ses på som det mest realistiske alternativet, nemlig at pensjonskassene i gjennomsnitt selger 50 prosent av aksjene sine. Da blir avkastningstapet 192 662 mill. kroner over 20-årsperioden, noe som tilsvarer et årlig tap på ca. 9 633 mill. kroner.²⁵

Det samlede avkastningstapet må til syvende og sist bæres av medlemmene når det gjelder private pensjonskasser og arbeidsgiverne når det gjelder offentlige pensjonskasser (med dagens pensjonsordning).

Tabell 6-1. Forventet avkastning og forventet avkastningstap ved ulike finansinvesteringer. Scenario 1, der alle pensjonskassene selger alle sine aksjer. Millioner NOK. 2018-2037

Investeringsscenario	Avkastning, 2018-2037	Avkastningstap ved alternativ investering i obligasjoner	Avkastningstap ved alternativ investering i obligasjoner og kun 50 prosent reinvestering
Aksjer	602 732	402 294	
Obligasjoner	204 438		
Aksjer, der kun 50 prosent av avkastningen reinvesteres årlig	328 762	124 324	185 861
Obligasjoner, der kun 50 prosent av avkastningen reinvesteres årlig	142 902		

Tabell 6-2. Forventet avkastning og forventet avkastningstap ved ulike finansinvesteringer. Scenario 2, der 50 prosent av pensjonskasser selger alle sine aksjer. Millioner NOK. 2018-2037

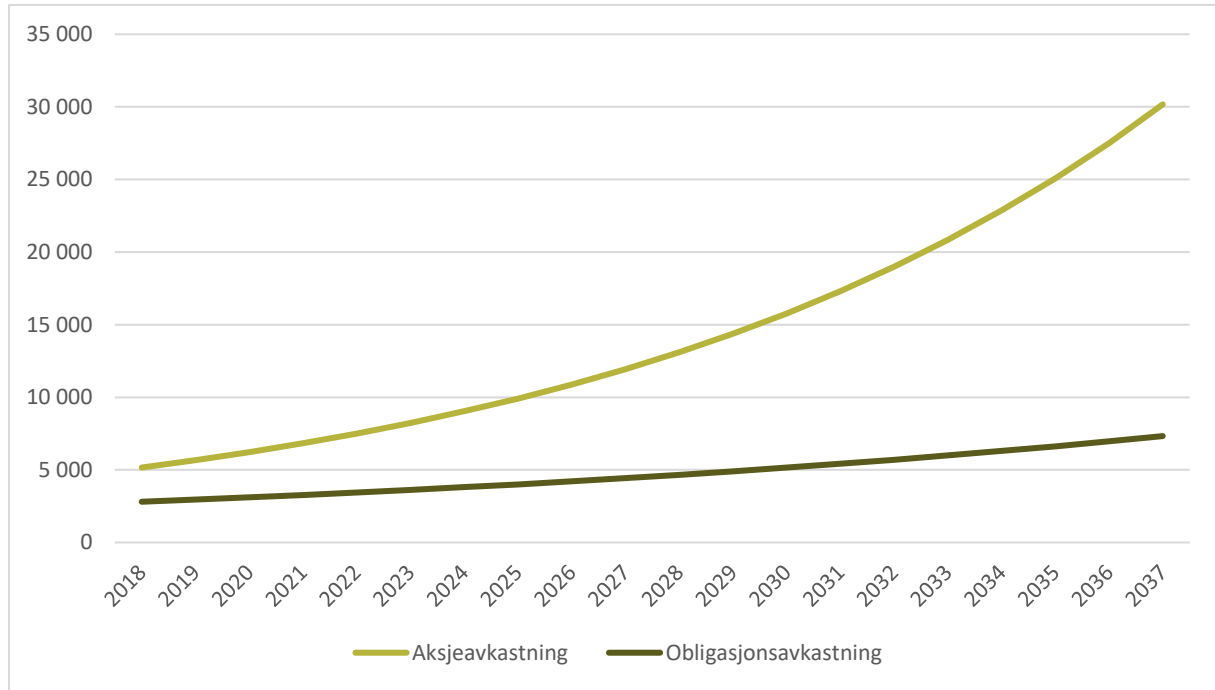
Investeringsscenario	Avkastning, 2018-2037	Avkastningstap ved alternativ investering i obligasjoner	Avkastningstap ved alternativ investering i obligasjoner og kun 50 prosent reinvestering
Aksjer	287 353	192 662	
Obligasjoner	94 690		
Aksjer, der kun 50 prosent av avkastningen reinvesteres årlig	154 521	59 830	93 184
Obligasjoner, der kun 50 prosent av avkastningen reinvesteres årlig	61 336		

Avkastningstapene kan visualiseres også ved å se på hvordan verdien til pensjonskassenes aksjeplasseringer i dag endres over tid med ulike forutsetninger, jf. Figur 6.1. Forutsatt at all avkastning reinvesteres, vil rentes-renteeffekten være kraftigere jo høyere avkastningen er. Rentes-rentefekten er det faktum at man i påfølgende periode får avkastning på forrige periodes avkastning.

²⁵ Dersom kun 50 prosent av avkastningen reinvesteres årlig, blir avkastningstapet 93 184 mill. kroner, dvs. et årlig tap lik 4 659 mill. kroner.

Forventet avkastning på aksjer er høyere enn på obligasjoner. Dermed vil rentes-renteeffekten være større ved aksjeinvestering enn ved investering i obligasjoner (jf. Figur 6.1).

Figur 6.1. Scenario 2: Verdiforløp for halvparten av den delen av pensjonskassenes portefølje som i dag er investert i aksjer ved to alternative investeringsformer: Enten beholde dagens aksjeportefølje og reinvestere all avkastning eller investere halve verdien i obligasjoner og reinvestere all avkastning. Forventet årlig avkastning for aksjer er 9 prosent og 4,5 prosent for obligasjoner. Mill. kroner. 2018-2037



Kilder: Pensjonskasseforeningen og Samfunnsøkonomisk analyse

6.1.2 Et fall i beholdningen av utenlandske aksjer reduserer framtidig konsum i Norge og utgjør et samfunnsøkonomisk tap

All den kapitalen som pensjonskassene forvalter skal etter hvert utbetales til pensjonister. Dersom pensjonskassene selger seg ut av aksjer innebærer dette et forventet inntektstap for pensjonistene, pga. en reduksjon i forventet avkastning på kapitalen deres.

Når pensjonskasser selger norske aksjer innebærer pensjonskassenes forventede inntektstap en omfordeling fra pensjonister til de som kjøper aksjene. De fleste av kjøperne kan antas å være norske aksjeinvestorer. Alle aksjene som pensjonskassene selger seg ut av, vil ikke kjøpes av nordmenn, men det er rimelig å anta at flesteparten vil det. Vi legger i det videre likevel til grunn at alle kjøpere av pensjonskassenes norske aksjer vil være andre nordmenn. Når det er tilfelle, vil den enes tap være den andres gevinst. Denne omfordelingen fra pensjonister til andre nordmenn er en samfunnsøkonomisk omfordeling, men ikke et samfunnsøkonomisk tap.

