

Garanterte pensjonsprodukter

Arbeidsgrupperapport
28. september 2018

Forsideillustrasjon:

Stilisert fremstilling av utviklingen fra 2000 til 2017 i gjennomsnittlig rentegaranti i norske livsforsikringsforetak (arealdiagram) og renten på 10-årige norske statsobligasjoner (prikker), se figur 4.2 i rapporten.

Innhold

1	Innledning	5
1.1	Bakgrunn og mandat fra Finansdepartementet	5
1.2	Arbeidsgruppens tolkning av mandatet	7
1.3	Organisering av arbeidet	8
1.4	Oversikt over innholdet i rapporten	9
2	Gjeldende rett	13
2.1	Innledning	13
2.2	Oppbygging av pensjonskapital	13
2.3	Nye kapitalkrav etter Solvens II	18
2.4	Kapitalforvaltning	19
2.5	Flytting	20
2.6	Konvertering til fripoliser med investeringsvalg	22
3	Regelverksforslag som ikke er gjennomført	24
3.1	Avkastningsbuffer og overskuddsdeling	24
3.2	Flytting av pensjonsmidler	26
3.3	Fripoliser med investeringsvalg	27
3.4	Andre forslag	27
4	Markedet for garanterte pensjonsprodukter	29
4.1	Generelt om garanterte pensjonsprodukter	29
4.2	Utviklingen i markedet	29
5	Generelt om kapitalforvaltning og risiko	40
6	Vurdering av endringer i regelverket	42
6.1	Utgangspunkter	42
6.2	Ordinære fripoliser og ytelsesordninger	44
6.3	Fripoliser med investeringsvalg mv.	58
7	Konklusjoner	66
7.1	Ordinære fripoliser og ytelsesordninger	66
7.2	Fripoliser med investeringsvalg mv.	68
8	Økonomiske og administrative konsekvenser	69
8.1	Konsekvenser for arbeidstakere og forsikrede	69
8.2	Konsekvenser for arbeidsgivere	70
8.3	Konsekvenser for pensjonsleverandørene	70
8.4	Konsekvenser for det offentlige	71
	Vedlegg I – Utvalgt bakgrunnsmateriale	72
	Vedlegg II – Notat fra Storebrand	73

1 Innledning

1.1 Bakgrunn og mandat fra Finansdepartementet

Arbeidsgruppen har fått følgende beskrivelse av bakgrunn og premisser og mandat for arbeidet fra Finansdepartementet:

«Bakgrunn og premisser

Med garanterte pensjonsprodukter menes kontrakter hvor kundene har krav på en bestemt pensjonsytelse. Dette gjelder kollektive ytelsesbaserte pensjonsordninger etter foretakspensjonsloven, herunder fripoliser som utgår fra slike ordninger. Kontraktene som gir garanterte ytelser, kan også være individuelle, som livrenter og IPA. Pensjonsytelsen finansieres gjennom årlige premieinnbetalinger samt tilført årlig avkastning og dødelighetsarv. Pensjonsleverandøren er forpliktet til hvert år å tilføre kontrakten en avkastning tilsvarende kontraktens beregningsrente og dødelighetsarv for å sikre den fremtidige ytelsen. For løpende kollektive foretakspensjonskontrakter kan selskapene i tillegg ta årlig betaling for garantien.

Selv om pensjonsleverandørene alene bestemmer hvordan midlene som er knyttet til kontrakten, skal forvaltes, er risikoen ved forvaltningen av kundens midler fordelt mellom kunde og leverandør. Pensjonsleverandørene har bl.a. adgang til å avsette hele eller deler av kundens rett til overskudd (avkastning ut over garantert rente) på kundemidler til ulike buffere som senere kan reduseres. Blant annet kan urealiserte gevinster samles opp i kursreguleringsfond, og avkastningsoverskudd kan settes av til tilleggsavsetninger. I tillegg kommer at leverandørene kan få særskilt tillatelse til å benytte overskudd (avkastning ut over garantert rente) på kundemidler til å dekke underskudd på risikoresultatet, slik de har hatt anledning til frem til nå for å møte utfordringene med økte avsetningskrav som følge av økt levealder.

Finansdepartementet har i brev av 24. april 2017 til Finans Norge, Finansforbundet, LO og YS vist til at det har vært tatt til orde for å se nærmere på virksomhetsreglene om tildeling av overskudd samt om oppbygging av ulike buffere i forsikringsvirksomhetsregelverket for å bidra til bedre forvaltning av kapitalen i bl.a. fripoliser. I brevet er det pekt på at virkningene av ev. slike regelendringer neppe kan bli betydelige med et lavt rentenivå, men at det likevel er aktuelt å utrede mulige regelverksendringer som kan gi positive virkninger for kundene. Spørsmålene ble senere drøftet i et møte om privat tjenstepensjon i Finansdepartementet 18. mai 2017.

Spørsmålet om forvaltning av fripoliser er senest tatt opp i Innst. 360 S om Finansmarkedsmeldingen (2016-2017). Komiteens flertall, bestående av medlemmene fra Høyre, Fremskrittspartiet og Kristelig Folkeparti, understreker at det ikke er aktuelt å frata kundene rettigheter eller svekke deres stilling for å få utbetalt pensjoner. Eventuelle endringer i kontraktene mellom kunder og livselskaper må skje gjennom økte valgmuligheter for kundene. Departementet vil legge disse prinsippene til grunn for det videre arbeidet på området. Det vises i den forbindelse også til vurderingene i bl.a. Finansmarkedsmeldingene for 2014 og 2015.

Departementet setter nå ned en arbeidsgruppe med medlemmer fra Arbeids- og sosialdepartementet, Finanstilsynet og Finansdepartementet for å vurdere disse spørsmålene. Departementet vil opprette en referansegruppe som skal gi innspill underveis i arbeidsgruppens arbeid.

Mandat

Arbeidsgruppen skal beskrive forvaltningen av kapital knyttet til garanterte ytelser i livsforsikringsforetak og pensjonskasser. I fremstillingen skal det legges vekt på å få belyst hvordan midlene er forvaltet, hvilken avkastning det har vært på midlene, hvordan avkastningen er fordelt, og hvordan risikoen ved forvaltningen av midlene har vært fordelt mellom kunde og leverandør.

Arbeidsgruppen skal vurdere om det er mulig å gjøre endringer i virksomhetsregelverket som klart er til kundenes fordel. En viktig del av utredningen vil være om det finnes regelverksendringer som gir kundene betydelig økte avkastningsmuligheter innenfor en moderat risikoøkning.

Arbeidsgruppen skal vurdere bl.a. regelverket for:

- beregning av verdiutviklingen på kundens midler,
- fordeling av overskudd mellom pensjonsleverandør og kunde
- fond for risikoutjevning, slik som kursreguleringsfond og tilleggsavsetninger
- flytting av pensjonsmidler.

Kundene kan etter gjeldende regler flytte sine pensjonsmidler mellom leverandører, dersom noen vil ta imot kontrakten. Det har den senere tiden vært lite aktivitet i markedet for flytting av garanterte pensjonsprodukter, bl.a. som følge av lave renter og behov for opppreservering for langt liv. Arbeidsgruppen skal vurdere om eventuelle regelendringer kan bidra til et mer velfungerende flyttemarked for garanterte pensjonsprodukter.

I dag kan kundene velge å konvertere fripoliser til fripoliser med investeringsvalg, der kundene bærer finansiell risiko i hovedsak som i en innskuddspensjonsordning. Arbeidsgruppen skal vurdere erfaringene med denne ordningen og eventuelle mulige regelendringer. Arbeidsgruppen skal i den forbindelse også vurdere om selskapene bør ha anledning til å tilføre kundene midler fra egenkapitalen som motytelse for å velge bort rentegarantien.

I vurderingene ovenfor kan internasjonale erfaringer trekkes inn i den grad det er relevant.

Arbeidsgruppen skal redegjøre for økonomiske og administrative konsekvenser av de alternativene som utredes, herunder for pensjonsleverandører, kunder (arbeidsgivere med kollektive ordninger og individuelle rettighetshavere) og det offentlige. Virkningen på konkurransen i markedet og for soliditeten i pensjonsinnretningene skal vurderes. Det skal tas hensyn til virkningene av usikkerhet om bl.a. fremtidig rentenivå og utvikling i levealder. Det skal særlig beskrives hvordan virkningen av ulike alternativer kan avhenge av rentenivået.

Det vises for øvrig til omtalen ovenfor i «Bakgrunn og premisser». Finansdepartementet kan presisere eller gjøre tilføyelser til mandatet. Arbeidsgruppen skal levere sin utredning *innen utløpet av mai 2018.*»

Arbeidsgruppen har fått utsatt frist for å avlevere utredning til september 2018.

1.2 Arbeidsgruppens tolkning av mandatet

Ifølge mandatet skal arbeidsgruppen vurdere om det er mulig å gjøre endringer i virksomhetsreglene som *«klart er til kundenes fordel»*. Målet med slike endringer vil være å gi kundene utsikter til en bedre forventet avkastning målt opp mot den risikoen de må bære på sine pensjonsmidler. Arbeidsgruppen har i tråd med dette vurdert mulige endringer i regelverkene som er løftet frem i mandatet, med sikte på å kartlegge hvilke fordeler kundene kan ha sammenlignet med hva de i tilfelle må gi fra seg.

I individuelle kontrakter og fripoliser er kundene og de som har krav på ytelsene, samme person. I kollektive kontrakter er det arbeidsgiverforetaket som inngår avtale med pensjonsleverandøren og betaler inn premier, og som dermed er kundene. Arbeidsgruppen har likevel lagt til grunn at konsekvensene for de forsikrede må være en sentral del av vurderingen også i disse kontraktene. Arbeidsgruppen har for øvrig ikke vurdert om det bør være ulike virksomhetsregler for kollektive og individuelle fripoliser.

I bakgrunnsomtalen til mandatet er det vist til Stortingets uttalelser i behandlingen av Finansmarkedsmeldingen 2016-2017 hvor finanskomiteens flertall sier at *«(e)ventuelle endringer i kontraktene mellom kunder og livselskaper må skje gjennom økte valgmuligheter for kundene»*. Videre står det at Finansdepartementet vil legge dette til grunn for sitt arbeid på området. Finanskomiteen viser til kontraktene, ikke virksomhetsreglene for leverandørene. Arbeidsgruppen tolker uttalelsen slik at valgfrihet må legges til grunn for eventuelle endringer i avtaleforholdene mellom leverandør og kunde. Etter arbeidsgruppens syn er imidlertid rene virksomhetsregler lite egnet for å gi kundene økt valgfrihet. Virksomhetsregelverket er relativt teknisk og komplekst, og det er ikke enkelt å vurdere fordeler og ulemper ved ulike regelsett, i motsetning til f.eks. ved konvertering til fripoliser med investeringsvalg der det er mulig å danne seg et bilde av hva man mottar, og hva man må gi fra seg. Den jevne forsikringskunde vil ofte ha liten kompetanse til eller interesse av å sette seg inn i konsekvensene av ulike alternativer for f.eks. verddivurderinger, tildeling av overskudd, eller bruk av ulike buffere. Arbeidsgruppen har derfor lagt til grunn at valgfrihet hos kundene ikke er et like tungtveiende hensyn i spørsmål som gjelder pensjonsleverandørenes virksomhetsregler.

Dersom man kommer til at det kan og bør gjøres endringer i virksomhetsregelverket som kommer *«kundene klart til gode»*, bør endringene etter arbeidsgruppens vurdering gjelde for alle kunder.

Ifølge mandatet skal arbeidsgruppen vurdere hvordan virkningen av ulike alternativer kan avhenge av (usikkerhet om) rentenivået og utviklingen i de forsikredes levealder. Arbeidsgruppen viser til at pensjonsleverandørene nå langt på vei har gjennomført oppreserveringen til et nytt dødelighetsgrunnlag (K2013). Det er således mindre grunn til å ta hensyn til at ev. meravkastning må brukes til å finansiere økende levealder i tiden fremover, slik tilfellet har

vært de senere årene. Arbeidsgruppen kan ikke utelukke at en igjen kan komme i en slik situasjon hvor tariffen viser seg å være for svak. Det dynamiske elementet i dødelighetsgrunnlaget tilsier imidlertid at det ikke vil oppstå oppreserveringsbehov i den størrelsesordenen som viste seg ved innføringen av K2013. Arbeidsgruppen legger derfor mer vekt på usikkerhet om rentenivået enn på usikkerheten om levealder.

I vurderingene av hvordan pensjonsleverandørens soliditet påvirkes, er det lagt til grunn at Solvens II-regelverket for livsforsikringsforetakene og de nye soliditetskravene som er vedtatt for pensjonskasser med virkning fra 1. januar 2019, fanger opp risikoen i virksomheten gjennom krav til forsikringstekniske avsetninger og solvenskapital som er basert på markedsverdivurderinger av både passiva og aktiva. Endringer i nivået på disse kravene vil være en indikator på hvordan en regelverksendring påvirker risikofordelingen mellom pensjonsleverandørene og kundene, og verdien av kundenes krav. For eksempel vil lavere solvenskapitalkrav kunne tolkes som at pensjonsleverandøren bærer mindre av risikoen, mens lavere avsetningskrav kan tolkes som at markedsverdien av kundens krav har gått ned.

Arbeidsgruppen har delt inn vurderingen av regelverksendringer i to grupper. Den første om ordinære fripoliser tar for seg mandatets formuleringer om «*beregning av verdiutviklingen på kundens midler*», «*fordeling av overskudd mellom pensjonsleverandør og kunde*» og «*fond for risikoutjevning, slik som kursreguleringsfond og tilleggsavsetninger*» og regelverksendringer som kan bidra til et mer velfungerende flyttemarked. Erfaringene med og mulige endringer i regelverket for fripoliser med investeringsvalg blir deretter vurdert for seg. Arbeidsgruppen har vurdert ulike alternativer for videreutvikling av regelverket, men har ikke anbefalt ferdig utredede løsninger. Dersom noen av tiltakene i rapporten skal gjennomføres, må det derfor videre utredning til.

Arbeidsgruppen har avgrenset sine vurderinger til å gjelde alderspensjonsprodukter, selv om også bl.a. uføre- og etterlattedekninger kan defineres som garanterte pensjonsprodukter. Uføre- og etterlattedekningene er i økende grad ettårige risikodekninger og innebærer dermed ikke på samme måte oppsamling av kapital som skal forvaltes over tid.

1.3 Organisering av arbeidet

Arbeidsgruppen ble nedsatt i november 2017. Arbeidsgruppen har bestått av Remy Edseth (leder), Lars Wahl og Kari Sjørholt fra Finansdepartementet, Jacob Hanssen og Christine Scharff fra Arbeids- og sosialdepartementet og Runa Kristiane Sæther og Jan Hagen fra Finanstilsynet.

Arbeidsgruppens vurderinger står for de enkelte representantenes egen regning, og gir ikke nødvendigvis uttrykk for vurderingen til representantenes arbeidsgivere.

Det ble opprettet en referansegruppe for arbeidet med deltakere fra Akademikerne, Arbeidsgiverforeningen Spekter, Finans Norge, Forbrukerrådet, Hovedorganisasjonen Virke, Landsorganisasjonen i Norge, Næringslivets Hovedorganisasjon, Pensjonskasseforeningen, Unio og YS. Det ble holdt tre møter med referansegruppen. Gjennom Finans Norges deltakelse i referansegruppen har Storebrand bidratt med simuleringer av pensjonsleverandørens tilpasninger til mulige endringer i virksomhetsreglene.

1.4 Oversikt over innholdet i rapporten

I rapporten vurderer arbeidsgruppen regelverket for forvaltning av alderspensjonsprodukter med garanterte ytelser, med vekt på fripoliser som er bevis på opptjent pensjon i kollektive ytelsespensjonsordninger i privat sektor. Fripolisene er «ferdig betalte» kontrakter i den forstand at pensjonsleverandørene etter utstedelsen ikke kan kreve inn ytterligere premier og ved at fripolisen skal finansiere en viss andel av innehaverens lønn basert på lønnsnivået og opptjeningstiden på tidspunktet for utstedelse av fripolisen. Finansavkastningen på forvaltningen er dermed den eneste kilden til midler som kan øke verdien av fripolisen. Siden fripolisen skal gi en garantert ytelse, impliserer dette at en viss minsteavkastning (avkastningsgaranti) er nødvendig for å finansiere den garanterte ytelsen. Dersom ytelsen skal øke i realverdi må avkastningen overstige garantinivået. Bakgrunnen for dette arbeidet er at det over tid har vært liten slik økning i realverdien av pensjonsytelsene fra fripoliser.

Del I av rapporten handler om regelverket for de aktuelle produktene. Arbeidsgruppen har gjort nærmere rede for lov- og forskriftsreglene som regulerer de garanterte pensjonsproduktene i kapittel 2, og i kapittel 3 er det gjort rede for forslag til regelverksendringer som har vært skissert av ulike parter tidligere, men som ikke har blitt gjennomført. Dette gjelder bl.a. forslag om på ulike måter å gi pensjonsleverandørene mer fleksibilitet i oppbygging og bruk av avkastningsbuffer med sikte på mer langsiktig forvaltning av pensjonsmidler, med rom for høyere risikotaking og dermed høyere forventet avkastning i forvaltningen.

I kapittel 4 har arbeidsgruppen redegjort for sin oppfatning av hvordan markedet for de kollektive ytelsesordningene og fripolisene har utviklet seg over tid, herunder hvordan og hvorfor den nåværende situasjonen med lav meravkastning har oppstått.

Ytelsesordningene ble etablert på et tidspunkt der rentenivået var vesentlig høyere enn i dag og hvor avkastningsgarantiene, gjennom premieberegningen, ble satt på et nivå som har vist seg å være for høyt. Etter hvert som ytelsesordningene har blitt avvirket og arbeidstakere har skiftet jobb, har store deler av beholdningen av pensjonskapital fra disse ordningene blitt til fripoliser. Ettersom fripolisene bare er fondert ut ifra lønn og opptjeningstid på utstedelsestidspunktet og fordi det ikke lenger er noen arbeidsgiver som kan betale inn opptjenings- og reguleringspremier, er fripolisene avhengig av avkastning ut over garantiene for at ytelsene skal kunne holde tritt med lønnsutviklingen. I dagens situasjon hvor markedsrentene er lavere enn avkastningsgarantiene, er det krevende for leverandørene å oppnå en betydelig meravkastning ut over en høy sikker avkastning, uten å ta på seg risiko som de ikke får betalt for. Dette innebærer at leverandørenes insentiver trekker i retning av å forvalte midlene med lav risiko og trolig lavere enn det mange kunder ville valgt uten avkastningsgaranti. På den annen side får kundene en høyere sikker avkastning enn de ville fått ved investeringer direkte i markedet.