Derimot vil de aller fleste av de utenlandske aksjene som pensjonskassene selger seg ut av, kjøpes av utenlandske aktører. Det fører til et forventet inntektstap for Norge, siden Norge mister inntektene som det er grunn til å vente at disse aksjene vil gi. Når det er grunn til å vente lavere

inntekter til Norge, er det også grunn til å regne med en reduksjon i framtidig konsum fra framtidens pensjonister.

Dersom man ignorerer multiplikatoreffektene av redusert framtidig konsum, vil forventet inntektstap være lik det forventede avkastningstapet som følger av å omgjøre den utenlandske aksjeporteføljen til en portefølje bestående av obligasjoner. Ved å skille mellom utenlandske og norske aksjer i pensjonskassenes samlede portefølje, kan vi beregne denne størrelsen. Avkastningstapet er kalkulert lik 276 544 mill. kroner over en 20-års periode (2018-2037) i scenarioet der alle pensjonskassene selger alle sine aksjer. Dersom alle pensjonskassene selger halvparten av sine aksjer, er tapet lik 132 101 mill. kroner.

Halvorsen (2011)²⁶ viser at spareraten blant befolkningen i alderen 65+ var 13 prosent i årene 2005-2008, dvs. at 87 prosent av disponibel inntekt ble konsumert. Siden vi gjør beregninger for pensjonister, forutsetter vi at all sparing blir konsumert av arvinger. Vi legger derfor til grunn at konsumtapet er 100 prosent av avkastningstapet i våre beregninger, selv om konsum av arv vil skje lenger fram i tid enn beregningsperioden vår.

For scenarioet der alle pensjonskassene selger alle sine aksjer blir det forventede konsumtapet dermed 276 544 mill. kroner, mens det for scenarioet der alle pensjonskassene selger halvparten av aksjene sine blir 132 101 mill. kroner. Dette innebærer en årlig forventet reduksjon i konsum på hhv. 13 827 mill. kroner og 6 605 mill. kroner.

I Økonomiske analyser 3/2013, viser SSB effekten på konsum og BNP-fastland av en endring i spareraten. Ved å benytte forholdet mellom effektene på konsum og BNP-fastland, kan man finne en faktor for å regne seg fra konsumtapet ovenfor, til BNP-fastlandstap. Med denne beregningsmetoden blir reduksjonen i BNP-fastland 34 prosent av konsumtapet. I scenarioet der alle pensjonskassene selger alle sine aksjer er BNP-tapet beregnet lik 94 025 mill. kroner, mens det i scenarioet der alle pensjonskassene selger halvparten av sine aksjer blir 44 914 mill. kroner. Merk at disse effektene vil fordele seg over 20 år og at BNP-tapet er i faste priser.²⁷

For å omregne framtidige størrelser til dagens verdi er det vanlig å bruke en justeringsfaktor som kalles kalkulasjonsrente i samfunnsøkonomiske analyser.²⁸ Kalkulasjonsrenten kan sees på som et uttrykk for en tidspreferanse ved at framtidige verdier er mindre verdt enn verdier i dag. Standard kalkulasjonsrente er fire prosent, og er benyttet for å justere tallene i Tabell 6-3.

²⁶ Halvorsen, Elin (2011), Norske husholdningers sparing, Økonomiske analyser 3/2011, Statistisk sentralbyrå

²⁷ Hadde vi tatt hensyn til multiplikatoreffekter av at en persons konsumreduksjon også påvirker andres konsum negativt, blir virkningen på konsum og BNP større enn i våre beregninger

²⁸ Rundskriv R-109/2014 Prinsipper og krav ved utarbeidelse av samfunnsøkonomiske analyser (2014), Finansdepartementet

Tabell 6-3. Samfunnsøkonomisk tap pga. redusert konsum og reduksjon i BNP-fastland, justert med standard kalkulasjonsrente på fire prosent. Mill. kroner. 2018-2037.

Scenario	Konsumtap over perioden	Tap i BNP-fastland i faste priser over perioden
1: Alle pensjonskassene selger alle sine aksjer	155 550	52 887
1: Kun 50 prosent reinvestering	76 134	25 886
2: Alle pensjonskassene selger halvparten av sine aksjer	74 674	25 389
2: Kun 50 prosent reinvestering	38 264	13 010

Beregningen av hvor mye lavere verdiskapingen i Fastlands-Norge blir når det er grunn til å vente lavere aksjeinntekter fra utlandet er basert på flere forutsetninger. Uavhengig av forutsetningen er vår konklusjon at det forventede verdiskapingstapet er betydelig. Forventet verdiskapingstap følger av at norske pensjonskasser har plassert betydelige beløp i utenlandske aksjemarkeder og at disse plasseringene må reduseres som følge av nye regulatorisk bestemte kapitalkrav.

6.2 Pensjonskassenes aksjesalg gir reduserte bedriftsinvesteringer og fall i BNP

Pensjonskassene er en vesentlig aktør på det norske egenkapitalkapitalmarkedet. Per 31. desember 2015 var verdien av pensjonskassenes norske aksjeportefølje 29,6 mrd. kroner. Det tilsvarer ca. 1,5 prosent av markedsverdien til aksjer på Oslo Børs.

En konsekvens av strengere kapitalkrav overfor norske pensjonskasser, i tråd med Solvens II, er pensjonskassene raskt vil trekke seg ut av investeringer som aksjer, selv om utbetalingsforpliktelsene ligger langt fram i tid. I dette avsnittet skal vi beregne konsekvensene av et alternativ der pensjonskassene raskt trapper ned sine investeringer i det norske aksjemarkedet.

6.2.1 Etterspørselsfall i aksjemarkedet forårsaker et fall i aksjekurser

På kort sikt er det rimelig å anta at beholdningen av norske aksjer er gitt. Aksjeemisjoner reagerer ikke på små markedsfluktasjoner, og krever dessuten styregodkjenning.

Prisen på en aksje er på lang sikt bestemt av forventet neddiskontert framtidig utbytte av å holde aksjen og risikopremien. På kort sikt er det derimot flere ting som spiller en rolle, og tilbud og etterspørsel i kapitalmarkedet avgjør den løpende verdien av en aksje.

Når en stor aksjeinvestor raskt reduserer etterspørselen, vil normalt aksjekursene falle. Dette gjelder uavhengig av om etterspørselsendringen skyldes ny vurdering av forventet utbytte, ny vurdering av risiko eller som i vårt tilfelle – endret reguleringsregime.

Effekten på aksjekursen av at en stor aksjeinvestor reduserer etterspørselen etter aksjer vil avhenge av hvor mange kjøpere det er. Aksjemarkeder i ulike land er bundet sammen ved at aktører normalt er aktive i en rekke lands markeder og sammenligner. Hvor mange kjøpere det er i de ulike lands aksjemarkeder er påvirket av hvor godt sammenkoblet aksjemarkedene er. Internasjonal økonomisk litteratur har lenge vist at ulike lands aksjemarkeder ikke er perfekt sammenkoblet. Eksempelvis viste de britiske økonomene Levin og Wright (2006) i et stort økonometrisk arbeid basert på britiske data at etterspørselskurven i aksjemarkedet er fallende på kort sikt.²⁹ Når etterspørselskurven er fallende innebærer det at dersom en (stor) aksjeinvestor ønsker å selge sine aksjer må prisen – aksjekursen – settes ned for at aksjen skal bli solgt.

Det er for øvrig et velkjent fenomen i samfunnsøkonomien at det i de fleste land er en tendens til at sparere generelt foretrekker å spare i eget land framfor i utenlandske kapitalmarkeder, med andre ord at det er en såkalt home bias-effekt i de fleste lands kapitalmarkeder.³⁰ Det omtales som «the equity home bias puzzle», der puzzle peker på at det rasjonelle egentlig er en internasjonalt differensiert portefølje, når kapitalmarkeder er perfekte og økonomiske forhold i land er like.

Det er nærliggende å stille spørsmål om hvorvidt det da kan kalles et «puzzle», siden vi vet at kapitalmarkeder ikke er perfekte og at det er mange økonomiske, politiske og samfunnsmessige forhold som gir grunn til å investere mer i noen land og mindre i andre land. Eksempler er valutakursvolatilitet, informasjonsasymmetri og usikkerhet rundt den politiske situasjonen.

Denne skjevheten mot hjemlig sparing og hjemlige finansinvesteringer innebærer at innenlandske bedrifter er relativt mer avhengige av innenlandsk kapital, enn utenlandsk kapital. Videre betyr det at endringer (for eksempel gjennom lover og regler) som har implikasjoner for mengden kapital i omløp i det innenlandske finansmarkedet, har konsekvenser for bedrifter som finansierer investeringer gjennom finansmarkedet.

Eksistensen av home bias er et argument for at aksjekursene må falle mer i et lite aksjemarked enn et stort, dersom en stor aksjeinvestor ønsker å selge seg ut.

Dersom pensjonskassene selger sine norske aksjer over en kort tidsperiode vil det etter vår vurdering klart ha den konsekvens at norske aksjekurser vil falle uavhengig av ny informasjon om framtidig utbytte eller risiko. De ovenstående momentene er argumenter for at effekten av aksjesalg har fullt utslag i aksjeverdier, pga. gitt aksjebeholdning på kort sikt.

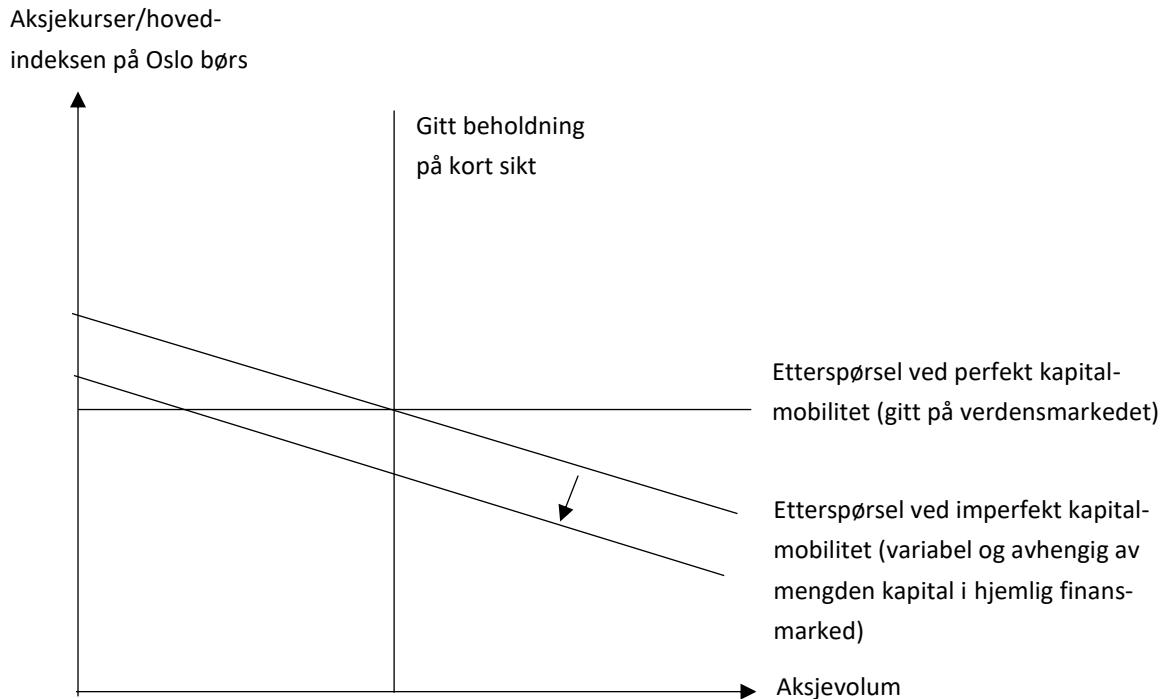
²⁹ Eric J. Levin, Robert E. Wright (2006), "Downwards sloping demand curves for stock?", *Studies in Economics and Finance*, Vol. 23 (I), s. 51 - 74

³⁰ Effekten ble først drøftet vitenskapelig i 1980 av de amerikanske økonomene C. Horioka og M. Feldstein ("Domestic Saving and International Capital Flows"). Se for øvrig også Menon (2015): «Kapitalbeskatning og investeringer i norsk næringsliv» for en drøfting av relevansen for Norge.

Pensjonskassenes aksjebeholdning utgjør som nevnt 1,5 prosent av verdiene på Oslo Børs. Basert på antagelsen at aksjesalget vil slå fullt ut i aksjekursene på kort sikt, kan aksjeprisfallet som følge av pensjonskassenes aksjesalg settes til 1,5 prosent.

Mekanismen er visualisert i Figur 6.2.

Figur 6.2 Etterspørselsfall i aksjemarkedet gir fullt utslag i aksjekurser på kort sikt.



6.2.2 Aksjekursfall kan gi BNP-tap på inntil kr 1 109 mill. kroner

Et aksjekursfall som følge av pensjonskassers aksjesalg vil også påvirke bedrifters muligheter til å finansiere egne investeringer. Emisjon av aksjer eller salg av egne aksjer er en viktig finansieringskilde for virksomheter som ønsker å investere. Lavere aksjekurser vil, alt annet likt, gjøre det vanskeligere å finansiere en gitt investering. Dermed må en gjennomsnittsinvestering gi høyere avkastning enn før for å bli realisert, alt annet likt.