De senere årene har det i hovedsak vært en høyere avkastning på pensjonsmidlene enn det som skal til for å dekke garantiene. Det har likevel i svært liten grad blitt tilført overskudd som kan gi økning av realverdien av pensjonsytelsene. Dette skyldes bl.a. at en betydelig del av overskuddet har blitt avsatt til tilleggsavsetninger (avkastningsbuffer) og at pensjonsleverandørene har hatt anledning til å benytte avkastningsoverskudd til å dekke opp for at det ikke har vært satt av nok midler til å finansiere den økende levealderen blant de forsikrede.

Som en teoretisk bakgrunn for vurderingene av regelverksendringer har arbeidsgruppen i kapittel 5 gitt en kort oversikt over hva økonomisk teori sier om kapitalforvaltning, med vekt på hva som er optimalt for den som har investeringsvalget og som bærer risikoen. For midler uten garantier, er det overordnet sett optimalt å diversifisere plasseringene mest mulig og fordele midlene mellom risikofrie plasseringer og plasseringer i en risikabel markedsportefølje. For forvaltning av midler med avkastningsgarantier, som i garanterte pensjonsprodukter, sier teorien at det er optimalt for den som bestemmer plasseringene og bærer risikoen, å søke å oppnå tilsvarende risiko mellom eiendeler og forpliktelser, f.eks. ved å avdekke garantinivået ved plasseringer i rentepapirer med tilsvarende avkastning og løpetid som forpliktelsene.

Arbeidsgruppen har i kapittel 6 delt sine vurderinger av mulige regelverksendringer mellom ordinære fripoliser og ytelsesordninger som gir de forsikrede en garantert nominell livsvarig pensjonsytelse og fripoliser med investeringsvalg hvor innehaveren selv bærer risikoen for hvilken pensjonsytelse fripolisen kan finansiere. I vurderingene er det i tråd med mandatet lagt særlig vekt på å vurdere fordeler og ulemper for kundene.

Regelverksendringene som er vurdert for ordinære fripoliser og ytelsesordninger inkluderer adgang til fleksibel bygging av tilleggsavsetninger, tilleggsavsetninger som kan dekke negativ avkastning, ordninger for sluttgaranti/lånt egenkapital, sammenslåing av tilleggsavsetninger og kursreguleringsfond, endret overskuddsdeling og endringer i flyttereglene.

En sammenslåing av kursreguleringsfond og tilleggsavsetninger til ett kundefordelt fond vil ha fordeler for kundene i form av at en større del av midlene er fordelt til den enkelte kontrakt og ved at en oppnår kontinuitet i hvilke midler som følger kontraktene ved flytting, slik at ikke utformingen av buffere i seg selv påvirker beslutninger om å flytte kontraktene.

Sluttgaranti/lånt egenkapital, adgang til fleksibel bruk av overskudd og bygging av tilleggsavsetninger og tilleggsavsetninger som kan dekke negativ avkastning innebærer at kundene kan få noe høyere forventet avkastning over tid, men at de da også må bære mer risiko på sine midler. I tråd med det en kan forvente ut ifra økonomisk teori er det også slik at dess større økning i forventet avkastning en ønsker, dess mer risiko må kunden bære på sine midler. Videre, siden regelverket i dag i stor grad er innrettet for å sikre at kundene får garantert avkastning, dess større endringer kreves det i regelverket. I en slik risikooverføring ligger det også at leverandørene får en sikker fordel i form av lavere kortsiktig risiko, mens kundene tar på seg mer kortsiktig risiko i bytte mot en mer usikker fordel i økt forventet meravkastning. Siden det er pensjonsleverandørene som bestemmer hvordan pensjonsmidlene forvaltes, er kundene avhengig av at regelverksendringer gir riktige insentiver til leverandørene for at også kundene skal kunne høste fordeler av endringene.

Arbeidsgruppen mener at mer differensiert bygging av tilleggsavsetninger og sammenslåing av tilleggsavsetninger og kursreguleringsfond til ett bufferfond for avkastningsrisiko som kan dekke negativ avkastning samlet sett vil kunne ha positive nettoeffekter for kundene. En slik endring kan på en balansert måte gi leverandørene bedre insentiver til å forvalte pensjonsmidlene med sikte på noe høyere forventet avkastning samt styrke flyttemarkedet. Samtidig bidrar Solvens II-baserte soliditetskrav til sikkerhet for at kundene minst får den avkastningen de er garantert. Effekten av slike endringer antas å være begrenset med dagens rentenivå og vil til sist avhenge av leverandørenes tilpasninger og markedsutviklingen. Arbeidsgruppen mener

imidlertid at å åpne for ordninger med lånt egenkapital og å endre overskuddsdelingen, innenfor arbeidsgruppens mandat, går for langt i å overføre risiko til kundene og, for lånt egenkapital, potensielt svekke flytterettighetene, uten tilsvarende sikkerhet for at kundene får fordeler som oppveier ulempene.

Arbeidsgruppen har vurdert ulike regelverksendringer som gir økte valgmuligheter for kundene innenfor rammene av fripoliser med investeringsvalg. Selv om økte valgmuligheter i utgangspunktet må antas å være til kundens fordel, mener arbeidsgruppen at en ikke bør operere med mange forskjellige valgmuligheter med til dels overlappende formål og virkninger. Arbeidsgruppen mener likevel at det kan være klart til kundens fordel om det innenfor gode regulatoriske rammer kan åpnes for betaling til kundene for å si fra seg avkastningsgaranti og mulighet for å velge raskere utbetaling av små pensjonsytelser, fordi dette vil tilføre vesentlige forbedringer eller utvidelser av de valg kundene kan gjøre i dag.

Del I

Regelverk og regelverksutvikling

2 Gjeldende rett

2.1 Innledning

I garanterte pensjonsprodukter har pensjonsleverandøren påtatt seg å utbetale en bestemt fremtidig pensjonsytelse. Virksomhetsreglene for livsforsikringsforetak og pensjonskasser har til formål å sikre at pensjonsleverandørene kan utbetale ytelsene som lovet. I det følgende omtales reglene om oppbygging av pensjonskapitalen som skal sikre ytelsene, herunder reglene om årlig oppfyllelse av avkastningsgaranti, tildeling av overskudd og om bufferfond. Videre omtales reglene om forvaltning av pensjonskapitalen og kapitalkravene for hhv. forsikringsforetak og pensjonskasser. Til slutt omtales reglene om adgang til å avtale flerårig avkastningsgaranti og om adgang til å avtale konvertering av fripoliser til fripoliser med investeringsvalg. Begge disse ordningene gir kunden (hhv. arbeidsgiver og fripoliseinnehaveren) mulighet til å velge alternative måter å forvalte pensjonskapitalen på.

2.2 Oppbygging av pensjonskapital

I garanterte pensjonsprodukter finansieres den fremtidige alderspensjonsytelsen gjennom årlige premieinnbetalinger, samt tilført avkastning og dødelighetsarv. For å sikre at ytelsen kan utbetales som lovet, stilles det krav til størrelsen på premiereserven, dvs. de midlene som er satt av for å sikre de fremtidige ytelsene. Premiereserven for garanterte forpliktelser skal utgjøre forskjellen mellom nåverdien av pensjonsleverandørens fremtidige forpliktelser og nåverdien av fremtidige nettopremier, jf. forsikringsvirksomhetsloven (fvl.) § 3-9.

2.2.1 Avkastning, overskudd

Sparedel av premien

Aktive ordninger

I aktive ordninger skal arbeidsgiver hvert år betale en premie som omfatter en sparedel og en risikodel. Sparedelen av årets premie skal gå til oppbygging av premiereserven i takt med økningen av den ansattes pensjonsrettigheter. Ved beregning av premien skal pensjonsleverandøren benytte en beregningsrente som tilsvarende den avkastning de innbetalte midlene forventes å få fram til utbetaling. Pensjonsleverandøren har ansvar for hvert år å tilføre premiereserven en årlig avkastning i samsvar med beregningsrenten, jf. fvl. § 3-9 tredje ledd. Dette kalles også årlig avkastningsgaranti eller rentegaranti.

Hvilken beregningsrente som benyttes i kontrakten, avtales mellom kunde og pensjonsleverandør. Frem til Solvens II ble innført i 2016, fastsatte myndighetene den maksimale beregningsrenten pensjonsleverandørene kunne bruke. I praksis har pensjonsleverandørene lagt seg på den maksimale beregningsrenten. Reglene om at myndighetene fastsetter den maksimale beregningsrenten ble opphevet for forsikringsforetak fra 1. januar 2016. For pensjonskasser oppheves hjemmelen for myndighetene til å fastsette maksimal beregningsrente fra 1. januar 2019, samtidig med at det nye Solvens II-baserte kapitalkravet trer i kraft.

Beregningsrenten kan endres for nye forpliktelser, dvs. at det bare er forpliktelser som oppstår etter endringen som skal beregnes på grunnlag av den nye renten, jf. fvl. § 3-9 annet ledd. I en aktiv ordning betyr dette at ny pensjonsopptjening kan beregnes etter den nye beregningsrenten, mens allerede opptjente rettigheter beholder den tidligere avtalte beregningsrenten.

Pensjonsleverandørene har adgang til å beregne og innkreve en årlig premie for pensjonsleverandørens risiko for avkastningsresultatet (fvl. § 3-3 annet ledd). Premien kan endres årlig og tilpasses risikoen for at pensjonsleverandøren må bruke av egenkapitalen for å oppfylle avkastningsgarantien.

Årets avkastning på pensjonsmidlene ut over garantert avkastning utgjør overskudd. Før overskudd tilføres kontraktene har pensjonsleverandøren adgang til å avsette hele eller deler av avkastningsoverskuddet til tilleggsavsetninger (fvl. § 3-19 jf. § 3-13). Finanstilsynet kan også pålegge pensjonsleverandøren å foreta tilleggsavsetninger dersom soliditetshensyn tilsier det. Tilleggsavsetninger er nærmere omtalt under avsnitt 2.2.2. Forutsatt samtykke fra Finanstilsynet kan avkastningsoverskudd også benyttes til å styrke premiereserven (fvl. § 3-15). Slikt samtykke vil kunne gis når hensynet til en forsvarlig sikring av forsikringsforpliktelsene tilsier det, f.eks. når det inntreer varige endringer i de forutsetninger pensjonsleverandøren har bygget inn i sine beregningsgrunnlag. Bestemmelsen ble benyttet for å dekke den underbalansen som oppsto etter at pensjonsleverandørene i 2014 gikk over til nytt dødelighetsgrunnlag (K2013).

Overskuddet som fremkommer etter at det er foretatt tilleggsavsetninger mv. skal i aktive ordninger tilordnes kontrakten (fvl. § 3-13). For foretakspensjonsordninger skal overskuddet på premiereserven som er knyttet til pensjoner under opptjening, tilføres arbeidsgivers premiefond (foretakspensjonsloven § 8-5) og kan benyttes bl.a. til dekning av premier. Overskuddet på den del av premiereserven som er knyttet til pensjoner under utbetaling, skal tilføres pensjonistenes overskuddsfond. Midler i pensjonistenes overskuddsfond skal benyttes til oppregulering av pensjonene under utbetaling. Prosentvis tillegg til pensjonene i det enkelte år kan som hovedregel ikke overstige den prosentvise økningen av folketrygdens grunnbeløp (G) i året.

Virksomhetsreglene for garanterte pensjonsprodukter har som nevnt til formål å sikre at pensjonsleverandørene kan oppfylle de forpliktelser de har påtatt seg. Pensjonsleverandørens plikt består i å tilføre pensjonsmidlene en årlig avkastning i tråd med beregningsrenten. Arbeidsgiver kan velge å forplikte seg til å garantere for G-regulering av løpende pensjoner (foretakspensjonsloven § 5-11), men dersom arbeidsgiver ikke gjør dette, er oppregulering av løpende pensjoner avhengig av at det faktisk oppnås et avkastningsoverskudd som blir tilført pensjonistenes overskuddsfond.

Fripoliser

Fripoliser er ferdig betalte kontrakter, dvs. at det ikke innbetales ny premie på kontrakten. Pensjonsleverandøren skal forvalte de allerede innbetalte midlene samt tilført avkastning og dødelighetsarv. Den beregningsrenten som ble benyttet for midlene så lenge de ble forvaltet i den kollektive foretakspensjonsordningen, videreføres for fripolisen. Beregningsrenten kan normalt ikke endres.

Som i aktive ordninger har pensjonsleverandøren adgang til å benytte hele eller deler av overskudd ut over avkastningsgarantien til tilleggsavsetninger. Finanstilsynet kan også pålegge dette. Som i aktive ordninger kan avkastningsoverskudd, med samtykke fra Finanstilsynet, brukes til å styrke premiereserven, og også for fripolisekunder er avkastningsoverskudd benyttet til å dekke underbalansen som oppsto etter at pensjonsleverandørene i 2014 gikk over til nytt dødelighetsgrunnlag (K2013). En særregel for fripoliser er at avkastningsoverskudd på fripoliser også kan benyttes til å dekke underskudd på risikoresultatet (fvl. § 3-16).

Overskuddet som fremkommer etter tilleggsavsetninger mv. samt evt. dekning av negativt risikoresultat, skal for fripoliser fordeles mellom kunden (fripoliseinnehaveren) og pensjonsleverandøren. Pensjonsleverandøren har rett til inntil 20 prosent av avkastningsoverskuddet på fripolisen (fvl. § 3-16). Det er adgang til å fastsette forskjellige fordelingsnøkler ut fra pensjonsleverandørens risiko for avkastningsresultatet. Bakgrunnen for regelen om overskuddsdeling for fripoliser er at fripolisene er ferdig betalte kontrakter, slik at pensjonsleverandørene ikke kan beregne fortjeneste gjennom sine pristariffer eller ta betalt for avkastningsrisiko, slik de kan for aktive ordninger. Gjennom rett til en andel av avkastningsoverskuddet gis pensjonsleverandørene mulighet til fortjeneste på forvaltning av fripolisene.

Etter overskuddsdelingen tilordnes kundens andel av overskuddet fripolisen med endelig virkning, og gir grunnlag for oppregulering av ytelsene.

Risikodel av premien

Som nevnt skal arbeidsgiver i aktive ordninger hvert år betale en premie som omfatter en sparedel og en risikodel. Risikodelen av premien er premie til dekning av døds- og uførerisiko, risiko knyttet til levealder mv. Pensjonsleverandørene skal skille mellom beregning av overskudd på avkastningsresultatet og beregning av overskudd på risikoresultatet. Frigjorte midler i form av dødelighetsarv inngår i dette risikoresultatet. Dødelighetsarv er midler som er beregnet frigjort som følge av at pensjonsleverandørens forpliktelser overfor forsikrede som er døde i løpet av året, er bortfalt. Overskudd på risikoresultatet vil foreligge når de faktiske kostnadene knyttet til risiko er lavere enn de på forhånd beregnede risikopremiene.

Utgangspunktet er at overskudd på risikoresultatet skal tilfalle kontraktene. Pensjonsleverandøren kan imidlertid bestemme at inntil halvparten av overskuddet på risikoresultatet skal avsettes til et risikoutjevningfond. Videre kan overskudd på risikoresultatet, på samme måte som overskudd på avkastningsresultatet, benyttes til nødvendig styrking av premiereserven knyttet til kontrakten. Dette kan bare gjøres med samtykke fra Finanstilsynet.

Underskudd på risikoresultatet skal dekkes av risikoutjevningfondet, eller av pensjonsleverandøren dersom midlene i fondet ikke er tilstrekkelige. For fripoliser kan likevel underskudd på risikoresultatet dekkes ved at det gjøres fradrag i det overskuddet på avkastningsresultatet som er tilordnet kontrakten. Slikt fradrag skal gjøres før fordelingen av avkastningsresultatet mellom pensjonsleverandør og kunde.

2.2.2 Bufferfond

Pensjonsleverandørene har ulike typer bufferfond. Formålet med bufferfond er å sette pensjonsleverandørene i stand til å møte svingninger i avkastningsresultatet fra år til år, og dermed redusere pensjonsleverandørenes risiko for avkastningsresultatet.

Det følger av fvl. § 3-19 at avkastningsoverskudd ut over garantert avkastning kan benyttes helt eller delvis til *tilleggsavsetninger*. Det er pensjonsleverandøren som beslutter om det skal foretas tilleggsavsetninger. Finanstilsynet kan også pålegge pensjonsleverandøren å foreta tilleggsavsetninger dersom soliditetshensyn tilsier det.

Tilleggsavsetninger skal fastsettes som en prosent av premiereserven knyttet til de enkelte kontraktene. Det skal benyttes lik proSENTSATS for alle kontraktene i kollektivporteføljen. Det er likevel adgang til å bruke en høyere proSENTSATS for grupper av kontrakter uten eller med lave tilleggsavsetninger. Slik høyere proSENTSATS kan brukes til å bygge opp tilleggsavsetninger til disse når et nivå på 3,5 prosent av premiereserven for kontrakten, jf. § 5-6 i forskrift til forsikringsvirksomhetsloven (forskrift 30. juni 2006 nr. 869). Tilleggsavsetningene kan ikke utgjøre mer enn 12 prosent av premiereserven. Fører tilleggsavsetninger tildelt kontrakten et år til at de samlede tilleggsavsetningene overstiger 12 prosent av premiereserven, skal det overskytende tilordnes kontrakten som overskudd.

Tilleggsavsetninger reduserer overskuddet som ellers skulle gått til kunden (ev. til overskuddsdeling mellom kunde og pensjonsleverandør). Leverandøren kan trekke på tilleggsavsetningene dersom avkastningen et år ikke er stor nok til å dekke det årlige kravet til økning i premiereserven. Tilleggsavsetninger kan likevel ikke brukes til å dekke negativ avkastning. Eventuell negativ avkastning forutsettes dekket av ansvarlig kapital, dvs. pensjonsleverandørens midler. Tilleggsavsetninger tilordnes den enkelte kontrakt og følger med kontrakten ved flytting. Tilleggsavsetninger tilordnet en fripolise skal videre følge med dersom fripolisen konverteres til fripolise med investeringsvalg, og omgjøres til pensjonskapital i den nye investeringsporteføljen.