Baker, Stein og Wurgler (2003) viser empirisk at bedriftsinvesteringer varierer med aksjekursen for bedrifter som er avhengige av ekstern egenkapital for å finansiere investeringer. I Økonomiske analyser 1/2016, benytter Statistisk sentralbyrå deres makroøkonomiske kvartalsmodell, KVARTS, til å beregne hvordan internasjonale aksjekurser påvirker realøkonomien.

I modellen har aksjekurser konsekvenser for norsk økonomi gjennom en såkalt finansiell akseleratormekanisme. Denne modellegenskapen innebærer at finans- og kredittmarkedene påvirker realøkonomien, og er en modellutvikling som har skjedd bl.a. i de makroøkonomiske modellene til

sentralbanker verden over etter finanskrisen i 2008. Finanskrisen synliggjorde realiteten i finansiell akseleratormekanismen.³¹

I den finansielle akseleratoren bestemmes aksjekurser, aggregert kreditt og investeringene i foretakssektoren simultant gjennom at en reduksjon i aksjekurser fører til reduksjon i kredittvolumet, som reduserer investeringer, som igjen har tilbakevirkende kraft på kreditt og aksjekurser.

SSBs modellsimulering er en partiell analyse, der alle andre modelluavhengige (andre enn den internasjonale aksjekursindeksen MSCI) holdes uendret. For eksempel holdes internasjonal økonomisk vekst og penge- og finanspolitikken uendret, mens kronkursen mot euro inngår i modellen og blir tillatt å variere. Modellen etablerer en alternativ bane for norsk økonomi for perioden fra og med 2. kvartal 2015 til og med 4. kvartal 2019.

I Figur 6.3 under, kan man se effektene av et tenkt fall i internasjonale aksjekurser på norsk økonomi i SSBs alternativberegning. I modellen har internasjonale aksjekurser kun effekt på norsk økonomi gjennom norske aksjekurser. Næringsinvesteringene rammes kraftigst av sjokket i aksjekursene, som følge av at det er gjennom næringsinvesteringene at sjokket virker inn på resten av økonomien, fordi foretakssektoren får dårligere tilgang på kreditt.

Figur 6.3. Faksimile av figur i boks 2.3. i Økonomiske analyser 1/2016. Prosentavvik fra alternativbane.

Virkinger av et fall i internasjonale aksjekurser ¹					
	2015	2016	2017	2018	2019
BNP Fastlands-Norge	0	-0,2	-0,1	0	0
Konsum i husholdningene mv.	0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Arbeidsledighetsrate (nivå)	0	0,04	0,03	0,02	0,01
Investeringer Fastlands-Norge	-0,1	-1,2	-0,8	-0,3	0
Næringsinvesteringer	-0,2	-2,8	-1,9	-0,6	0
Industriinvesteringer	-0,1	-2,3	-3,4	-2,1	-1,1
Boliginvesteringer	0	0	0	-0,1	-0,2
Eksport	0	0	0	0	0
Import	0	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1
Årslønn	0	0	0	-0,1	-0,1
Boligpriser	0	0	-0,1	-0,2	-0,2
Hovedindeksen på Oslo Børs	-2,7	-20,3	-11,9	-4	0,9
Memo: Global MSCI-aksjekursindeks	-2,7	-21,5	-17,9	-11,1	-5,4

¹ Differansen i prosent mellom referansesbanen og alternativbanen der den internasjonale MSCI aksjekursindeksen ligger fast på nivået for 2. kvartal 2015 ut prognoseperioden i alternativbanen.

Kilde: Økonomiske analyser 1/2016, Statistisk sentralbyrå

³¹ Se for eksempel de følgende for mer om makroøkonomiske modeller med en finansiell akseleratormekanisme: Bernanke, Ben S., Mark Gertler og Simon Gilchrist (1999): (red: J.B. Taylor og M. Woodford. The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework, Handbook of Macroeconomics, Vol. 1, 1999, Hammersland og Træe (2013) og Hammersland og Jacobsen.

Ved å bruke snittet av forholdstallene mellom prosentvis endring i næringsinvesteringer og prosentvis endring i hovedindeksen på Oslo børs i SSBs beregninger i 2016, 2017 og 2018, finner man hvor følsom (elastisk) bedriftenes investeringer er for endringer i aksjekurser. Følsomheten kan i SSBs modell beregnes til 0,15 i de aktuelle årene 2016-2018.

Dersom man benytter denne følsomheten (elastisiteten) og multipliserer den med vårt anslag på aksjekursendringen (pensjonskassenes andel av Oslo børs, dvs. 1,5 prosent), får man et anslag på effekten på næringsinvesteringene ved at pensjonskassene selger alle sine norske aksjer. Beregnet på denne måten vil næringsinvesteringer i Norge falle med ca. 0,23 prosent.

Næringsinvesteringer i år 2018 forventes å nå et nivå på 181 385 mill. kroner, i 2005-priser.³² En 0,23 prosents reduksjon i næringslivets investeringer i 2018 vil dermed tilsvare en reduksjon på 572 mill. kroner i 2016-priser.

Simulering av effekter med den makroøkonomiske modellen NAM

Pensjonskassene er en langsiktig investor, og bidrar dermed til stabilitet i det norske finansmarkedet. Dersom innføring av nytt regelverk innebærer en rask tilpasning fra pensjonskassenes side, vil det at pensjonskassene trekker seg ut av aksjemarkedet bety et umiddelbart fall i aksjekurser, men også mer volatilitet i finansmarkedet. Også økt volatilitet har realøkonomiske konsekvenser fordi finansmarkedet i større grad vil preges av kortsiktig og medsyklisk atferd som dermed forverrer konjunkturer. For å sammenfatte konsekvensene av aksjekursfallet på ulike økonomiske størrelser har vi gjennomført simuleringer i Samfunnsøkonomisk analyses makromodell NAM.

NAM står for *Norwegian Aggregate Model*. Det er en kvartalsmodell som gir prognoser for de viktigste makroøkonomiske størrelsene i norsk økonomi. NAM er et modellprosjekt som strekker seg fra professor ved Universitetet i Oslo, Ragnar Nymoens, tidlige økonometriske arbeider av lønns- og prisutviklingen i Norge. Siden da har også professor Gunnar Bårdsen ved NTNU i Trondheim deltatt i videreutviklingen av modellen.

NAM brukes i dag både til forskningsformål og for undervisning. Versjoner av modellen er operative for å utarbeide prognoser for den norske makroøkonomien, og en utvidet versjon brukes i Finanstilsynet for stresstesting av finansiell stabilitet.

Viktige forutsetninger for modellens resultater er anslag på petroleumsinvesteringene, offentlig konsum, den økonomiske aktiviteten i norske eksportmarkeder, prisveksten og rentenivået hos Norges handelspartnere og oljeprisen.

De økonomiske sammenhengene som er tallfestet gir modellprognoser for blant annet BNP Fastlands-Norge, prisstigningen, importvektet kronkurs, lønnsvekst, ledighetsnivået, kredittveksten (K2) og flere norske rentesatser.

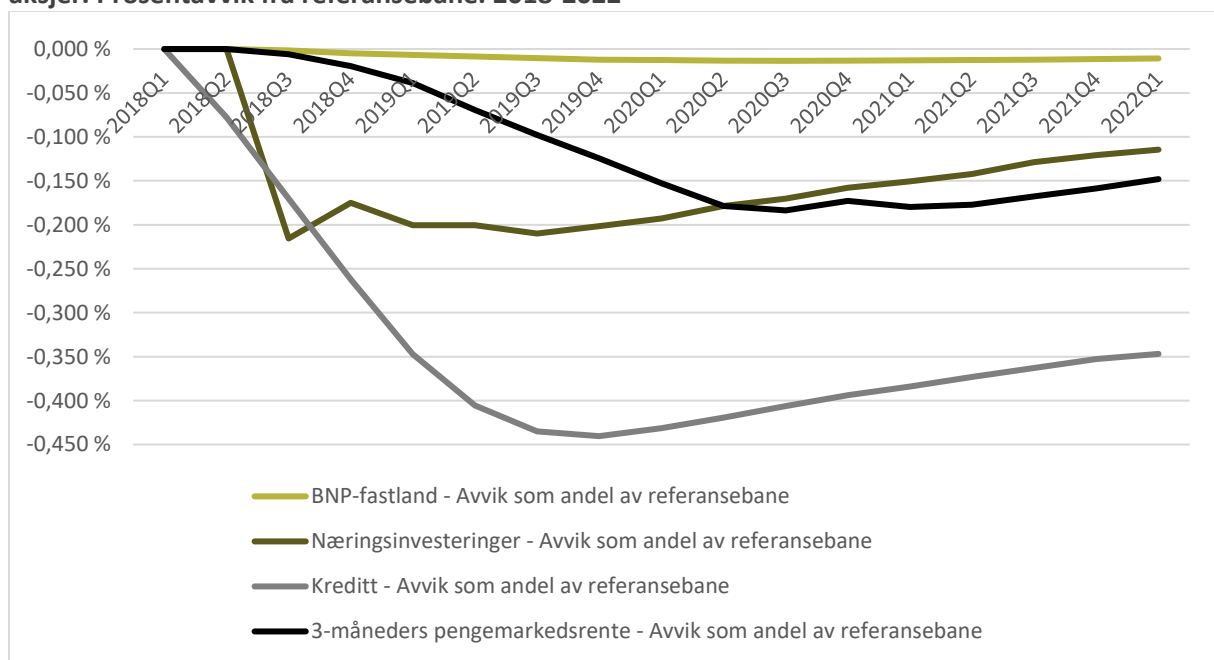
³² For prognoser for volumendringen i bruttoinvesteringer i næringer, se for eksempel Økonomiske analyser 4/2016, som er brukt i vårt tilfelle

I NAM fører endringer i aksjekurser til endret kredittvekst, som igjen har effekt på næringsinvesteringene.

Vi har gjort to stokastiske simuleringer med NAM for perioden 2018-2022; ett for scenarioet der alle pensjonskassene selger alle sine aksjer og ett for scenarioet der pensjonskassene samlet selger halvparten av sine aksjer.

I begge simuleringene har vi innført en alternativ bane for aksjekursvariabelen (MSCI equity price Norway), som innebærer en forverring i aksjekurser. I modellen tar det ett kvartal før kredittveksten påvirkes av aksjekurser, og enda ett kvartal til før kredittveksten har effekt på næringsinvesteringene og andre deler av økonomien. Aksjekursendringen er tilpasset slik at effekten på næringsinvesteringene de første fire kvartalene er lik den som følger av elasticiteten mellom aksjekurser og næringsinvesteringer i SSBs beregninger (jf. Figur 6.4). Dvs. at effekten av reduksjonen i aksjekurser på næringsinvesteringene er tilnærmet lik årseffekten som følger av SSBs beregninger (som er ulik i de to scenarioene) for perioden tredje kvartal 2018 til tredje kvartal 2019.

Figur 6.4 NAM-simulering med aksjekursfall i 2018. Scenario der alle pensjonskassene selger alle sine aksjer. Prosentavvik fra referansebane. 2018-2022



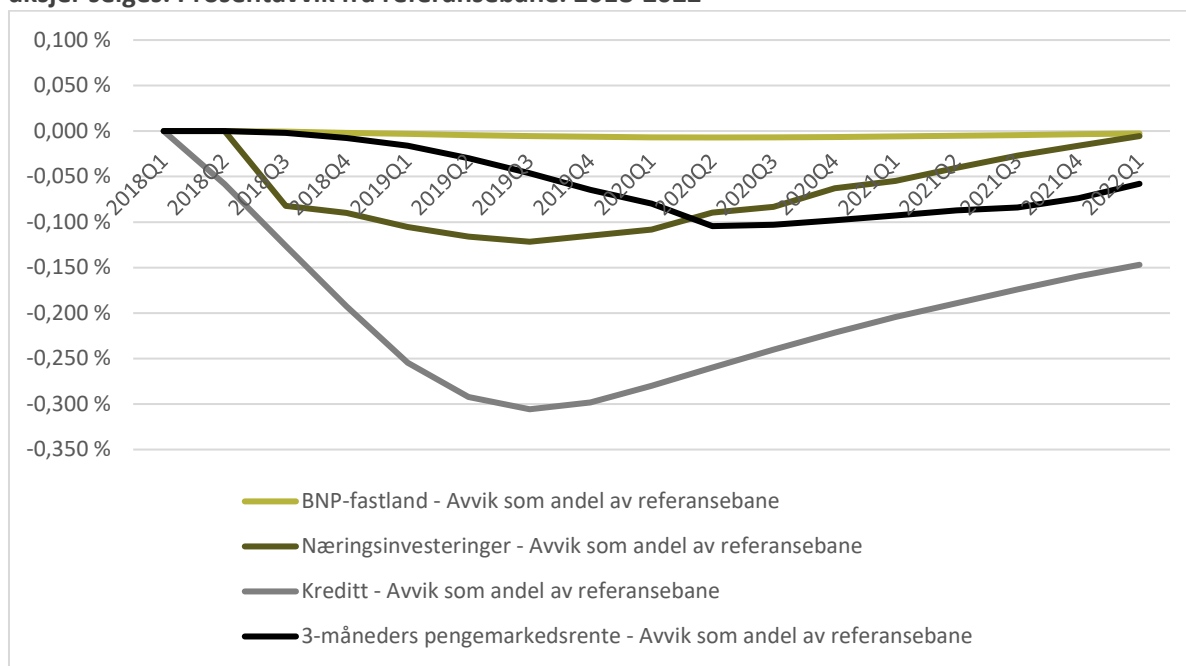
Kilde: Samfunnsøkonomisk analyse

Modellresultatene for scenarioet der alle pensjonskassene selger alle sine aksjer er oppsummert i Figur 6.4 og viser at aksjekursfallet med påfølgende fall i næringsinvesteringer påvirker BNP-fastland negativt. Etter det initiale sjokket skjer det en gradvis innhenting, dvs. at alle variablene returnerer til referansebanen. Men også så sent som i 2022 vil Fastlands-Norges BNP ligge under den opprinnelige vekstbanen.