Kursreguleringsfond er summen av urealiserte gevinster på finansielle omløpsmidler som inngår i kollektivporteføljen, jf. fvl. § 3-21. Eiendeler som er klassifisert som finansielle omløpsmidler skal i utgangspunktet vurderes til markedsverdi. En økning i markedsverdien på instrumentet gjennom året skulle derfor i utgangspunktet ha bidratt til et positivt avkastningsresultat. Urealiserte gevinster på finansielle omløpsmidler skal i stedet føres til kursreguleringsfond. De holdes derfor utenfor når avkastningsresultatet skal beregnes. Fondet kan brukes på den måten at de finansielle instrumentene kan selges for å oppnå garantert avkastning.

Kursreguleringsfondet tilordnes ikke de enkelte kontraktene. Ved flytting får kunden med seg kontraktens andel av kursreguleringsfondet, men ved flytting av kollektive kontrakter kan forsikringsforetaket holde tilbake et beløp tilsvarende 2 prosent av kontraktens premiereserve. Også ved konvertering av fripoliser til fripoliser med investeringsvalg skal fripolisens andel av kursreguleringsfondet følge med, se omtale i avsnitt 2.6.

Forsikringsforetakene har adgang til å verdsette enkelte *obligasjoner til amortisert kost* (anskaffelsesverdi fratrukket tilbakebetalinger) i stedet for markedsverdi. Dette reduserer foretakenes risiko knyttet til den årlige avkastningsgarantien fordi verddivurderingen da sikrer

en jevn avkastning over obligasjonens løpetid. Merverdier eller mindreverdier i obligasjonsporteføljen ført til amortisert kost følger ikke med ved flytting.

De ovenfor nevnte bufferne er knyttet til avkastningsresultatet. I tillegg kan inntil halvparten av overskuddet på årets risikoresultat avsettes til et risikoutjevningfond. Dette følger av fvl. § 3-22. Fondet er ikke kundefordelt og følger ikke med ved flytting.

2.2.3 Flerårige avkastningsgarantier

Regelverket for ytelsesbaserte pensjonsordninger med flerårig avkastningsgaranti ble fastsatt av Finansdepartementet i 2006 i forbindelse med innføring av nytt livsforsikringsregelverk. Regelverket følger av kapittel 6 i forskrift til forsikringsvirksomhetsloven, og trådte i kraft 1. januar 2008. Formålet var å legge til rette for en reduksjon av pensjonskostnadene ved ytelsesbaserte foretakspensjonsordninger gjennom en mer langsiktig avkastningsgaranti og kapitalforvaltning.

Flerårig avkastningsgaranti kan bare avtales mellom arbeidsgiver og pensjonsleverandøren dersom det er inngått avtale om at pensjonsordningens midler skal forvaltes med investeringsvalg, jf. foretakspensjonsloven § 11-1. Tilsvarende gjelder for kommunale pensjonsordninger.

Når ytelsesordninger inngås med investeringsvalg, har dette ikke betydning for de kontraktsfastsatte ytelsene. Arbeidstakeren har fremdeles krav på en kontraktsfastsatt ytelse. I en ytelsesordning hvor midlene forvaltes i en særskilt investeringsportefølje, er det i første rekke arbeidsgiver som bærer risikoen for årets avkastningsresultat. I de tilfeller hvor årets avkastning på investeringsporteføljen er lavere enn forutsatt i ordningens beregningsgrunnlag, har arbeidsgiver en plikt overfor pensjonsleverandøren til å bidra med nødvendige midler for å dekke differansen, med mindre arbeidsgiver har tegnet avkastningsgaranti hos pensjonsleverandøren som sikrer at differansen blir dekket. Pensjonsleverandøren har i tillegg et ansvar overfor de forsikrede (arbeidstakerne) for at premiereserven er tilstrekkelig til å sikre opptjent pensjon etter beregningsgrunnlaget.

En avtale om flerårig avkastningsgaranti mellom arbeidsgiveren og pensjonsleverandøren kan gå ut på at pensjonsleverandøren garanterer at avkastningen av investeringsporteføljen over et bestemt antall år minst skal ligge på det nivå avtalen angir. Garantiperioden kan ikke overstige fem år. Dersom gjennomsnittet av årlig avkastning gjennom perioden er lavere enn det avkastningsnivå som er lovet, må pensjonsleverandøren dekke det som mangler. Det at pensjonsleverandøren ikke har ansvar for å oppnå en årlig avkastning, men et gjennomsnitt over en periode, gjør at pensjonsleverandørens avkastningsrisiko er begrenset i garantiperioden.

Det er i forskriftens kapittel 6 gitt regler om bufferkapital som kan benyttes til å dekke opp for manglende årlig avkastning. For det første kan det foretas tilleggsavsetninger dersom avkastningen på investeringsporteføljen i et regnskapsår overstiger det som må tilføres etter beregningsgrunnlaget. For det andre kan det settes av til bufferavsetning, jf. § 6-3.

Finanstilsynet har lagt til grunn at pensjonsleverandøren og arbeidsgiver kan inngå avtale om deling av ansvaret i garantiperioden. Det kan herunder inngås avtale som begrenser arbeidsgivers plikt til å innbetale ytterligere tilskudd for å bygge opp pensjonsordningens reserver eller å stille sikkerhet for tilskudd dersom bufferavsetningen blir mindre enn den nedre grensen.

Finanstilsynet legger dermed til grunn at pensjonsleverandøren må kunne gi pensjonsordningen midlertidig «lån» fra egenkapitalen under garantiperioden, forutsatt at egenkapitalen (som ved en slik løsning erstatter annen premiereserve for en periode) ikke medregnes i pensjonsleverandørens ansvarlige kapital.

Ordningen med flerårig avkastningsgaranti er lite brukt i privat sektor, men i kommunal sektor finnes noen tilfeller.

2.3 Nye kapitalkrav etter Solvens II

For forsikringsforetak ble det fra 1. januar 2016 innført et nytt kapitalkravsregelverk (Solvens II). Kapitalkravene gjennomfører EØS-regler som svarer til direktiv 2009/138/EF (Solvens II-direktivet) for forsikringsforetak. I Solvens II-direktivet innføres også nye regler for verdivurdering av de forsikringsmessige avsetningene i forsikringsforetak. Formålet med de nye reglene er at forsikringsforetak skal underlegges kapitalkrav som bedre reflekterer risikoen i forsikringsforetakene enn de tidligere kapitalkravene (Solvens I). For å harmonisere kapitalkravene, ble det også ansett nødvendig med harmoniserte regler for verdivurdering av de forsikringsmessige avsetningene.

Solvens II-direktivet gjelder ikke for pensjonskasser. Pensjonskasser følger pr. i dag kapitalkravene etter Solvens I-regelverket. Pensjonskassene har i flere år rapportert til Finanstilsynet iht. en stresstest basert på en forenklet versjon av Solvens II (stresstest I), og fra 1. januar 2019 innføres et nytt Solvens II-basert kapitalkrav for pensjonskassene som bygger på denne stresstesten.

De nye kapitalkravene for livsforsikringsforetak som følger av Solvens II, er tatt inn i finansforetaksloven kapittel 14. Forsikringsforetakene skal oppfylle et minstekapitalkrav og et solvenskapitalkrav. For pensjonsforetak vil kravene følge av pensjonsforetaksforskriften med utfyllende forskrift, med hjemmel i finansforetaksloven § 14-16.

Solvenskapitalkravet beregnes slik at forsikringsforetaket må ha en ansvarlig kapital som minst er tilstrekkelig til med 99,5 prosent sannsynlighet å dekke alle ikke forventede tap i løpet av et år fram i tid. All kvantifiserbar risiko knyttet til forsikringsforetakets samlede virksomhet skal tas i betraktning. Beregningen skal minst dekke forsikringsrisiko, markedsrisiko og kredittrisiko samt operasjonell risiko.

Minstekapitalkravet skal dekke risikoen for tap av foretakets basiskapital (differansen mellom verdien av eiendelene og forpliktelsene med tillegg av eventuell ansvarlig lånekapital), og beregnes slik at sannsynligheten er 85 prosent for at samlet tap over en periode på 12 måneder ikke overstiger det beregnede kapitalkravet. Minstekapitalkravet skal ikke være lavere enn 25 prosent eller høyere enn 45 prosent av foretakets solvenskapitalkrav.

Etter Solvens II-regelverket skal forsikringsforpliktelsene verdsettes til markedsverdi. Med markedsverdi menes det beløp et forsikringsforetak må betale dersom det umiddelbart skulle overdra forsikringsforpliktelsene til et annet foretak til markedsmessige vilkår. Ettersom verdien av forsikringsforpliktelsene er vanskelig observerbar, skal de forsikringsmessige avsetningene fastsettes til summen av såkalt beste estimat av verdien på forsikringsforpliktelsene og en risikomargin. Forsikringsforpliktelsene skal diskonteres med en såkalt

risikofri rentekurve, som skal baseres på markedsrenter. Tidligere ble forsikringsforpliktelser diskontert med beregningsrenten som er fastsatt i de enkelte kontraktene. Etter Solvens II vil derfor et fall i markedsrentene normalt føre til at nåverdien av forsikringsforpliktelsene øker.

Reglene om oppbygging av pensjonskapital gjennom årlig tilførsel av avkastning iht. en premieberegningssrente, berøres ikke av de nye verdivurderingsprinsippene i Solvens II. Tidligere var det slik at premiereserven knyttet til den enkelte kontrakt – som gir uttrykk for kundens midler og er utgangspunkt for fordeling av avkastning og overskudd – i hovedsak svarte til de forsikringsmessige avsetningene knyttet til kontrakten. Etter Solvens II skal de forsikringsmessige avsetningene verdsettes til markedsverdi. Dette betyr hyppige endringer i de beregningstekniske forutsetningene. Det ble ikke ansett hensiktsmessig å ha tilsvarende hyppige endringer i premiereserven. Det tidligere samsvaret mellom beregningen av kundens midler (premiereserven) og de forsikringsmessige avsetningene til solvensformål, er derfor avvirket.

Avtalen mellom kunde og forsikringsforetak har likevel betydning for Solvens II-kravet ettersom reglene for tildeling av overskudd, anvendelse av bufferfond, adgang til å benytte kundemidler til å finansiere oppreservering til langt liv mv. vil reflekteres i forsikringsforetakets kapitalkrav etter Solvens II.

2.4 Kapitalforvaltning

Solvens II-direktivet fastsetter et generelt krav til forsvarlig kapitalforvaltning. Regelen som gjennomfører dette kravet er tatt inn i finansforetaksloven § 13-10. Kravet til forsvarlig kapitalforvaltning innebærer bl.a. at pensjonsleverandøren skal forvalte sine eiendeler på en forsvarlig måte i samsvar med foretakets formål. Foretaket skal vektlegge forsvarlig likviditet, sikkerhet, risikospredning og inntjening, og tilpasse kapitalforvaltningen til endringer i foretakets risikoeksponering.

Etter de tidligere livsforsikrings- og skadeforsikringsdirektivene var det krav om kvantitative plasseringsbegrensninger for selskapenes investeringer i ulike typer eiendeler. Slike kvantitative plasseringsregler var tatt inn i kapitalforvaltningsforskriften, som gjaldt både for forsikringsforetak og pensjonskasser. Reglene om kvantitative plasseringsbegrensninger ble ikke videreført i Solvens II-direktivet. De hensyn som disse reglene skulle ivareta, vil under Solvens II ivaretas gjennom kapitalkravene og gjennom kravene til selskapenes systemer for risikostyring og internkontroll.

For forsikringsforetak er det dermed kvalitative krav til forsvarlig kapitalforvaltning og ikke lenger kvantitative plasseringsbegrensninger. De kvantitative plasseringsbegrensningene gjelder fremdeles for pensjonskassene, men vil bli erstattet av kvalitative krav fra 1. januar 2019 når det nye Solvens II-baserte kapitalkravet for pensjonskasser trer i kraft.

Forsikringsvirksomhetsloven stiller krav om at pensjonsleverandørene skal dele sin forvaltningskapital inn i ulike porteføljer, jf. fvl. § 3-11. Eiendeler som motsvarer forsikringskapital knyttet til kontrakter med kontraktsfastsatte (garanterte) forpliktelser skal forvaltes i kollektivporteføljen. Dette vil omfatte både aktive ytelsesordninger etter foretakspensjonsloven og fripoliser utgått fra slike ordninger. Eiendeler som motsvarer forsikringskapital knyttet til

verdien av særskilte investeringsporteføljer skal forvaltes i investeringsvalgporteføljen. Her forvaltes bl.a. innskuddspensjonsordninger og pensjonskapitalbevis som utgår fra slike ordninger. Også ytelsesbaserte pensjonsordninger med flerårig avkastningsgaranti (jf. avsnitt 2.2.3) og fripoliser med investeringsvalg (jf. avsnitt 2.6) inngår her. Pensjonsleverandørene skal også ha en selskapsportefølje hvor selskapets egne midler forvaltes.

Midlene i kollektivporteføljen kan forvaltes i adskilte deler (underporteføljer) ut fra pensjonsleverandørens risiko for avkastningsresultatet (fv. § 3-12). Dette innebærer at kontrakter kan forvaltes i ulike porteføljer etter hvilken beregningsrente kontraktene har eller hvor store tilleggsavsetninger som er tilordnet kontraktene, slik at kapitalforvaltningen kan tilpasses risikoen i porteføljen. Avkastningsoverskudd beregnes for den enkelte underportefølje. Ved avsetning til tilleggsavsetninger skal det som nevnt i avsnitt 2.2.2 benyttes lik prosentsats for hele kollektivporteføljen, men med adgang til å gjøre unntak for kontrakter uten eller med lave tilleggsavsetninger.

Etter forslag i Prop 98 L (2017-2018) vedtok Stortinget i juni 2018 å oppheve grensen på 15 prosent for forsikringsforetaks og pensjonskassers eierandeler i foretak som driver forsikringsfremmed virksomhet. Slike investeringer skal i stedet være omfattet av kravet til forsvarlig kapitalforvaltning og pensjonsleverandørenes egenvurdering av risiko og kapitalbehov.

2.5 Flytting

2.5.1 Generelt

Etter gjeldende rett kan kunden flytte sine livs- og pensjonsforsikringskontrakter til en annen pensjonsleverandør. Reglene følger av kap. 6 i forsikringsvirksomhetsloven. Enkelte utfyllende regler er gitt i kap. 10 i forskrift til forsikringsvirksomhetsloven.

Flytteretten ble opprinnelig innført i forsikringsvirksomhetsloven av 1988, etter forslag fra et flertall i utvalget i NOU 1986: 5 Konkurransen på finansmarkedet. Utfyllende regler ble gitt i flytteforskriften av 1991. Innføring av flytterett var først og fremst begrunnet i behovet for konkurranse mellom pensjonsleverandørene. Det ble påpekt at reell konkurranse forutsetter at det er konkurranse ikke bare om nye kontrakter, men også om eksisterende kontrakter. Et viktig premiss var at de forsikredes lovbestemte og kontraktsmessige rettigheter ikke måtte reduseres ved flytting av kontrakten.

Flytteretten gjelder både kollektive og individuelle kontrakter. Både ytelsesbaserte tjenestepensjonsordninger og fripoliser er således omfattet av flytteretten. Flytteretten gjelder også kollektive pensjonsordninger i kommunal sektor, men ikke oppsatte individuelle rettigheter som utgår fra slike ordninger.

Med flytting menes oppsigelse av kontrakten for overføring av tilhørende midler til en tilsvarende kontrakt opprettet hos en annen pensjonsleverandør. Rettslig innebærer en flytting av en livs- eller pensjonsforsikring to ulike disposisjoner. For det første foreligger det en oppsigelse av den eksisterende kontrakten. For det andre etableres det en tilsvarende kontrakt hos en annen pensjonsleverandør. Flyttingen innebærer derfor også at det foretas en beregning

og overføring av midlene tilhørende kontrakten fra den tidligere pensjonsleverandøren til den nye pensjonsleverandøren.

Kunden kan i utgangspunktet flytte kontrakten når som helst, men flytting forutsetter at det er en pensjonsleverandør som aksepterer å ta imot kontrakten. I dag er det nærmest ingen aktivitet i flyttemarkedet for garanterte pensjonsprodukter i privat sektor. Dette har sammenheng med at pensjonsleverandørene ikke ønsker å overta slike kontrakter. I dagens lavrentemarked er det krevende å oppnå en garantert avkastning i henhold til kontraktene uten å ta risiko i forvaltningen. Økt risikotaking øker kapitalbehovet hos pensjonsleverandøren. For fripoliser har pensjonsleverandørene heller ingen mulighet til å ta seg betalt for denne risikoen. I tillegg har kontraktene gjennom flere år vært under oppreservering til nytt dødelighetsgrunnlag, men denne oppreserveringen er nå i all hovedsak gjennomført.

I kommunal sektor er det fortsatt en viss flytteaktivitet. Som følge av vedtatte kommunesammenslåinger vil det også bli noe flytteaktivitet fremover.

2.5.2 Flytting til «fulle reserver»

Ved flytting skal overført premiereserve brukes til sikring av medlemmenes/fripoliseinnehaverenes rettigheter i samsvar med beregningsgrunnlaget hos den pensjonsleverandøren det flyttes til (fvl. § 6-10). Det er ikke tillatt å redusere medlemmenes/fripoliseinnehaverens opptjente rettigheter i forbindelse med flytting (fvl. § 6-3).

Det er som nevnt over beregningsgrunnlaget hos den mottakende pensjonsleverandøren som skal legges til grunn ved avsetning av premiereserve til sikring av medlemmenes/kundens rettigheter. Dersom det avviker fra beregningsgrunnlaget til avgivende pensjonsleverandør, vil avsetningskravet også kunne bli et annet. Det følger av fvl. § 6-10 at dersom den overførte premiereserven er for liten til å sikre rettighetene til medlemmene i en kollektiv ordning, må premiereserven tilføres midler fra ordningens premiefond. Dersom det ikke er nok midler i premiefondet skal resten dekkes av tilleggsavsetninger eller ved overføring fra arbeidsgiverforetaket. For fripoliser skal manglende premiereserve dekkes opp ved overføring fra tilleggsavsetninger tilordnet fripolisen (fvl. § 6-13).

Eventuell overskytende premiereserve skal benyttes til engangspremie for tillegg til pensjonsytelsene. Dette gjelder både for kollektive kontrakter og fripoliser.

2.5.3 Hvilke midler følger med ved flytting?

Ved flytting skal midlene knyttet til kontrakten overføres til det forsikringsforetaket en flytter til. Dersom det er en kollektiv kontrakt (kollektiv pensjonsordning) som flyttes omfatter midlene ordningens premiereserve, tilleggsavsetninger, premiefondet og pensjonistenes overskuddsfond. Kontraktens andel av overskudd i flytteåret frem til oppsigelsestidens utløp, skal også omfattes. Reglene følger av fvl. § 6-7.

Kursreguleringsfondet er i utgangspunktet et ufordelt fond, men ved flytting skal kontraktens forholdsmessige andel av kursreguleringsfondet tilordnes kontrakten, og gjøres da om til tilleggsavsetninger. For kollektive kontrakter kan forsikringsforetaket likevel holde tilbake en

andel av kursreguleringsfondet som er tilordnet kontrakten på inntil to prosent av kontraktens premiereserve, jf. § 10-2 tredje ledd i forskrift til forsikringsvirksomhetsloven.

Ved flytting av fripoliser vil kontraktens midler bestå av premiereserve og tilleggsavsetninger. Fripolisens forholdsmessige andel av kursreguleringsfondet skal tilordnes kontrakten og gjøres om til tilleggsavsetninger (fv. § 6-13). Ved flytting av individuelle kontrakter, som fripoliser, har forsikringsforetaket ikke adgang til å holde tilbake en andel av kursreguleringsfondet slik de har for kollektive kontrakter. Hele fripolisens andel av kursreguleringsfondet skal derfor følge med ved flytting, jf. forskriften § 10-2 annet ledd.

En forutsetning for at kontraktens andel av kursreguleringsfondet skal følge med ved flytting, er at kontrakten har vært i foretaket det flyttes fra, i minst 12 måneder, jf. forskriften § 10-2 femte ledd. Regelen har til formål å hindre arbitrasjemotivert flytting.

Noen bufferfond er ufordelte og følger heller ikke med ved flytting. Dette gjelder for det første risikoutjevningfondet, som kan benyttes til å dekke underskudd på risikoresultatet. For det andre gjelder det mer-/mindreverdi i porteføljen av obligasjoner og utlån til amortisert kost. Det vises til at pensjonsleverandørene har adgang til å verdsette visse obligasjoner og utlån til amortisert kost i stedet for markedsverdi. Merverdi eller mindreverdi i obligasjonsporteføljen som følge av at markedsverdi avviker fra amortisert kost, følger ikke med ved flytting. Unntaket har sammenheng med at når kunden flytter til en ny pensjonsleverandør, vil kontrakten inngå i en andel av obligasjonsporteføljen (med mer-/mindreverdi) hos den nye leverandøren. Tilsvarende gjelder for risikoutjevningfondet hos den leverandøren en flytter til. Dette gjelder imidlertid ikke dersom kunden flytter for å opprette en egen pensjonskasse.

2.6 Konvertering til fripoliser med investeringsvalg

I NOU 2012: 3 «Fripoliser og kapitalkrav» var konvertering av fripoliser til investeringsvalg drøftet som ett av flere tiltak for å bremse veksten i utstedelse av nye fripoliser og for å gi lavere kapitalkrav for fripoliser i Solvens II-regelverket. Forslaget ble fulgt opp av Finansdepartementet i Prop. 11 L (2012-2013) og tatt inn som ny § 4-7 a og b i foretakspensjonsloven. Bestemmelsen går ut på at fripoliseinnehaveren kan avtale med pensjonsleverandøren at midlene knyttet til fripolisen skal forvaltes som egen investeringsportefølje tilordnet fripolisen. Avtale om investeringsvalg kan inngås på tidspunktet for utstedelse av fripolise eller etter at fripolisen er utstedt.

Det er bare midler tilsvarende premiereserven knyttet til alderspensjon samt tilhørende tilleggsavsetninger og administrasjonsreserve som kan konverteres til investeringsvalg. Premiereserve knyttet til eventuelle uføre- og etterlatteytelser skal fortsatt forvaltes i kollektivporteføljen. Ved beregning av fripolisens tilleggsavsetninger skal fripolisens andel av kursreguleringsfondet inngå. Dette følger av § 3-3 i forskrift til forsikringsvirksomhetsloven, som gir nærmere regler om hvilke midler som skal følge med når en kontrakt overføres fra kollektivporteføljen til investeringsvalgporteføljen.

Avtale om konvertering til investeringsvalg innebærer at fripoliseinnehaveren frasier seg avkastningsgarantien på fripolisen. Fripoliseinnehaveren overtar risikoen for verdiutviklingen av porteføljen, og må betale vederlag for administrasjon og forvaltning av fripolisen. Til

gjengjeld får fripoliseinnehaveren all avkastning av midlene og innflytelse over hvordan midlene skal forvaltes.

Midlene knyttet til fripolisen med investeringsvalg skal som hovedregel tilbakeføres til alminnelig forvaltning i kollektivporteføljen når fripoliseinnehaveren starter uttak av alderspensjon. Fripoliseinnehaveren kan likevel kreve at midlene fortsatt skal forvaltes som egen investeringsportefølje med investeringsvalg. En fripolise som konverteres til fripolise med investeringsvalg skal fortsatt gi fripoliseinnehaveren rett til livsvarig alderspensjon. Kontraktene skal herunder tilføres dødelighetsarv, dvs. at kapital fra forsikrede som dør tidlig tilføres forsikringskollektivet og ikke den forsikredes arvinger.

For forsikringsforetaket vil en fripolise med investeringsvalg gi lavere kapitalkrav enn en tradisjonell fripolise med garanterte ytelser. Konvertering til fripoliser med investeringsvalg vil derfor som regel være i pensjonsleverandørens interesse med dagens rentenivå. For fripoliseinnehaveren vil det derimot ikke være et gitt svar på hva som vil lønne seg, fordi det ikke lar seg gjøre å forutse hvilken verdiutvikling en investeringsportefølje vil få sammenlignet med den forhåndsbestemte ytelsen fripolisen med avkastningsgaranti vil gi.

Det er gitt nærmere regler om hvilken informasjon pensjonsleverandøren skal gi fripoliseinnehaveren før det inngås avtale om konvertering til investeringsvalg, jf. § 4-7 a og b samt kapittel 6 i forskrift til foretakspensjonsloven (forskrift 1.12.2000 nr. 1212). Pensjonsleverandøren har plikt til å kartlegge fripoliseinnehaverens behov og ønske om risiko. Pensjonsleverandøren skal også opplyse om eventuelle forhold som tilsier at konvertering til investeringsvalg ikke vil være i fripoliseinnehaverens interesse.

3 Regelverksforslag som ikke er gjennomført

3.1 Avkastningsbuffer og overskuddsdeling

Finanstilsynet oversendte i brev til Finansdepartementet 8. mars 2011 en vurdering av og forslag til endringer i virksomhetsreglene i livsforsikring. Vurderingen ble foretatt bl.a. på bakgrunn av Solvens II-regelverket, som på det tidspunktet var planlagt innført 1. januar 2013. Ikrafttredelsen ble senere forskjøvet til 1. januar 2016, og det ble i tillegg innført overgangsregler for livsforsikringsforetakene. Finanstilsynet hadde tidligere (brev 15. september 2010) orientert departementet om virkninger av Solvens II under gjeldende norske virksomhetsregler. Innføringen av Solvens II ville uavhengig av eventuelle endringer i virksomhetsreglene kreve endringer av norsk forsikringsregelverk. Dette omfatter bl.a. det forhold at avsetningene i solvenssammenheng ikke lenger ville være direkte knyttet til kontoført forsikringskapital.

Innføringen av Solvens II-regelverket aktualiserte spørsmålet om virksomhetsreglene for norsk livsforsikring og pensjon, særlig rundt spørsmål knyttet til utformingen av den årlige avkastningsgarantien. Fra forsikringsnæringen hadde det også kommet forslag om at norske virksomhetsregler skulle tilpasses i lys av Solvens II, med sikte på å gi større insentiv og mulighet for langsiktig forvaltning, tilpasset de langsiktige pensjonsforpliktelsene. Forslagene gikk i hovedsak ut på å myke opp den årlige avkastningsgarantien.

Det ble i brevet drøftet to alternative tilpasninger i virksomhetsreglene: Det ene alternativet går ut på å justere reglene for oppbygging og anvendelse av bufferfond basert på opparbeidet overskudd slik at fondet blir mer fleksibelt til å dekke tap. Det andre alternativet innebærer en overgang til sluttgaranti hvor også forventet fremtidig overskudd kan benyttes til å dekke tap. Begge varianter ville innebære en overføring av kortsiktig risiko fra foretaket til kunden, med mål om å gi foretaket bedre evne til å tåle kortsiktige svingninger og større handlingsrom for en mer langsiktig kapitalforvaltning som over tid også kan bli til fordel for kundene.

Det ble foreslått at dagens tilleggsavsetninger og kursreguleringsfond slås sammen til ett bufferfond. Det ble også vurdert om obligasjoner til amortisert kost bør utgå (alle investeringer vurderes til markedsverdi), slik at eventuelle bufferer her også vil inngå i det nye overskuddsfondet. Her ble det vist til elementer som talte for og imot, men at hensynet til et enkelt system for kunden kunne tilsi at alle bufferer samles i ett bufferfond.

Det ble foreslått en plikt til å avsette avkastningsoverskudd til bufferfondet opp til et nivå som tilsvarer 10 prosent av premiereserven, kombinert med en plikt til å overføre midler med endelig virkning når bufferfondet overstiger 15 prosent. I det mellomliggende området (mellom 10 og 15 prosent av premiereserven) ville foretaket da kunne stå fritt til å velge hvor stor andel av overskuddet som skal avsettes til bufferfondet, bl.a. avhengig av risikoprofilen i porteføljen. Etersom kundene kan ha noe ulike preferanser, syntes et alternativ med en nedre grense og en øvre grense å være bedre enn en generell øvre grense på 15 prosent. Det foreslåtte bufferfondet skulle være kundefordelt og følge med ved flytting. Bufferfondet skulle kunne dekke negativ avkastning.

Det ble vurdert om overskuddet på fripoliseporteføljen skulle kunne avsettes i bufferfondet før eller etter egenkapitalbetjening. Det ble ansett som mest hensiktsmessig at overskuddsdelingen

skjer før tildeling til bufferfond, men da slik at overskuddsdelingsbrøken for fripoliser endres fra 80/20 til 90/10. Dersom forslaget om pliktig avsetning til bufferfond gjennomføres også for gamle individuelle produkter, burde overskuddsdelingsbrøken endres også for disse.

Et nytt og utvidet bufferfond ville bety at kundene vil dekke opp en større del av risikoen, med mål om å tjene på det i form av mer langsiktig forvaltning og høyere forventet avkastning. Det ville ikke være ufordelte fond (kursreserver) til beskyttelse av selskapene, slik at det for disse vil være egenkapitalen som må gi beskyttelse for risiko.

Det ble ikke foreslått å innføre sluttgaranti (reversibel overskuddstildeling). Innføring av sluttgaranti ble ansett å reise problemer både for flytteretten og for grunnlovsvernet for etablerte rettigheter. Det ville også reise problemer knyttet til at bufferen som er relatert til forventet fremtidig avkastningsoverskudd vil elimineres dersom nivået på lange renter faller ned mot den garanterte renten. Bufferen ville dermed ikke være anvendelig i en situasjon hvor store fall i aksjemarkedene kombineres med vesentlig fall i lange renter. Dette ble vurdert som et ikke usannsynlig scenario.

Brevet fra Finanstilsynet ble oversendt Banklovkommisjonen for vurdering, men ble ikke fulgt opp i form av utkast til lovregler fra Banklovkommisjonen.

Både Finans Norge og enkeltelskaper i livsforsikringsbransjen har ved ulike anledninger og i ulike former tatt til orde for endringer i virksomhetsreglene for forvaltning av garanterte pensjonsprodukter, med særlig oppmerksomhet om fripoliser. Også arbeidstakerorganisasjoner har henvendt seg til myndighetene om endringer i dette regelverket. Målsetningene for disse forslagene har vært todelt. For det første har det vært et ønske om å tilpasse regelverket for å lette pensjonsleverandørenes tilpasning til nytt soliditetsregelverk i Solvens II. Dernest har det vært et mål å øke pensjonsleverandørenes evne og vilje til å forvalte pensjonsmidler på vegne av de forsikrede med høyere risiko og høyere forventet avkastning. I disse regelverksforslagene har det bl.a. vært foreslått et såkalt fleksibelt bufferfond som skal kunne brukes til å dekke all manglende avkastning opp til avkastningsgarantien (dvs. også negativ avkastning) og at bufferfondet også skal kunne være negativt.

Videre har det vært foreslått ordninger for midlertidig tilførsel av egenkapital i tilfeller der verken årets avkastning eller bufferfondet er tilstrekkelig til å dekke avkastningsgarantien. Dersom avkastningen senere blir stor nok, kan egenkapitalbidragene tilbakeføres til selskapene. Dersom det blir avkastningsoverskudd på forvaltningen skal dette etter forslagene tilføres bufferfondet i stedet for å gå til varig oppskrivning av ytelsene. Positiv bufferkapital på uttakstidspunktet kan imidlertid tilføres ytelsene på årlig basis i utbetalingsperioden, slik at kapitalen forvaltes med en buffer også i utbetalingsperioden.

Det har vært foreslått at det i utgangspunktet ikke settes noe tak for størrelsen på bufferfond. Dersom det settes et tak for bufferfond og overskytende midler skal brukes til å skrive opp ytelsene, må slikt tillegg til ytelsene beregnes med en beregningsrente på 0 prosent.

Det har også vært foreslått å erstatte overskuddsdelingen og betaling av kostnader ved bruk av administrasjonsreserve for fripoliser med et system der midlene i eksisterende administrasjonsreserver tilføres pensjonsmidlene og at betaling for risiko og kostnader prises løpende og belastes avkastningen, bufferfondet eller pensjonsmidlene.

Banklovkommisjonens utredning nr. 27, NOU 2013:3: Pensjonslovene og folketrygdreformen III omhandlet forslag til overgangsregler for opptjente rettigheter etter foretakspensjonsloven når videre opptjening av tjenestepensjon skjer etter ny tjenestepensjonslov. Hovedformålet med forslaget til omlegging var å sikre at all kollektiv tjenestepensjon ble opptjent innenfor det samme tjenestepensjonsregelverket og i tråd med grunnlovsvernet for rettskrav på utbetaling av årlig pensjon. Et annet viktig formål med overgangsordningen var å forhindre ytterligere akkumulering av levealders- og avkastningsrisiko i pensjonsinnretningene. Det ble også foreslått å endre overskuddsdelingsreglene i forsikringsvirksomhetsloven slik at fremtidig avkastning kan benyttes til oppreservering for levealdersrisiko og tilsvarende at tilleggsavsetninger skulle kunne benyttes til oppreservering for langt liv. Et hovedspørsmål i utredningen og som høringsinstansene hadde ulike syn på, var hvordan overskudd utover garantert rente skulle fordeles mellom pensjonsinnretning, arbeidsgiver og arbeidstakere.

Kapitaltilgangsutvalget har i NOU 2018: 5 utredet kapitaltilgangen til norsk næringsliv, herunder er pensjonsmarkedet vurdert som en mulig egenkapitalkilde for næringslivet. Utvalget har imidlertid i liten grad vurdert hensynet til kapitaltilgang fra pensjonsmarkedet opp imot andre relevante hensyn bak reguleringen av pensjonsmarkedet. Utvalget skriver bl.a. at man kan vurdere *«et system for fleksibel bygging av bufferkapital, hvor kravet for avregning av garantert avkastning av fripoliser ikke gjøres løpende, men knyttes opp mot utbetalings-tidspunktet»*. Utvalget mener bl.a. at gjeldende regelverk fører til at en betydelig del av pensjonskapitalen plasseres mer kortsiktig og likvid enn det som er optimalt for å oppnå en god forventet avkastning av medlemmenes midler på lang sikt og mener at for lave aksjeandeler gir pensjonssparerne en lavere forventet avkastning enn de burde kunne oppnå som langsiktige sparere. Utvalget viser også til denne arbeidsgruppen, og oppfordrer til å vurdere regelendringer som kan legge til rette for at pensjonssparere som ønsker det, kan ta økt risiko i forvaltningen av pensjonskapital.

I FAFO-rapport 2018: 13 Ikke som forventet – fripoliseproblemet i det norske pensjonssystemet (Hippe og Lillevold) drøftes mulige modeller for å forbedre verdiutviklingen for innehavere av fripoliser. Notatet er utarbeidet for LO, Fagforbundet og Pensjonistforbundet. I notatet drøftes tre mulige modeller for håndtering av fripoliseproblemet. Modell 1 ser på om det er mulig å bedre rammebetingelsene for pensjonsleverandørene slik at livsforsikringsforetakene og pensjonskassene tar større risiko i sin kapitalforvaltning. I notatet vurderes tre endringer: lettelse i kapitalkrav, økt overskuddsandel til pensjonsleverandøren og overgang fra ettårig til flerårig avkastningsgaranti. En har analysert effekten av at ett av de tre virkemidlene endres alene, mens de to øvrige holdes uendret. Resultatet av denne partielle analysen er at pensjonsleverandørene må forventes å opprettholde sin kapitalforvaltning av fripoliseporteføljen uendret. Selv med flere og sterke tiltak samtidig er det en fare for at leverandørene fortsatt vil velge å tilpasse seg med liten finansiell risiko og dermed få frigjort bundet kapital til andre formål.

3.2 Flytting av pensjonsmidler

Finanstilsynet foreslo i forbindelse med forslaget om samlet bufferfond at dette fondet skulle være kundefordelt og følge med ved flytting. Finans Norge har i sine forslag foreslått at flytting

av pensjonskontrakter til annet selskap må skje til markedsverdien av summen av bufferfond og premiereserve, men slik at ev. midlertidig tilført egenkapital ikke følger med ved flytting.