Som det også framgår av figuren er konsekvensene for norsk økonomi (samlet) beskjedne i prosentandeler. Avvik fra BNP-utviklingen uten aksjekursfall er hvert kvartal under -0,1 prosent. Men

ser vi på absolutte tall, ser vi likevel at effekten er betydelig. For hvert av årene 2020 og 2021 betyr aksjekursfallet utløst av pensjonskassenes aksjesalg en reduksjon i BNP-fastland på ca. 306 mill. kroner, neddiskontert og i 2016-priser. Det betyr at Norge i perioden 2018 - 2022 får redusert årlig BNP med om lag 1 109 mill. kroner, neddiskontert og i 2016-priser, som følge av innføringen av Solvens II.

Figur 6.5. NAM-simulering med aksjekursfall i 2018. Scenario der halvparten av pensjonskassenes aksjer selges. Prosentavvik fra referansebane. 2018-2022



Kilde: Samfunnsøkonomisk analyse

Simuleringsresultatene for scenario 2, der kun halvparten av pensjonskassenes aksjer selges, er oppsummert i Figur 6.5. Effektene har de samme fortegnene som i det mer ekstreme scenario 1, men er mindre i størrelsesorden.

For hvert av årene 2020 og 2021 betyr aksjekursfallet utløst av pensjonskassenes aksjesalg en reduksjon i BNP-fastland på ca. 140 mill. kroner, neddiskontert og i 2016-priser. Det betyr at Norge i perioden 2018 - 2022 får redusert årlig BNP med om lag 452 mill. kroner, neddiskontert og i 2016-priser, ved innføring av strengere kapitalkrav.

Pensjonskassene hadde 31.12.2015 en beholdning av norske bedriftsobligasjoner til en verdi av 102 332 mill. kroner. Norske bedriftsobligasjoner er ansett som mindre risikofylte enn aksjer, siden det for det meste er store bedrifter som utsteder obligasjoner. Likevel er få norske bedrifter ratet, dvs. at norske bedriftsobligasjoner er angitt høy risiko i Finanstilsynets stresstester, som utgjør grunnlaget for nytt kapitalkrav. Dermed kan pensjonskassene måtte nedskalere også sin beholdning av norske bedriftsobligasjoner og redusere sin etterspørsel etter denne typen finansobjekt i framtiden. Dette er ikke tatt hensyn til i beregningene.

Som det framgår er de realøkonomiske virkningene av at pensjonskassene går ut av det norske aksjemarkedet mindre enn virkningen av at de må selge utenlandske aksjer. Det følger av pensjonskassenes fordeling av dagens aksjeinvesteringer mellom norske og utenlandske aksjer. Like fullt er den realøkonomiske virkningen av tilbaketrekning fra det norske egenkapitalmarkedet betydningsfull.

7 Den vanskelige avveiningen – nytte og kostnader ved strengere kapitalreguleringer

Regulering av leverandører av langsiktig pensjonskapital er godt begrunnet med at samfunnet er avhengig av det er tillit til soliditeten til landets finansinstitusjoner. For alle er det viktig at langsiktige pensjonsløfter holdes. Spørsmålet om hva som er en best mulig regulering av pensjonskasser (og av langsiktig pensjonskapital mer generelt) kompliseres av at de krav som stilles til sikkerhet i dag også har virkninger for viljen og evnen til å ta risiko i kapitalforvaltningen og dermed utsiktene til framtidig avkastning. Når det fungerende reguleringsregimet endres, må endringene begrunnes med hvilke samfunnsmessige hensyn som tilsier endringer, og at endringene gir en nettogevinst for landet.

Denne utredningen peker på flere mulige samfunnsøkonomiske tap ved å stille vesentlig strengere kapitalkrav til alle pensjonskasser. Utredningen har vist at et langsiktig forvaltningsperspektiv gir en betydelig reduksjon i risikoen for at pensjonskassene ikke klarer å møte porteføljens avkastningsgaranti. En reguleringsendring som favoriserer for lav risikotaking vil dermed være samfunnsøkonomisk ineffektiv. Det er vanskelig å se begrunnelsen for reguleringsendringer som øker pensjonskassenes risiko for ikke å møte sine forpliktelser.

Vår vurdering er også at forslaget til strengere kapitalkrav for pensjonskasser kan gi betydelige samfunnsøkonomiske tap. Det er vanskelig å se hvilke gevinster av den foreslåtte reguleringsendringen som motsvarer disse kostnadene.

7.1 Reguleringenes nytte og kostnader

Utgangspunktet for denne analysen er at regulering og tilsyn med den finansielle soliditeten hos leverandører av langsiktige pensjonsgarantier er viktig. Det er uten tvil reell markeds- og forsikringsrisiko knyttet til å påta seg framtidige garantier i forvaltningen av langsiktig pensjonskapital. Å sikre tilstrekkelig sikkerhet i dag for at framtidige forpliktelser blir innfridd og at ressurser allokeres på en fornuftig måte er av stor betydning for både egen styring av pensjonskasser og for myndighetenes regulering.

Spørsmålet om hva som er en best mulig regulering av pensjonskasser (og av langsiktig pensjonskapital mer generelt) kompliseres av at de krav som stilles til sikkerhet i dag også har virkninger for viljen og evnen til å ta risiko i kapitalforvaltningen og dermed utsiktene til framtidig avkastning. Siden ny kapital som skal utgjøre sikkerhet har alternative anvendelsesområder og/eller kan være vanskelig å reise, vil en tilpasning til krav om mer sikkerhet være å redusere risikoeksponeringen som tas i kapitalforvaltningen. Typisk har man sett at livsforsikringsselskaper underlagt nye Solvens II-krav har redusert sin risikoeksponering for å treffe mest mulig presist den garanterte avkastning som er lovet for dermed å minimere behovet for ny kapital. Denne sammenhengen gjør

at man kan si at det er en avveining mellom på den ene siden regulatoriske krav til sikre kapitalbindinger i dag og på den annen side høyest mulig forventet framtidig avkastning på pensjonskapitalen. Den politiske utfordringen for lovgiver og regulator er å treffe rett i denne avveiningen.