3.3 Fripoliser med investeringsvalg

Kapitaltilgangsutvalget skriver i sin utredning at de mener myndighetene og forsikringsnæringen må bidra til at det gis god informasjon om adgangen til og konsekvensene av konvertering av fripoliser til fripoliser med investeringsvalg. Informasjonen må ifølge utvalget «ikke bare være egnet til å regulere og avklare ansvarsforhold, men også være dekkende, relevant og forståelig, slik at den typiske pensjonssparerer kan foreta informerte plasseringsvalg ut fra investeringsstrategi og risikoprofil». Videre mener utvalget at det bør legges til rette for en mer reell konverteringsadgang, f.eks. ved at kunder kan kompenseres for å konvertere til enten sluttgarantier eller friere investeringsvalg.

3.4 Andre forslag

I modell 2 i FAFO-rapport 2018: 13 drøftes muligheten for å lage en frivillig selskapsløsning, «Norsk fripolise AS», som overtar forvaltningen av fripolisene til disse er utbetalt, og som deretter avvikles. Etter denne modellen går livsforsikringsforetakene, eventuelt også pensjonskassene, sammen med staten for å etablere et livsforsikringsforetak, eventuelt et særlovs-selskap. Det legges opp til at selskapet skal underlegges særskilte kapitalkrav som er lempeligere enn Solvens II-kravene, enten ved at selskapet drives etter reglene i tjenestepensjonsdirektivet (IORP) eller ved at selskapet underlegges egne krav med nasjonal hjemmel. I notatet drøftes også beregningen av den kapital som skal følge med hver fripolise. Det foreslås at en baserer seg på flytteverdien etter forsikringsvirksomhetsloven og at egenkapital tilsvarende store deler av det reduserte kapitalkravet skal inngå som egenkapital i det nye selskapet. Gjennom økt risikotagning i kapitalforvaltningen skal det nye selskapet kunne oppnå høyere forventet avkastning enn det som hittil har vært mulig. Det skisseres at det i tillegg kan gis adgang til i større grad å benytte betingede buffere og sluttgarantier, men da på en måte som bidrar til å bedre fripoliseinnehavernes utsikt til verdiregulering.

I modell 3 drøftes muligheten for at staten stiller som garantist for forpliktelsene knyttet til fripolisene. Det vises til at det er et grunnleggende politisk spørsmål om staten skal overta økonomisk risiko fra private aktører som kontraktmessig bærer denne. Samtidig vises det til at det under de rådende markedsforholdene ikke er andre aktører som ønsker å gå inn i fripolise-markedet, og at et statlig selskap som overtar fripoliser ikke vil kunne gå inn i det allmenne livsforsikrings- og pensjonsmarkedet. Det skisseres to hovedspor; et statlig fripoliseprodukt med G-regulering hvor de årlige kostnadene finansieres over statsbudsjettet eller etablering av et statlig selskap som driver både kapitalforvaltning og administrasjon av overførte fripoliser.

Arbeidsgruppen anser disse modellene for å ligge utenfor det mandatet arbeidsgruppen har fått.

Del II

Arbeidsgruppens vurderinger

4 Markedet for garanterte pensjonsprodukter

4.1 Generelt om garanterte pensjonsprodukter

Arbeidsgruppen skal vurdere regelverket for garanterte pensjonsprodukter i privat sektor. Slike pensjonsprodukter omfatter kollektive ytelsesbaserte tjenstepensjonsordninger etter reglene i foretakspensjonsloven og fripoliser utgått fra disse, samt individuelle pensjonsprodukter (livrenter, IPA mv.) Garanterte pensjonsprodukter gir kundene eller medlemmene i ordningen krav på en bestemt årlig pensjonsytelse.

Livsforsikringsforetak og pensjonskasser har adgang til å tilby kommunale pensjonsordninger etter regler i forsikringsvirksomhetsloven kapittel 4. I dag er det to livsforsikringsforetak som tilbyr kommunale pensjonsordninger, mens 37 kommuner, fylkeskommuner og kommunale foretak har sin pensjonsordning i pensjonskasse. Kommunale pensjonsordninger har andre produkttegenskaper enn foretakspensjonsordninger i privat sektor, bl.a. utstedes det ikke fripoliser i kommunale ordninger, og disse ordningene vurderes ikke nærmere i denne rapporten. Virksomhetsreglene er imidlertid som utgangspunkt felles for kommunale pensjonsordninger og private pensjonsordninger etter foretakspensjonsloven. Arbeidsgruppens vurderinger av bl.a. regelverket om flytting vil derfor få betydning også for flytting av kommunale ordninger.

Garanterte pensjonsprodukter kan enten være under opptjening eller under utbetaling i en aktiv/premiebetalende ordning, eller de kan være «ferdig betalte» og knyttet til fripoliser. En fripolise utstedes når en arbeidstaker i en bedrift som har en ytelsesbasert foretakspensjonsordning slutter i bedriften før uttak av pensjon, eller når bedriften omdanner foretakspensjonsordningen til en innskuddspensjonsordning eller tjenstepensjonsordning. Fripolisen er et bevis for arbeidstakerens opptjente pensjon i foretakspensjonsordningen, og gir innehaveren rett til en bestemt årlig pensjonsytelse. Fripolisen utgjør et eget rettsforhold mellom innehaveren og forsikringsforetaket. Når fripoliser omtales som «ferdig betalte» kontrakter, har det sammenheng med at forsikringsforetaket ikke kan innkreve ytterligere betaling fra innehaveren. I det følgende omtales arbeidsgruppens syn på utviklingen i markedet for disse produktene.

4.2 Utviklingen i markedet

Tradisjonelt har tjenstepensjonsordninger i privat sektor vært ytelsesbaserte sluttlønsordninger. Det vil si at pensjonsordningen sikter mot at de ansatte ved pensjonering får en livsvarig alderspensjonsytelse som sammen med beregnet alderspensjon fra Folketrygden utgjør en gitt prosent av lønnen på pensjoneringstidspunktet, f.eks. 2/3 av sluttlønnen.

Tjenstepensjonsordningene er fullt fonderte ordninger, dvs. at det til enhver tid skal være satt av tilstrekkelige midler til å finansiere opptjente ytelser. Pensjonsleverandøren har ansvar for å beregne og kreve inn tilstrekkelige premier fra arbeidsgiverforetakene slik at premiereserven, det vil si summen av innbetalte premier og den akkumulerte avkastningen av premiene, til enhver tid tilsvarer nåverdien av de opptjente ytelsene som skal utbetales i fremtiden. Kravet til full fondering har vært ment å sikre at ytelsene skal kunne utbetales, og legge til rette for fungerende konkurranse i markedet (flytterett).

I beregningen av premiene og kravet til premiereserve benyttes en diskonteringsrente (beregningsrenten) som tilsvarer den forrentningen man forventer på midlene frem til utbetaling. Økonomisk teori tilsier at sikre fremtidige kontantstrømmer (som f.eks. en garantert pensjonsytelse) bør diskonteres med en sikker (risikofri) rente.

Dess høyere beregningsrente som blir brukt i premieberegningen, dess lavere blir de årlige premiene. I et marked med konkurranse og hvor ytelsesordningene er lønnsomme for leverandørene, kan det derfor ikke utelukkes at pensjonsleverandører opererer med en beregningsrente med mindre sikkerhetsmargin til forventet rente enn det som er ønskelig ut ifra soliditetshensyn for å kunne tilby kundene lavest mulig premier. Myndighetene har, frem til innføringen av Solvens II-regelverket i 2016, derfor av soliditetshensyn satt et tak for hvor høy beregningsrente leverandørene kan bruke i beregningen av premier og forsikringsmessige avsetninger, jf. figur 4.2. Finanstilsynet har etter 2011 hatt reduksjoner i beregningsrenten på høring som jevnt over har møtt motstand og som i 2013 ikke ble gjennomført av Finansdepartementet bl.a. i påvente av andre regelverksprosesser på pensjonsområdet. I praksis har pensjonsleverandørene til enhver tid benyttet høyeste tillatte rente i premieberegningen, selv om de fritt har kunnet velge en lavere rente.

I premieberegningen tas det også hensyn til forventninger om årlig dødelighet/levealder i forsikringspopulasjonen. Midler som frigjøres når forsikrede dør, fordeles på forsikringskollektivet («dødelighetsarv»). Dermed kan premiene for en gitt ytelse settes noe lavere enn om frigjorte midler ved død skulle utbetales til boet etter avdøde.

Pensjonsleverandørene er ansvarlige for at premiereserven vokser (minst) nok til å dekke forrentningen som ble lagt til grunn i premieberegningen. Dette impliserer en kapitalforvaltning med en gitt avkastningsgaranti, som følger av hvilken beregningsrente som ble brukt ved beregning og innkreving av premier. Siden kundene når som helst skal kunne flytte fullt fonderte kontrakter, må leverandørene kunne innfri avkastningsgarantiene løpende.

Avkastning ut over garantert rente skal, etter ev. avsetning til tilleggsavsetninger, fordeles til arbeidsgivernes premiefond eller til pensjonistenes overskuddsfond. Disse fondene kan benyttes til hhv. å betale fremtidige premier og til å øke ytelsene til personer som får utbetalt pensjon. Dersom pensjonsleverandørene hadde benyttet en lavere beregningsrente enn den høyeste tillatte, ville det ha gitt høyere premier, men lavere krav til fremtidig avkastning for å sikre en gitt ytelse. For en gitt forventet avkastning ville lavere beregningsrente derfor gitt høyere forventet meravkastning.

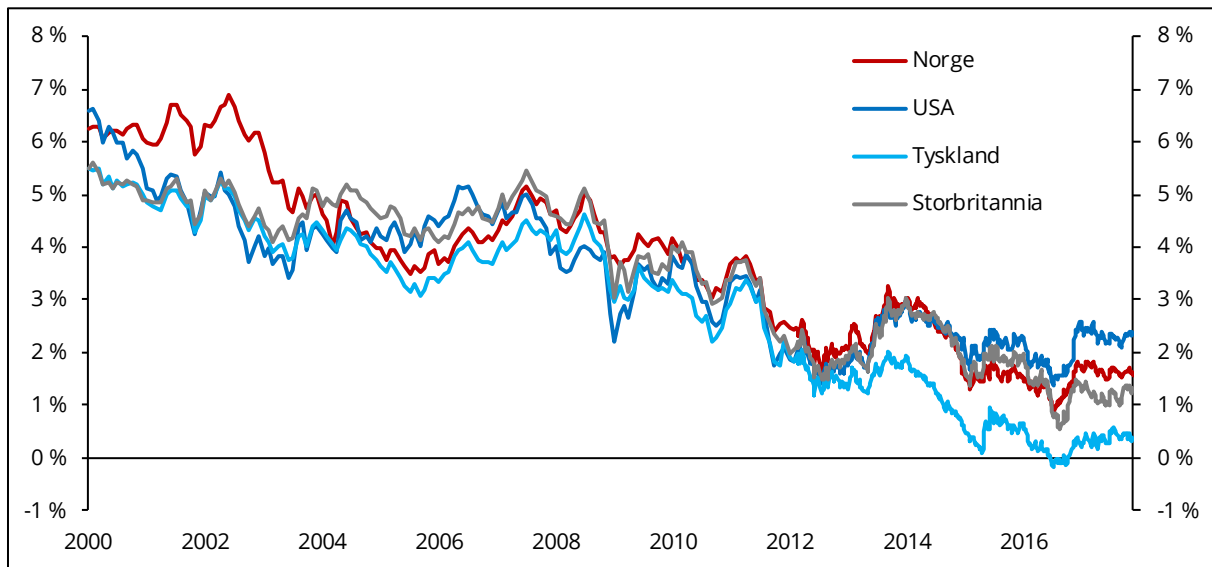
For en gitt ytelse og avkastning vil dermed ikke beregningsrenten i seg selv påvirke de samlede kostnadene til pensjon til ansatte som er medlem i ordningen gjennom hele karrieren. For ansatte som slutter underveis og får fripolise vil imidlertid en høyere beregningsrente i starten av karrieren gi lavere kostnader for arbeidsgiver på bekostning av utsiktene til meravkastning etter at fripolisen er utstedt. Lavere beregningsrente vil innebære høyere premier i starten av ordningens levetid, og det er ikke gitt hvordan dette ville slått ut for de avtalte ytelsesnivåene.

Så lenge ytelsesordningene er aktive, er arbeidsgiver forpliktet til å fortsette å betale inn premier. Dette omfatter også en plikt til å betale inn såkalte reguleringspremier dersom de ansattes lønn øker, slik at premiereserven øker tilstrekkelig til å kunne finansiere samme andel

av en høyere lønn. Det er med andre ord arbeidsgiverne som gjennom denne premien betaler for at verdien av ytelsene holder tritt med lønnsveksten. Når det utstedes fripoliser, bortfaller dette ansvaret for arbeidsgiver, og regulering av nivået på pensjonen fra fripolisene er avhengig av at det oppnås meravkastning.

Så lenge nivået på relativt sikre renter var vesentlig høyere enn beregningsrenten som ble brukt, fungerte ytelsesordningene etter arbeidsgruppens oppfatning som forutsatt. Etter år 2000 har imidlertid rentenivået falt og forblitt lavt både i Norge og internasjonalt, jf. figur 4.1.

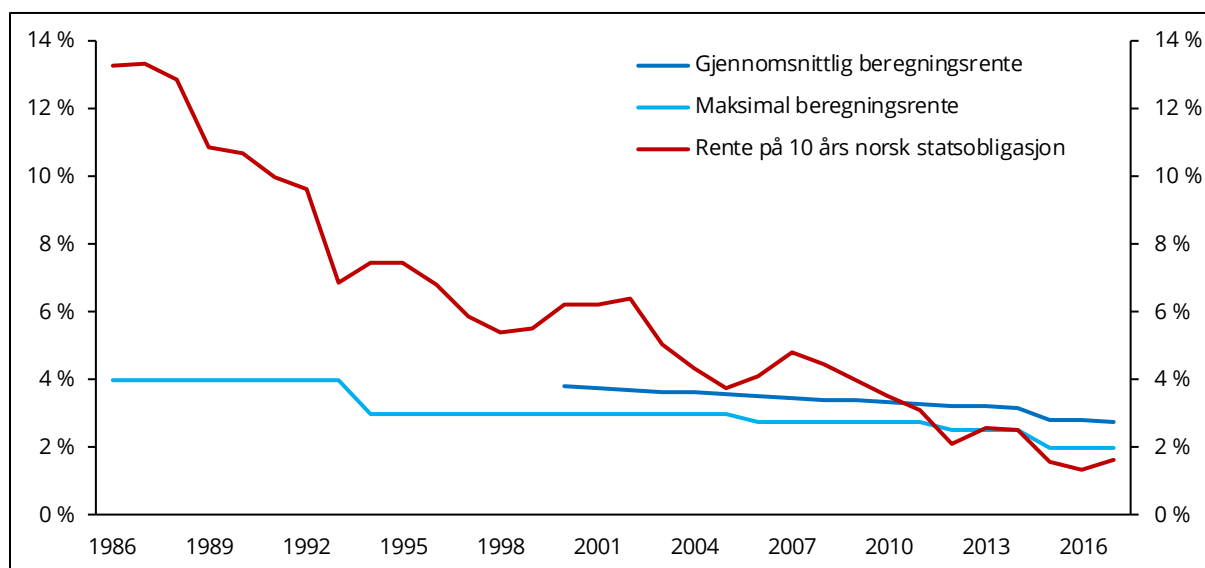
Figur 4.1 Renten på tiårige statsobligasjoner i utvalgte land



Kilde: Thomson Reuters

På midten av 1980-tallet var renten på 10-årige norske statsobligasjoner på nesten 14 pst., mens den maksimale avkastningsgarantien var 4 pst. Helt frem til 2011 var markedsrentene høyere enn gjennomsnittlige avkastningsgarantier. Selv med relativt lav risiko ga dette lenge rom for å oppnå avkastning som var tilstrekkelig til både å finansiere garanterte ytelser, delfinansiere fremtidige premier via overskudd til premiefond og til å oppregulere ytelser. Fallet i rentenivået har ført til at også den maksimale beregningsrenten har blitt redusert, men fordi beregningsrenten bare gjelder ny opptjening, har gjennomsnittsnivået på garantiene falt saktere enn rentenivået. Figur 4.2 viser utviklingen i rentenivået i Norge og avkastningsgarantinivåene.

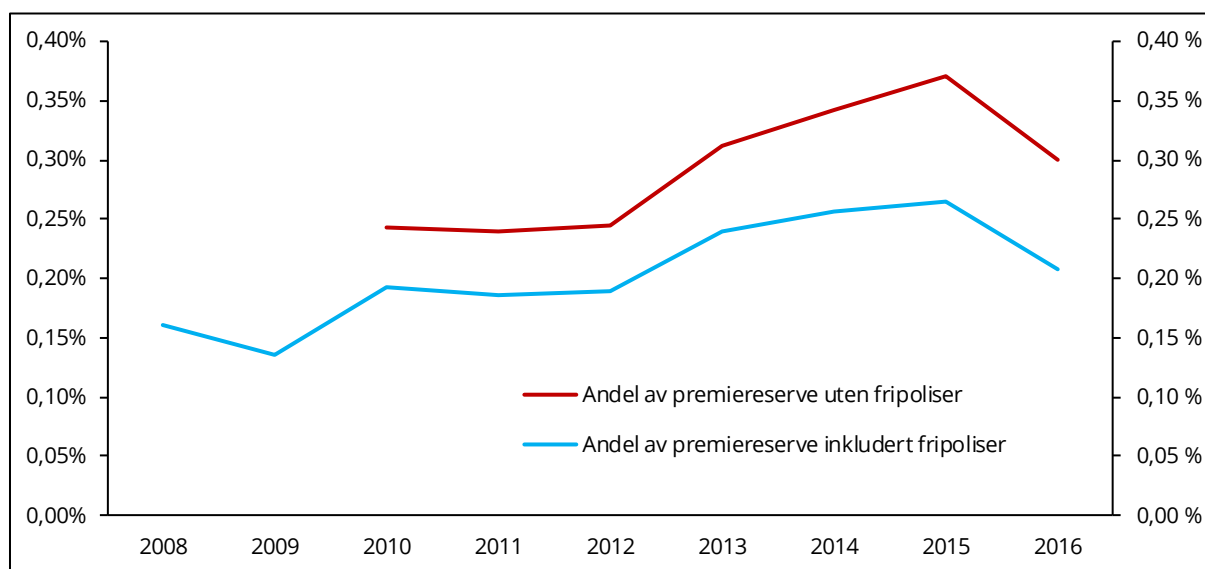
Figur 4.2 Beregningsrente (avkastningsgaranti) og rentenivå



Kilde: Finanstilsynet

Tidligere var det overskuddsdeling både for aktive ordninger og fripoliser. Fra forsikringsvirksomhetsloven trådte i kraft i 2008, har pensjonsleverandørene for aktive ordninger hatt mulighet til å ta seg betalt for risikoen for ikke å oppnå tilstrekkelig avkastning gjennom en egen premie for avkastningsrisiko som kan endres årlig, jf. figur 4.3. Handlingsrommet kan imidlertid i praksis ha blitt begrenset av et ønske om å unngå at ordningene avvikles som følge av for høye premier med påfølgende utstedelse av fripoliser. Premien har økt fra om lag 900 mill. kroner i 2008 til 1,8 mrd. kroner i 2016. Som andel av kollektivporteføljen utenom fripolisebeholdningen (som anslag på omfanget av kontrakter med premiebetaling) har premien variert fra 0,67 til 1,03 pst., mens den som andel av hele kollektivporteføljen har variert fra 0,14 til 0,27 pst.

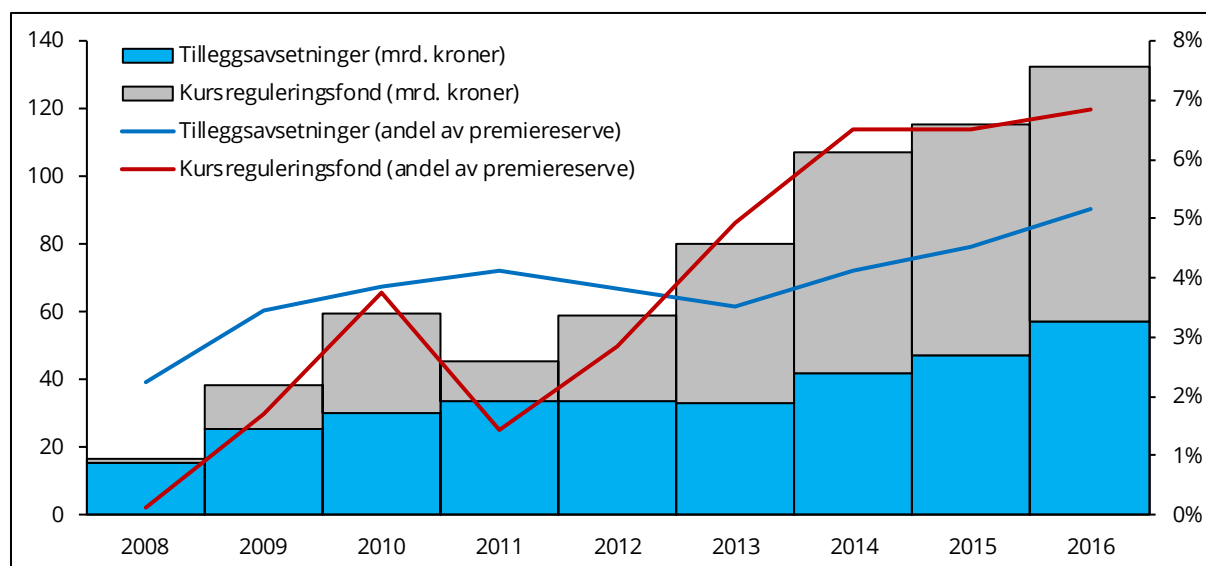
Figur 4.3 Avkastningsgarantipremie i prosent av premiereserve i kollektivporteføljen



Kilder: Finans Norge og Finanstilsynet

Pensjonsleverandørene har også anledning til å avlaste avkastningsrisiko gjennom å bygge buffere. Avkastningsoverskudd i gode år kan bl.a. brukes til å bygge opp tilleggsavsetninger, som kan dekke manglende avkastning, mellom 0 og garantinivået, i år med lav avkastning. Fra 2010 til 2016 benyttet forsikringsforetakene 45 pst. av avkastningsoverskuddet til å bygge opp tilleggsavsetningene fra 2,2 pst. av premiereserven til 5,2 pst. av premiereserven. I den samme perioden økte kursreguleringsfondet fra 0,1 til 6,8 pst. av premiereserven, jf. figur 4.4.

Figur 4.4 Utvikling i tilleggsavsetninger og kursreguleringsfond



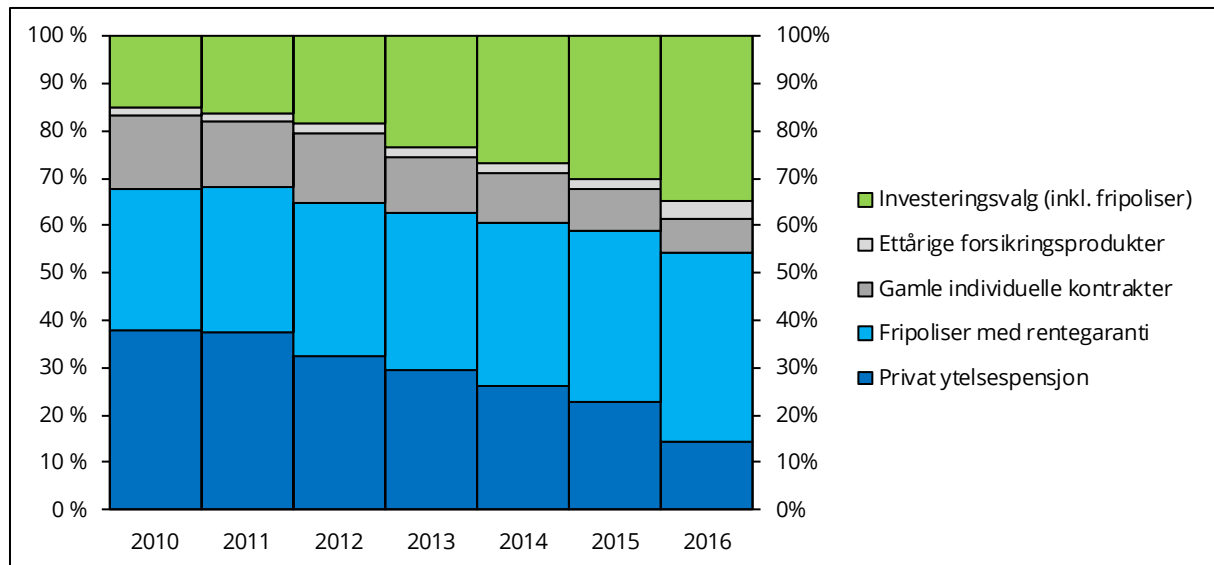
Kilde: Finanstilsynet

Etter hvert som rentenivået har falt og levealderen har økt, har ytelsesordningene blitt dyrere å finansiere for arbeidsgivere. På regelverkssiden har det også skjedd endringer som har lagt til rette for at arbeidsgivere og pensjonsleverandører har kunnet tilpasse pensjonsordningene til rente- og levealderutviklingen. Blant annet ble det åpnet for skattefavorederte innskuddspensjonsordninger fra 2001, og fra 2006 ble det innført krav til obligatorisk tjenstepensjon der minstekravet er en innskuddspensjonsordning med 2 pst. sparing av lønn mellom 1 og 12 G.

I sum har dette ført til at mange arbeidsgivere har erstattet ytelsesordningene med innskuddsordninger, og at nye bedrifter i all hovedsak har opprettet innskuddsordninger. Kravet om at arbeidsgivere må synliggjøre sine forpliktelser til ytelsesordningene på balansen, har trolig også medvirket til denne overgangen. Når ytelsesordningene avvikles eller når ansatte skifter jobb, utstedes fripolis som bevis på opptjente ytelser til de ansatte. Økningen i fripolisebeholdningen har dermed vært drevet både av overgangen til innskuddsbaserte ordninger og at det ikke lenger er like vanlig at arbeidstakere er ansatt i samme bedrift og dermed medlem i samme pensjonsordning gjennom hele yrkeskarrieren.

Figur 4.5 viser utviklingen i forsikringsforetakenes forpliktelser i ulike produkter. Figuren viser at beholdningen i innskuddspensjonsordningene, illustrert i veksten i «investeringsvalg» i figuren, og fripolisene øker på bekostning av ytelsespensjonsordningene, men beholdningen i ytelsesordningene er likevel fortsatt på et betydelig nivå.

Figur 4.5 Forsikringsforpliktelser i privat tjenstepensjon



Gamle individuelle kontrakter er kontrakter med deling av overskudd 65-35 i favør kundene, i tråd med regelverket før forsikringsvirksomhetsloven ble endret med virkning fra 2008.

Kilder: Finans Norge og Finanstilsynet

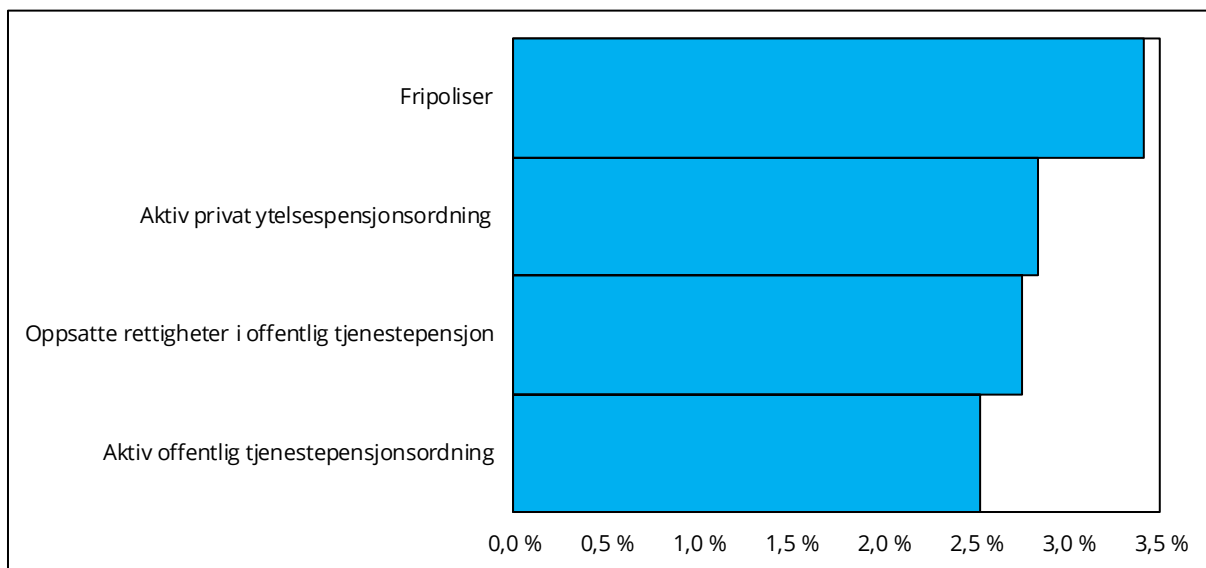
Arbeidsgiver har etter utstedelse av fripoliser ikke lenger noen rolle eller forpliktelser i forsikringsforholdet. Fripoliser er ferdig betalte kontrakter og det er ikke mulig for pensjonsleverandørene å kreve inn ytterligere premier verken fra tidligere arbeidsgiver eller fra fripoliseinnehaveren. Positiv avkastning på forvaltningen er dermed eneste kilde til å få tilført ytterligere kapital til fripolisekontrakter. Avkastning inntil et gitt nivå (avkastningsgarantien) er nødvendig for å sikre at de garanterte ytelsene kan utbetales. Betaling for avkastningsrisiko og finansiering av økt realverdi av ytelsene må komme fra avkastning utover dette nivået.

Rentenivået er nå vesentlig lavere enn det som tidligere lå til grunn for beregningen av premiene i ytelsesordningene. Når nivået på noenlunde sikre renter er lavere enn avkastningsgarantiene, må pensjonsmidlene forvaltes med noe risiko for å oppnå garantert avkastning. Som figur 4.2 viser, har gjennomsnittlig avkastningsgaranti vært høyere enn renten på 10-årige norske statsobligasjoner etter 2010. Det kan ha påvirket nivået på avkastningen direkte og gjennom pensjonsleverandørens vilje og evne til å forvalte midlene med risiko. Fripolisene er også i snitt eldre kontrakter med betydelig høyere avkastningsgaranti enn snittet for forsikringsbeholdningen som helhet, se figur 4.6. Snittet for hele beholdningen av garanterte produkter er på om lag 2,7 pst., mens fripolisene har en gjennomsnittlig garanti på i overkant av 3,4 pst.

Nivået på den garanterte renten og dermed utsiktene til meravkastning har ulik betydning for fripoliser (individuelle kontrakter) og private eller offentlige tjenstepensjonsordninger (kollektive kontrakter). For fripoliser vil 80 pst. av et eventuelt avkastningsoverskudd utover garantert rente bli tilført kunden. I aktive foretakspensjonsordninger tilføres hele overskuddet arbeidsgivers premiefond eller pensjonistenes overskuddsfond, mens i offentlige ordninger er det utviklingen i lønnsvekst og ikke i rentenivå som har direkte betydning for reguleringen av den enkeltes rettigheter. Selv om overskudd utover avkastningsgarantien for kollektive produkter blir tildelt arbeidsgiver og ikke den enkelte, illustrerer likevel figuren at fripoliser,

for en gitt avkastning, har et lavere potensial for overskudd sammenlignet med kollektive ytelsesprodukter som gjennomgående har en yngre beholdning med lavere garantier.

Figur 4.6 Gjennomsnittlig avkastningsgaranti for ulike pensjonsprodukter

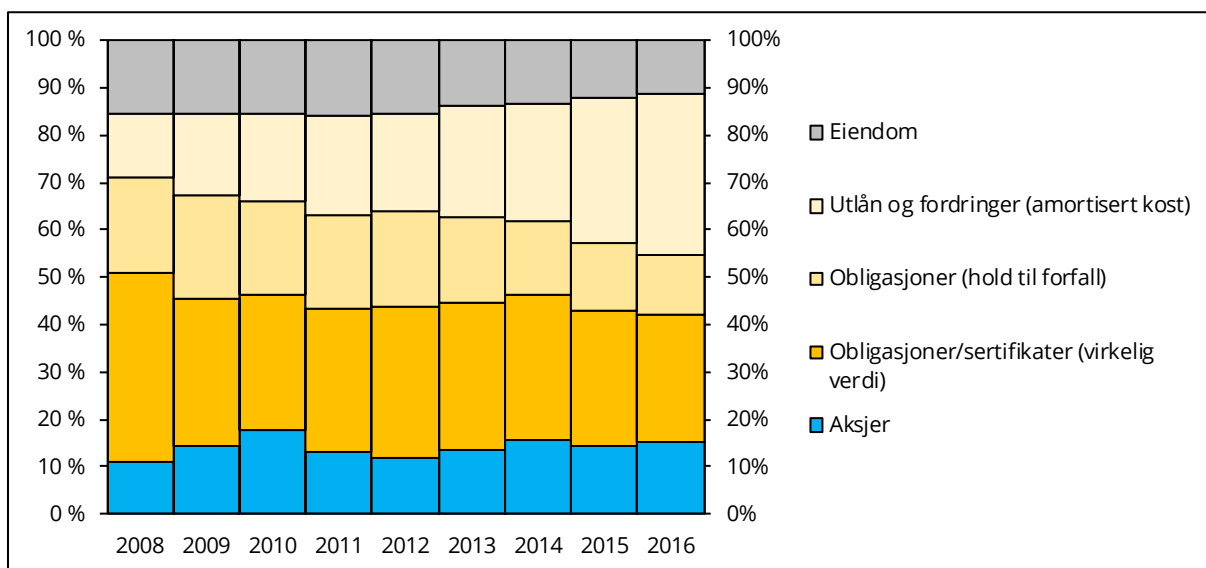


Kilde: Finans Norge

Over tid har porteføljene blitt forvaltet med relativt lave aksjeandeler og med sikte på stor grad av sikkerhet for å oppnå garantert avkastning. Som andel av samlet forvaltningskapital varierte aksjeandelen fra starten av 2000-tallet og frem til 2008 mellom 7 og 27 pst. for livsforsikringsforetakene og mellom 16 og 33 pst. for pensjonskassene. Aksjeandelen var på det laveste i 2002 for begge. Tall fra SSB viser også at aksjeandelene har ligget om lag på dette nivået fra 1997.

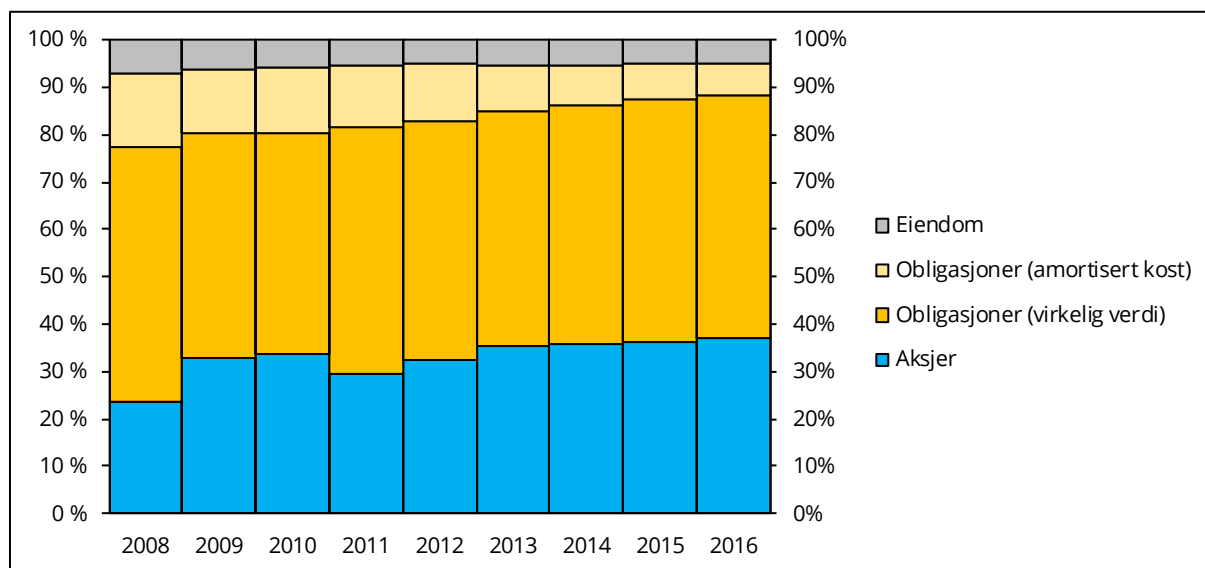
Figur 4.7 og 4.8 viser utviklingen i aktivasammensetningen i plasseringen av pensjonsmidlene for hhv. livsforsikringsforetak og pensjonskasser etter 2008. Figurene viser bl.a. at pensjonskassene over tid har hatt en høyere aksjeandel enn livsforsikringsforetakene.