En annen side ved denne avveilingen er at den kan sies å uttrykke at enhver regulering har en kostnad. Kostnaden oppstår dersom reguleringen overprøver pensjonsaktørenes egne vurderinger og fører til en annen tilpasning enn de ellers ville valgt. Dette er en kostnad både for den enkelte medlem og pensjonist, for pensjonskassen selv og for samfunnet som helhet. De samfunnsøkonomiske virkninger følger av at pensjonskassene er vevd inn i samfunnsøkonomien via kapitalmarkedene. Også på andre områder kan man gjøre samme betraktning. Et eksempel er såkalte skattekiler, dvs. at det er kostnader ved å innkreve en skattekrone til. Det skal med andre ord være gode argumenter for å kreve inn ekstra skatt. På samme måte skal det være gode og eksplisitte argumenter for at gevinstene samfunnet vinner ved strengere regulatoriske kapitalkrav står i et rimelig forhold til den kostnaden reguleringsendringen gir.

Forslaget til nye kapitalkrav for pensjonskasser har dermed både nytte og kostnader. Analysen av sammenhengen mellom nye krav og evne til langsiktig risikotagning og de påfølgende samfunnsmessige kostnader er det sentrale spørsmålet i denne analysen.

7.2 Norge har regulatorisk handlefrihet

I kapittel 3 viste vi til den lange prosessen EU har vært gjennom for å komme fram til et nytt reguleringsregime for pensjonskasser. Konklusjonen var at pensjonskasser og lignende pensjonsordninger blir underlagt andre kapitalkrav enn livsforsikringsselskap.

Dagens norske regulering av pensjonskasser er i tråd med kommende europeisk regulering (IORP II). Denne reguleringen åpner imidlertid også for at hvert enkelt land kan velge strengere regulering av pensjonskasser. Så vidt det vites planlegger ingen europeiske land å regulere pensjonskassers kapitalkrav like strengt som hva som følger av Solvens II, men det er anledning til det.

Norske myndigheter har i realiteten betydelig nasjonal handlefrihet, formelt og reelt. Dermed er det sentrale spørsmålet: Hva er den realøkonomiske begrunnelsen for å endre reguleringsregime? Hvorfor bør dagens regulering av pensjonskasser endres, dvs. hva er svakheten med dagens reguleringsregime? Slik forslaget til ny regulering av norske pensjonskasser er formulert går norske myndigheter fra et regime med relativ mild regulering til trolig den strengeste regulering i Europa. Hva er begrunnelsen for denne endringen?

7.3 Vanskelig å se hva som er gevinstene ved strengere regulering

I en begrunnelse for strengere regulering av norske pensjonskasser må det dokumenteres hvorfor dagens regulering ikke er tilstrekkelig. En grunn kan være at de står overfor betydelige utfordringer i å innfri sine forpliktelser og at dette ikke erkjennes av den enkelte pensjonskasse. Det er likevel ikke opplagt at en streng regulering skal omfatte *alle* pensjonskasser. Som påpekt i kapittel 5 er

det store forskjeller i bufferkapitalutnyttelse mellom pensjonskasser. En generell regulering vil endre adferd hos alle pensjonskasser. Fortsettelse av dagens risikobaserte tilsyn, vil begrenses til de kasser som har reelle og vesentlige utfordringer. Det er vanskelig å se gevinsten i å gå fra risikobasert tilsyn til en generell regulering, utover at risikobasert tilsyn er noe mer ressurskrevende for tilsynsmyndighetene. Uansett må de realøkonomiske gevinster og kostnader ved en slik reguleringsendring begrunnes.

I kapittel 4 viser vi hvordan langsiktig pensjonsforvaltning kan oppnå en betydelig risikojustert avkastningsgevinst. Vi viste hvordan et langsiktig forvaltningsperspektiv gir en betydelig reduksjon i risikoen for at pensjonskassene ikke klarer å møte porteføljens avkastningsgaranti. En reguleringsendring som favoriserer for lav risikotaking vil dermed være samfunnsøkonomisk ineffektiv. Det er vanskelig å se begrunnelsen for reguleringsendringer som øker pensjonskassenes risiko for ikke å møte sine forpliktelser.

Vår vurdering er at gevinster ved reguleringsendringer bør holdes opp mot *både* argumentene for at pensjonskassene bør forbli langsiktige investorer i aksjemarkedet og de tallstørrelser for mulig samfunnsøkonomiske tap som følger av forsert salg av aksjer til fordeler for obligasjoner og andre sikrere plasseringer.

Det er bragt fram ulike argumenter for reguleringsendringer som ikke nødvendigvis er koblet til direkte samfunnsøkonomisk nytte, men heller er av mer systemisk art.

Et slikt forhold er behovet for likebehandling eller symmetri mellom livsforsikringselskap og pensjonskasser, trolig ut fra en tanke om de ulike selskapsformene konkurrer om pensjonskontrakter.

Andre argumenter kan være å sikre at enkeltaktører ikke utnytter ulik regulering av likartede markeder (regelverksarbitrasje) eller rett og slett at aktører som ligner på hverandre skal reguleres likt.

Som redegjort i kapittel 2 og 4, kan det stilles spørsmål til relevansen av å se på livsforsikringselskap og pensjonskasser som like selskapsformer. Pensjonskasser er opprettet utelukkende for å ivareta sponsors pensjonsforpliktelser og konkurrerer slik sett ikke om å forvalte pensjonsforpliktelser for andre. Som påpekt i kapittel 2 har de også en meget forutsigbar utbetalingsprofil og blir ikke gjenstand for panikkartede situasjoner hvor pensjonistene vil flytte sine avtaler. En regulering begrunnet i behov for symmetri eller likebehandling må derfor begrunnes utførlig. Også ved en slik systemisk diskusjon er det rimelig å vente at kostnader ved ulik behandling veies opp mot gevinster ved lik behandling.

Vår vurdering er at de samfunnsøkonomiske kostnadene ved forslaget til strengere kapitalkrav for pensjonskasser er betydelig. Det er vanskelig å se hvilke gevinster av den foreslåtte reguleringsendringen som motsvarer disse kostnadene.

8 Vedlegg

8.1 Thorstein Øverlands kommentarer, Pensjonsforum 9. september 2016

Nedenfor presenteres kommentar fra Thorstein Øverland til en foreløpig framleggelse av denne rapportens konklusjoner 9. september d.å. Kommentarene vedlegges i sin helhet for å eksemplifisere hvordan pensjonskassers ledelse tenker om sitt ansvar for pensjonsutbetalinger og forvaltning av pensjonskapitalen. Thorstein Øverland er siviløkonom og i dag rådgiver i Pensjonistforeningen.

Vi har nettopp fått presentert de foreløpige konklusjonene fra analysen av kapitalkravene til norske pensjonskasser. Det er mange faktorer som skal vurderes, og en del kryssende hensyn skal avveies mot hverandre. Alle hensyn er imidlertid ikke like viktige. Ved første øyekast kan det være fristende å si at det viktigste må være å redusere risikoen mest mulig. Det blir etter min mening helt feil. Det viktigste kravet til rammevilkårene for leverandører av livsvarig tjenstepensjon er dette: Pensjonsleverandørene må kunne forvalte pensjonskapitalen på en måte som gjør at pensjonenes kjøpekraft opprettholdes. Dette er spesielt viktig for private tjenstepensjonsordninger, for her er reguleringen av pensjonene avhengig av at avkastningen er tilstrekkelig.