Figur 4.7 Aktivasammensetning i livsforsikringsforetak. Kollektivporteføljene



Kilde: Finanstilsynet

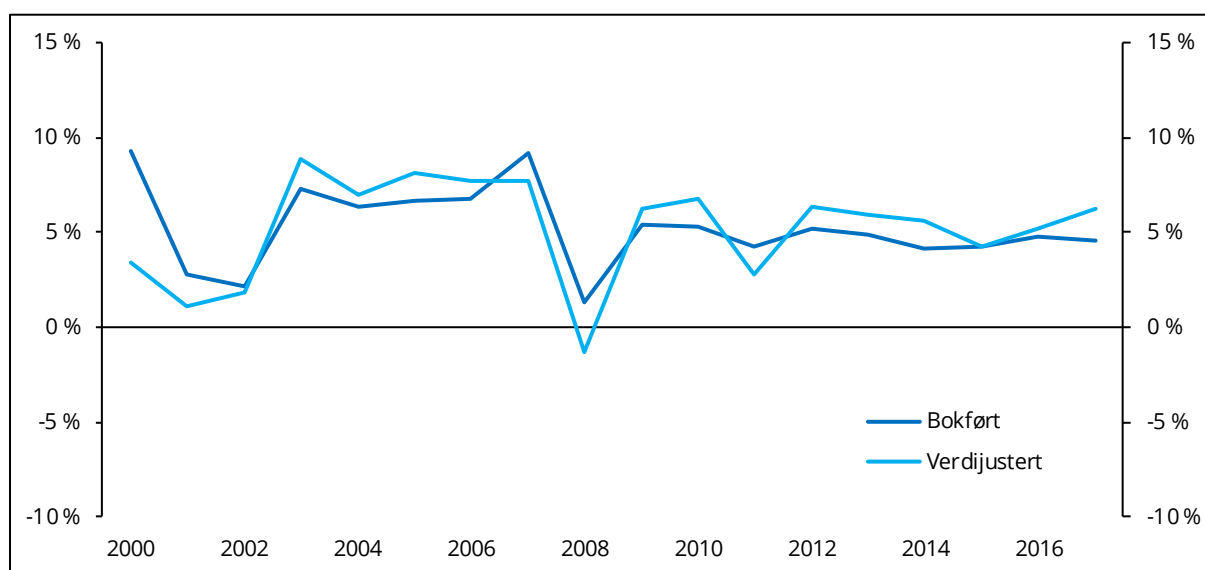
Figur 4.8 Aktivsammensetning i pensjonskasser



Kilde: Finanstilsynet

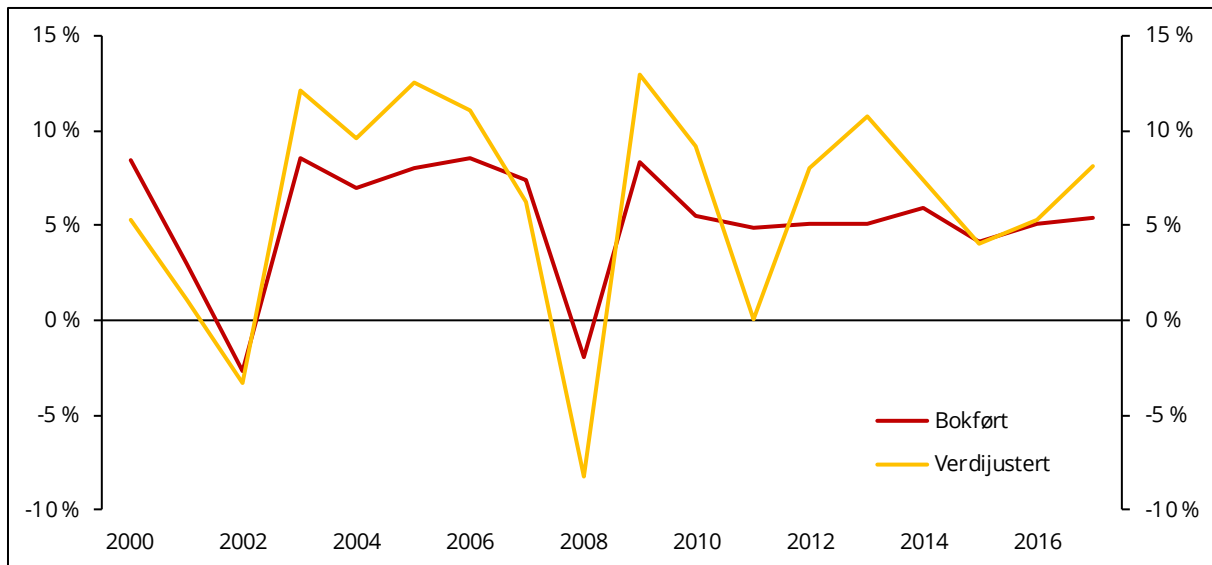
Til tross for at forvaltningen er innrettet mot å sikre garantert avkastning, har pensjonsleverandørene de siste årene likevel gjennomgående oppnådd en avkastning over garantiene. Figur 4.9 og 4.10 viser bokført og verdjustert avkastning for livsforsikringsforetak og pensjonskasser. Den verdjusterte avkastningen inkluderer kurssvingninger som ikke er realisert og som inngår i kursreguleringsfond, mens den bokførte avkastningen er den avkastningen som er realisert og som utgjør grunnlaget for avsetninger til tilleggsavsetning og disponering av overskudd. Avkastningen svinger mer for pensjonskasser i tråd med at de har hatt noe høyere risiko i forvaltningen. Videre viser figurene at leverandørene over tid oppnår avkastning over garantinivået, og at avkastningen sjelden er negativ.

Figur 4.9 Avkastning i livsforsikringsforetak



Kilde: Finanstilsynet

Figur 4.10 Avkastning i pensjonskasser

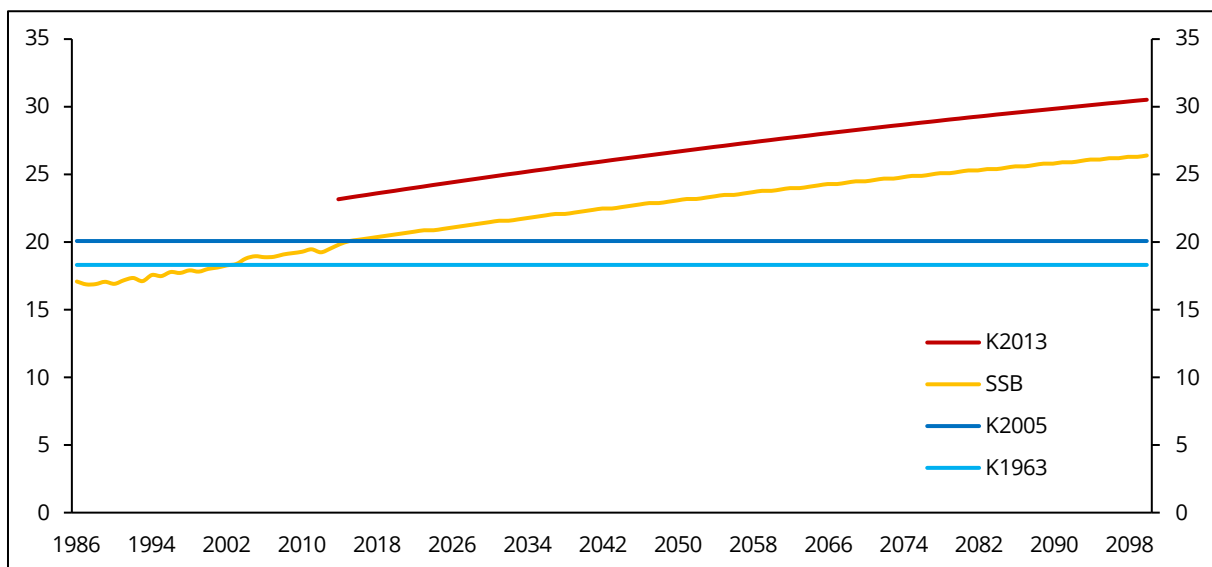


Kilde: Finanstilsynet

Når lite av den oppnådde meravkastningen har resultert i overskudd til kundene de senere årene, skyldes dette flere forhold. Blant annet har 45 pst. av overskuddet etter 2009 blitt satt av til tilleggsavsetninger som kan brukes til å dekke opp for ev. lavere avkastning fremover. Dette er midler som er fordelt på den enkelte kontrakt, og som kan komme kundene til gode i fremtiden selv om de ikke har blitt tilført som overskudd ennå.

Pensjonsleverandørene har også over tid måttet styrke beregningsgrunnlaget for å fastsette og kreve inn premier. Dette for å finansiere den økende levealderen (reduisert årlig dødelighet) blant de forsikrede, jf. figur 4.11. Selv om avkastningen på midlene har vært tilstrekkelig til å dekke avkastningsgarantien, har dermed de avsatte premiereservene ikke vært tilstrekkelige til å finansiere de lovede ytelsene.

Figur 4.11 Forventet gjenstående levetid. Kvinne ved alder 67 år



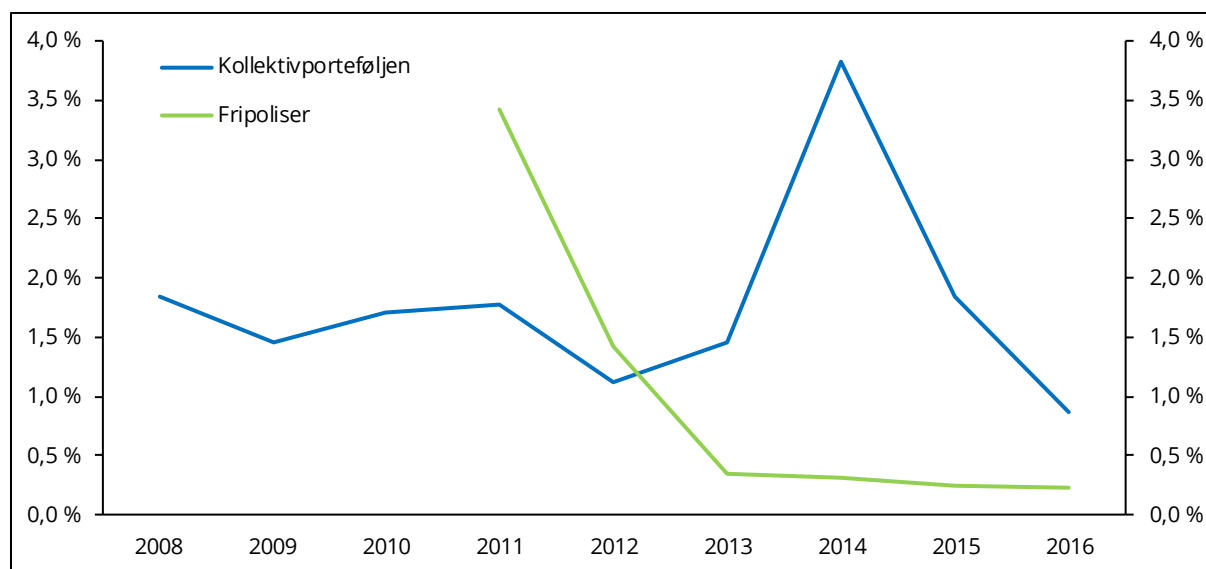
Kilder: Finanstilsynet og SSB

Pensjonsleverandørene har for å sikre at de kan oppfylle sine forpliktelser fått tillatelse gjennom en unntaksbestemmelse i forsikringsvirksomhetsloven til over en syvårsperiode å benytte meravkastning som ellers skulle tilfalt kundene, til å styrke avsetningene for økt levealder. Oppreserveringsbehovet var i utgangspunktet på om lag 53 mrd. kroner for pensjonsleverandørene samlet. Selskapene har finansiert inntil 80 pst. av dette ved hjelp av kundeoverskudd. Som for valg av beregningsrente, ville et mer forsiktig beregningsgrunnlag for dødelighet ha ført til høyere premier for arbeidsgiverne i utgangspunktet.

Arbeidsgruppen mener utfordringene med lav meravkastning og behov for oppreservering for langt liv er sammenlignbare. Begge utfordringene skyldes bl.a. at det som senere har vist seg å være for optimistiske forutsetninger for premiefastsettelsen, har resultert i at all oppnådd avkastning de siste årene har måttet brukes til å sikre garanterte ytelser på bekostning av overskudd. En kan dermed si at garanterte pensjonsprodukter har vært underreservert både for langt liv og for lav rente. Det lave rentenivået har generelt gitt en krevende situasjon i markedet, som har medført at både myndigheter og markedsaktører har måttet prioritere at det er god sikkerhet for at leverandørene kan innfri sine forpliktelser.

Markedsutviklingen har også ført til at det den senere tiden har vært liten aktivitet i flyttemarkedet for ytelsesordninger og fripoliser. Kontraktene er svært lite lønnsomme, og pensjonsleverandørene ønsker derfor i hovedsak ikke å overta dem. Figur 4.12 viser premiereserven i flyttede kontrakter som andel av samlet premiereserve for hhv. hele kollektivporteføljen og bare fripolisene, for alle selskaper. Toppen i 2014 skyldes trolig flytting av offentlige ordninger.

Figur 4.12 Flytting i prosent av premiereserver

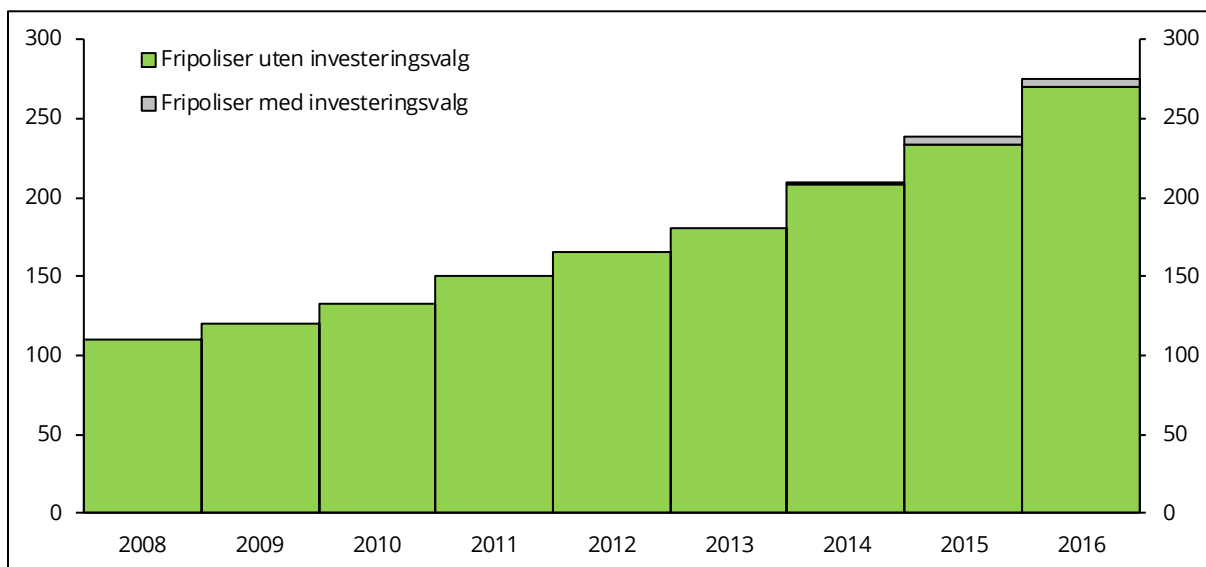


Kilde: Finanstilsynet

Fra 1. september 2014 har det vært adgang til frivillig å konvertere ordinære fripoliser til fripoliser med investeringsvalg. Konverteringsadgangen har i den første fasen vært begrenset av at fripolisene ikke har vært fullt oppreservert for langt liv, jf. ovenfor, og dermed ikke har kunnet konverteres. Det stilles også krav om at konvertering bare kan tilbys der det er egnet for kundene. Typisk kan konvertering være mindre egnet jo høyere avkastningsgarantien er i

fripolisen og jo kortere tid det er igjen til pensjonering for den forsikrede. Figur 4.13 viser utviklingen i forsikringsforpliktelsene for fripoliser uten og med investeringsvalg. I 2017 var forsikringsforpliktelsene i fripoliser med investeringsvalg på ca. 7,2 mrd. kroner, noe som utgjorde om lag 2,1 pst. av beholdningen.

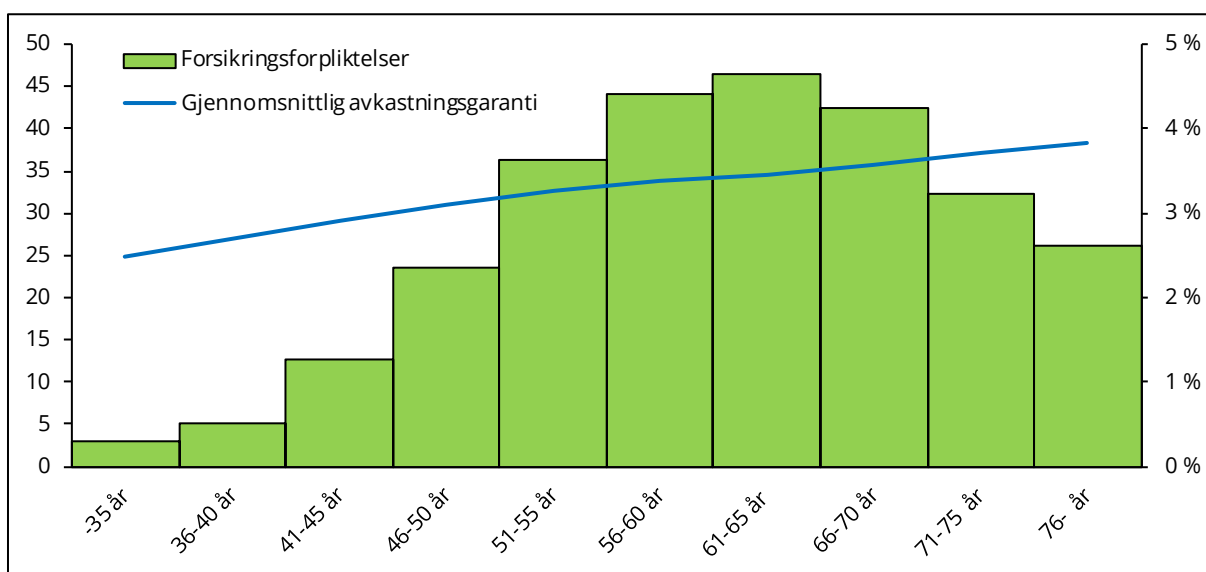
Figur 4.13 Fripoliseforpliktelser. Mrd. kroner.