Er dette kravet oppfylt gjennom dagens regelverk for livsvarig privat tjenstepensjon? Det finnes i dag slike pensjonsavtaler til en verdi av 550 mrd. kr. Ganske nøyaktig 2/3 er plassert i livselskaper, 1/3 i pensjonskasser. De to typer pensjonsleverandører har i mange år arbeidet med like rammevilkår. Likevel er resultatene vidt forskjellige. *Livselskapene* har ikke vært i stand til å regulere pensjonene på mange år, delvis på grunn av kostnadene knyttet til økt levealder. Men livselskapene forteller at selv når denne regningen er betalt, kan de forsikrede ikke regne med regulering av pensjonene.

Annerledes med *de private pensjonskassene*. Et eksempel: Hydros pensjonskasse har siden 1992 hvert år sammenlignet sin avkastning med gjennomsnittet for de 6 største livselskapene. Hydros pensjonskasse har kommet bedre ut enn livselskapene nesten hvert år. Forskjellen blir stadig større: Den årlige avkastningen slår livselskapene med gjennomsnittlig 2 prosent de siste 10 årene, og 2,6 prosent de siste 5 årene. Dermed er avkastningen god nok til at pensjonskassen både kan dekke den garanterte renten og regulere pensjonene slik at kjøpekraften opprettholdes. Og Hydros pensjonskasse er ikke alene om å klare dette. De fleste andre kassene oppnår lignende resultater.

Det er lett å peke på årsaken til at de samme rammevilkårene gir så forskjellige resultater. Livselskapene forvalter forsikringskapitalen kun ut fra hva som tjener aksjonærene best. Så lenge de må betale 100 prosent av eventuelle underskudd, mot å få maksimum 20 prosent av eventuelle overskudd, vil ikke livselskapene ta mer risiko i kapitalforvaltningen enn det som skal til for å dekke den garanterte renten. Pensjonskassene er i en annen situasjon. Deres sponsor er samtidig den eneste eller i alle fall den viktigste kunden. Alle overskudd og underskudd vil derfor havne hos

sponsor, enten direkte eller indirekte. Pensjonskassen kan derfor ta investeringsrisiko med utgangspunkt i hva som tjener kunden best.

Dermed er jeg ved min andre kommentar til presentasjonene i dag: Det er ikke fremkommet noen behov for å gjøre endringer. Dagens rammevilkår fungerer godt for pensjonskassene. De skaper tilstrekkelig avkastning til at kjøpekraften opprettholdes. Pensjonskassene har vært gjennom flere opp- og nedgangsperioder, og har kommet gjennom dem uten særlige problemer. Det er ikke kommet noen direktiver fra EU som tilsier store endringer. Så hvorfor er det nødvendig å endre på noe som fungerer godt? Det kan sikkert gjøres mindre justeringer, men det er ikke til å forstå at det skal være nødvendig å innføre et nytt sett av rammebetingelser som blir de strengeste i Europa.

Et tredje poeng som jeg har lyst til å fremheve, er at det er forskjeller mellom livselskaper og pensjonskasser som gjør at de i praksis vil arbeide på ulik måte. Selv om pensjonskassene er selvstendige selskaper, med drift og forvaltning skarpt adskilt fra sponsor, og med et styre som kun skal ivareta pensjonskassens interesser, så vil det uvegerlig være et visst samspill mellom pensjonskassen og dens sponsor og viktigste kunde - til beste for begge parter. En kan derfor ikke lage et regelverk som ikke tar et visst hensyn til at sponsor faktisk finnes.

Dette ble godt beskrevet i presentasjonen i dag, men jeg vil gjerne også fortelle hvordan dette fungerer i praksis. I 2008 var jeg styreleder i en større kommunal pensjonskasse. Vi gikk inn i dette året med en bufferkapital som tilfredstilte Finanstilsynets anbefalinger. Da aksjekursene begynte å falle, fulgte selvsagt styret og ledelsen situasjonen nøye, med ekstra møter og ukentlige oppdateringer av regnskapet. Spørsmålet var hele tiden om også vi skulle begynne å selge aksjene våre, på samme måte som livselskapene og noen andre pensjonskasser gjorde. Vi holdt selvsagt kommunen orientert om situasjonen og våre vurderinger. På et tidspunkt måtte vi fortelle at vi fortsatt mente at det var riktig å beholde aksjene gjennom krisen, men at det var en viss risiko for at vi kunne komme i en situasjon hvor kommunen måtte sette mer kapital inn i pensjonskassen. Kommunen var enig i vår situasjonsvurdering, og var samtidig innforstått med den risikoen som styrets vedtak påførte kommunen. Det viste seg etter hvert at vi kom gjennom krisen uten å måtte kreve kapitaltilførsel. Aksjeholdningen var intakt, og vi fikk i de følgende to årene godt betalt da aksjekursene igjen steg.

Det behøvde ikke gått slik. Ordfører og rådmann kunne i stedet ha fortalt styret at kommunen ikke ville eller kunne sette mer penger inn i pensjonskassen. Da måtte styret ha innrettet seg etter det, og solgt unna nok aksjer til at risikoen for å komme under kapitalgrensen ble lav nok. Kostnaden ved ikke å ta en viss risiko ville kommet i de følgende årene, ved at pensjonskassen ikke ville fått noen fordel av verdistigningen på aksjer.

Dermed er jeg ved mitt fjerde og siste poeng: Det finnes ikke én bestemt oppskrift på hvordan uventede bevegelser i finansmarkedene skal behandles. Hver krise er forskjellig, og de enkelte aktørene er forskjellige. Regelverket må derfor formes slik at det er mulig for et styre og en ledelse

å vurdere hva som er de beste tiltakene akkurat for deres foretak. Det har forundret meg at det innenfor regulering av bank og forsikring vokser frem en tro på at alt kan forutsies ved hjelp av stadig mer avanserte matematiske modeller, og at det derfor kan utarbeides detaljerte regler for hva som skal gjøres i enhver situasjon. Matematikken gir oss bedre støtte for beslutninger, men vi er ikke kommet dit at styrets og ledelsens arbeid kan reduseres til bare å iverksette et detaljert regelverk som utløses av avansert matematikk.



Samfunnsøkonomisk analyse

Rapport nr. 44-2016

Samfunnsøkonomisk analyse har særskilt fokus på samfunnsøkonomiske problemstillinger i skjæringspunktet mellom næringers og samfunnets interesser, mellom makroøkonomiske utviklingstrekk og markeders respons, mellom individ og samfunn og i tilknytning til samfunnets institusjoner.

Samfunnsøkonomisk analyse AS

Telefon: 97 41 10 01

E-post: post@samfunnsokonomisk-analyse.no

ISBN-nummer:
978-82-93320-53-1 (nett)