Kilde: Finans Norge

Figur 4.14 viser at hovedtyngden av kapital ligger i fripoliser hvor innehaveren er rundt 60 år og dermed har relativt kort tid igjen til utbetalingsstart. De eldste fripoliseinnehaverne har også i snitt høyest garantert avkastning og dermed mindre å tjene på å øke risikoen i forvaltningen enn personer med lang løpetid og lavere garanti. Siden det er lite ny opptjening i ordningene er det rimelig å anta at utviklingen vil gå i retning av at en stadig større andel av forpliktelsene er knyttet til personer med kort tid igjen til eller som allerede har startet pensjonsutbetalingene.

Figur 4.14 Fripoliseforpliktelser. Mrd. kroner. Etter alder og avkastningsgaranti (pst.)



Kilde: Finans Norge

5 Generelt om kapitalforvaltning og risiko

Et av formålene med utredningen er å kartlegge og vurdere forvaltningen av pensjonsmidler. Utgangspunktet for kapitalforvaltning uten garantier i klassisk økonomisk teori er at en risikoavers porteføljeforvalter ønsker å maksimere avkastningen for en gitt risiko, eller minimere risikoen for en gitt avkastning. Den relevante risikoen er den systematiske risikoen som ikke kan diversifiseres vekk ved å fordele midlene i porteføljen på mange ulike investeringsobjekter. Diversifiserbar, eller usystematisk risiko er den risikoen som er spesifikk for den enkelte investering, mens den systematiske risikoen reflekterer samvariasjonen mellom avkastningen på investeringsobjektene og avkastningen på markedsporteføljen.

Merverdien ved å investere med risiko fremfor risikofritt ligger i at markedet gir en risikopremie (forventet meravkastning) som betaling for den ikke-diversifiserbare (systematiske) risikoen. Aksjer har historisk gitt en betydelig høyere realisert realavkastning enn f.eks. statsobligasjoner. I NOU 2016: 20 Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland, refererte utvalget til studier som viser at en dollar investert i aksjemarkedet i 1900 i realverdi ville ha vokst til i overkant av 300 dollar ved utgangen av 2015, mens en tilsvarende investering i statsobligasjoner ville ha vokst til 8 dollar. En bør likevel være oppmerksom på at historiske data ikke nødvendigvis fanger opp all usikkerhet om utviklingen. Dataene kan være for begrensede perioder, og en kjenner ikke alle alternative forløp avkastningen kunne ha hatt, slik at den realiserte risikopremien ikke nødvendigvis er lik den forventede. Meravkastningen i aksjer reflekterer høyere risiko og kommer med en pris i form av større svingninger fra et år til det neste. Det er heller ikke uvanlig at aksjeavkastningen over flere år har vært lavere enn for obligasjoner, for eksempel i perioden 2000-2010. Utvalget skriver det i NOU 2016: 20 slik:

«Selv om den forventede aksjepremien normalt er positiv og betydelig, kan en altså forvente fra tid til annen og over relativt lange perioder å oppleve svake faktiske resultater ved investeringer i aksjer.»

Effekten av økt investeringshorisont på risikoen og verdiutviklingen på en portefølje er sammensatt. I NOU 2016: 20 skriver utvalget at investeringer i aksjer ikke er mindre risikable for langsiktige investorer, men at «*noen studier viser at det kan synes som prisene i finansielle markeder har en tendens til å vende tilbake til et normalnivå eller trendbane (såkalt «mean reversion»)*». Dette kan tale for at det er økt sannsynlighet for høyere verdiøkning på aksjer etter et kursfall og dermed større sannsynlighet for å oppnå forventet avkastning på aksjene om tidshorisonten øker. Imidlertid øker også variasjonen for formuesverdien, og dermed også sannsynligheten for dårlige utfall, med aksjeandelen.

For en gitt risikofri avkastning vil alle investorer ifølge økonomisk teori velge samme portefølje av risikable investeringer, mens den enkelte investors grad av risikoaversjon avgjør hvordan midlene fordeles mellom den risikable porteføljen og det risikofrie alternativet. Gitt at markedet skal være i likevekt, vil den risikable porteføljen være lik (ha samme vektning av ulike aktivaklasser) som det totale tilgjengelige markedet (markedsporteføljen). Den optimale plasseringen av midler er dermed den kombinasjonen av markedsporteføljen og risikofri plassering som samsvarer best med investors risikopreferanse. Den risikofrie plasseringen kan her også være

negativ, dvs. at det lånes til risikofri rente for å plassere midlene i markedsporteføljen. Sammensetningen av det tilgjengelige markedet og nivået på risikofrie renter gir derfor en pekepinn på hva som i utgangspunktet kan antas å være en optimalt sammensatt investeringsportefølje.

Analyseselskapet og indeksleverandøren MSCI har på oppdrag fra Finansdepartementet forsøkt å anslå størrelsen på og sammensetningen av det globale, tilgjengelige kapitalmarkedet. Resultatene er gjengitt i nevnte NOU 2016: 20 der det fremgår at andelen obligasjoner i det globale, tilgjengelige kapitalmarkedet anslås til 56 pst., mens andelen noterte aksjer er anslått til 32 pst. Resten består av 2 pst. unoterte aksjer, 7 pst. eiendom og 3 pst. infrastruktur.

Investeringsvalgporteføljer i innskuddsbaserte pensjonsordninger motsvares av forpliktelser som kun består i kapitalverdien av porteføljen til enhver tid. Slike porteføljer kan dermed i utgangspunktet være egnet for tilpasning til en teoretisk optimal kapitalforvaltning. Manglende informasjon, og kanskje manglende kunnskap, hos de som tar investeringsbeslutningene, kan imidlertid føre til at den faktiske porteføljen ofte ligger langt unna den teoretisk optimale.

I tilfeller der pensjonsmidlene skal finansiere en gitt ytelse eller på annen måte representerer forpliktelser utover kapitalverdien, er det ikke like rett frem å avgjøre hva som er en optimal plassering av midlene for den som har investeringsvalget. Økonomisk teori tilsier i slike tilfeller at midlene bør forvaltes med utgangspunkt i hvilke forpliktelser forvalteren skal innfri, såkalt *asset liability management (ALM)*. ALM tilsier at forvalterne bør forsøke å oppnå tilsvarende risikoprofil på begge sider av balansen. For eksempel vil det generelt være risikoreduerende om forsikringsforetak kan investere kundemidlene i obligasjoner med om lag lik rente og løpetid som forpliktelsene. Slikt redusert durasjonsgap ved å investere i obligasjoner med lang løpetid vil redusere risikoen, men kan også i gitte tilfeller bidra til at kundenes (mer)avkastningsmuligheter begrenses, som i dagens marked med lave renter. Eventuelle behov for å dekke opp for usikkerhet om fremtidig lønns- eller prisutvikling eller levealderutvikling kan trekke i retning av at pensjonsleverandørene søker investeringer med høyere forventet avkastning og dermed høyere risiko. Pensjonsleverandørene må i tillegg til verdien av kundenes krav og garantier også ta hensyn til eventuelle effekter på kapitalforvaltningsstrategien av soliditets- og regnskapsreglene.

6 Vurdering av endringer i regelverket

6.1 Utgangspunkter

Ifølge mandatet skal arbeidsgruppen vurdere om det er mulig å gjøre endringer i virksomhetsreglene som «klart er til kundenes fordel». Et spørsmål i denne sammenhengen er om det er et mål i seg selv at pensjonsmidler skal forvaltes med høyere risiko enn i dag. Hvordan en optimal portefølje ser ut avhenger for det første av om man har innrettet seg slik at det ikke er mulig å få høyere forventet avkastning uten å øke risikoen, eller at det ikke er mulig å redusere risikoen uten å redusere forventet avkastning. Dernest er det et spørsmål om valget av risikoprofil er i samsvar med risikopreferansen hos den som til slutt bærer risikoen.

Risikopreferansene varierer trolig relativt mye mellom ulike forsikrede avhengig av bl.a. hvor lang tid den enkelte har igjen til uttak av pensjon. Vurderingen av om risikoen i forvaltningen bør økes, må også ses i sammenheng med de forsikredes samlede spareportefølje. Økt risiko på pensjonsmidlene kan være til fordel for kunder som ikke lett kan tilpasse risikoen i sin samlede spareportefølje på annen måte. Det vil også avhenge av nivået på avkastningsgarantien for den enkelte kunde. Dersom pensjonsleverandørene er solide nok til å bære hele eller deler av nedsiderisikoen vil det imidlertid alt annet likt være en fordel for kundene med økt risiko i forvaltningen siden kunden får størstedelen av et overskudd.

Det norske regelverket for hhv. ytelses- og innskuddsbaserte pensjonsprodukter representerer to svært forskjellige modeller for risikohåndtering og –fordeling i forvaltningen av pensjonsmidler. I ytelsesordningene er kundene sikret en viss årlig avkastning med tillegg av en potensiell meravkastning. Regelverket for slike ordninger er innrettet med sikte på å gi stor grad av sikkerhet for at leverandørene kan levere den garanterte avkastningen. Dette innebærer også at kundene selv som regel ikke direkte kan påvirke hvordan midlene forvaltes.

På den andre siden er innskuddsordningene i all hovedsak utformet uten noen form for garantert avkastning og kundene bærer all avkastningsrisiko. Til gjengjeld kan kundene dersom de ønsker det i stor grad påvirke hvordan midlene forvaltes.

Dersom kundene ønsker det er det mulig å velge bort den garanterte avkastningen til fordel for økt påvirkning over hvordan midlene forvaltes. Arbeidsgivere kan erstatte sine kollektive ytelsesordninger med kollektive innskuddsordninger, og fripoliseinnehavere kan konvertere sine ordinære fripoliser til fripoliser med investeringsvalg.

Kritikken mot garanterte pensjonsprodukter går bl.a. på at forvaltningen gir lav meravkastning utover garantiene, slik at realverdien av de garanterte ytelsene synker. Det har bl.a. vært hevdet at det er kravet om årlig tilførsel av midler tilsvarende avkastningsgarantien og mangel på tilstrekkelig fleksible avkastningsbuffer som fører til lav aksjeandel i forvaltningen og dermed lav forventet avkastning.

I denne sammenhengen sammenlignes forvaltningen av garanterte produkter ofte med andre former for kapitalforvaltning, som f.eks. forvaltning av investeringsvalgsprodukter. Etter arbeidsgruppens syn må en slik sammenligning fra kundens ståsted ta utgangspunkt i hvilken avkastning som kan forventes på midlene sammenholdt med hvilken risiko som kunden bærer.

For premiebetalende kontrakter kan realverdien av garanterte ytelser sikres gjennom reguleringspremier, mens for fripoliser må meravkastning stå for sikring av realverdien samtidig som man har en relativt høy garantert avkastning som skal sikre den nominelle verdien av ytelsene. Når det utstedes fripoliser, kan disse kontraktene etter arbeidsgruppens syn dermed ikke lenger vurderes som sluttlønnbaserte pensjonsordninger. Fripolisene er kun finansiert ut ifra lønn og opptjeningstid på utstedelsestidspunktet, mens de etter dette tidspunktet må vurderes først og fremst som et finansielt spareprodukt med avkastningsgaranti.

Det er pensjonsleverandørene som i utgangspunktet bærer risikoen for ikke å oppnå tilstrekkelig avkastning. Gitt at leverandørene er tilstrekkelig solide, representerer dermed avkastningsgarantien en risikofri avkastning for kunden. Den gjennomsnittlige garanterte avkastningen i dag er på rundt 2,7 pst. for hele beholdningen av garanterte produkter og rundt 3,4 pst. for fripoliser, mens 10-årige norske statsobligasjoner gir en løpende avkastning på mellom 1,5 og 2 pst. De forsikrede får med andre ord i gjennomsnitt en risikofri avkastning som er vesentlig høyere enn de kan få om de investerer direkte i markedet.

Et annen kritikk mot markedet for garanterte produkter er at det ikke er fungerende konkurranse fordi ingen leverandører ønsker å ta imot kontraktene. Arbeidsgruppen deler dette inntrykket. Samtidig reflekterer fraværet av konkurranse at kundene har rettigheter som ikke lett lar seg omsette i dagens marked. Når ingen leverandører ønsker å ta imot disse kontraktene, er det trolig fordi det innebærer å ta på seg risiko som de ikke får markedsmessig betalt for. Motsatsen til dette er igjen at kundene får en høyere sikker avkastning enn markedet tilbyr.

Etter arbeidsgruppens syn kan man ikke uten videre slutte at allerede opptjente rettigheter som f.eks. fripoliser er kontrakter som kundene har interesse av å endre, på tross av at det de senere årene har vært svært begrenset med tilført meravkastning og liten konkurranse. Det er i utgangspunktet krevende å oppnå både relativt høy garantert avkastning og betydelig meravkastning når markedsrenten er så lav som nå. Dette taler også for at mange av de forsikrede, dersom de har mulighet og kunnskap til å tilpasse seg relativt fritt i finansmarkedet, kan være tjent med å beholde pensjonskontraktene uendret siden de får bedre betalt enn risikoen de bærer, tilsier, og heller øke risikoen på øvrige sparemidler. For forsikrede som ønsker mer risiko i forvaltningen av sine pensjonsmidler, er det også etablert en «sikkerhetsventil» i form av mulighet for frivillig overgang til investeringsvalg.

Regelverksendringer for garanterte pensjonsprodukter vil innebære endringer i fordelingen av risikoen i forvaltningen mellom leverandør og kunde. Endringer med sikte på å øke avkastningen til kundene, må som hovedregel forventes å øke risikoen som kundene må bære.

Et sentralt spørsmål er hva slags insentiver ulike regelverksendringer gir for pensjonsleverandørens investeringsstrategi, og hva eventuelle endringer i investeringsstrategien vil ha å si for kundene.

Soliditetsreguleringen av pensjonsleverandørene er basert på Solvens II-regelverket. Dette regelverket er ment å fange opp risikoen i virksomheten gjennom krav til forsikringstekniske avsetninger og solvenskapital som er basert på markedsverdivurderinger av både passiva og aktiva. De forsikringsmessige avsetningene skal tilsvare markedsverdien av forpliktelsen

overfor kunden (et beste estimat på forventede kontantstrømmer med tillegg av en risikomargin). En endring som gir en økning i avsetningskravet, må alt annet likt antas å øke verdien av kundens krav på selskapet, og tilsvarende vil en endring som fører til lavere avsetningskrav antas å innebære at kundens krav på selskapet har blitt mindre verdt.

Solvenskapitalkravet beregnes slik at pensjonsleverandørene må ha en solvenskapital som minst er tilstrekkelig til med 99,5 pst. sannsynlighet å dekke alle ikke forventede tap i løpet av et år frem i tid. En endring som øker solvenskapitalkravet må antas å innebære at sannsynligheten for at kundeforpliktelsen ikke kan innfris har økt, og vice versa. Så lenge selskapet oppfyller solvenskapitalkravet (ev. med en gitt margin) skal imidlertid soliditeten i selskapet være uendret og risikoen for at kunden ikke får innfridd sitt krav vil da være uavhengig av nivået på solvenskapitalkravet. Dersom pensjonsleverandørene har tilgang på et noenlunde velfungerende kapitalmarked, kan de uten betydelige kostnader tilpasse nivået på egenkapitalen til risikoen i forvaltningen og utsiktene til overskudd for investorer. I tilfelle vil innretningen av Solvens II-kravene i utgangspunktet innebære at risikoen for ikke å få utbetalt minst den kontraktsfaste ytelsen for de forsikrede er uavhengig av produkt- og virksomhetsregelverket for øvrig. Dersom det har en kostnad for pensjonsleverandørene å øke egenkapitalen, trekker det isolert sett i retning av at pensjonsleverandørene ikke vil øke risikoen i forvaltningen.

I det følgende tar arbeidsgruppen utgangspunkt i fripoliser i sine vurderinger, men legger samtidig til grunn at de aktuelle endringene i virksomhetsregelverket også vil gjelde for kollektive ytelsesordninger. Arbeidsgruppen har ikke vurdert om det bør gjelde ulike virksomhetsregler for fripoliser og kollektive ytelsesordninger.

6.2 Ordinære fripoliser og ytelsesordninger

6.2.1 Avkastningsbuffer

I dette avsnittet vurderes følgende mulige regelverksendringer:

- Adgang til fleksibel bruk av overskudd og bygging av tilleggsavsetninger.
- Tilleggsavsetninger som kan dekke negativ avkastning.
- Sluttgaranti/lånt egenkapital.
- Sammenslåing av tilleggsavsetninger og kursreguleringsfond.
- Verdivurdering av eiendeler til amortisert kost.

En hovedmålsetning for slike endringer vil være mer langsiktig forvaltning av pensjonsmidler med sikte på å øke risiko og forventet avkastning i forvaltningen. Ordninger for sluttgaranti/lånt egenkapital og mer fleksible buffer er ment å oppnå dette ved å utsette tidspunktet for når avkastning tilsvarende avkastningsgarantiene og ev. overskudd skal tilføres premiereserven med endelig virkning.

Etter gjeldende regelverk skal midler tilsvarende kontraktens beregningsrente årlig tilføres pensjonsmidlene med endelig virkning. Det vil si at det hvert år skal være tilstrekkelig med midler (summen av innbetalte premier og oppnådd avkastning) i kundeporteføljene til å dekke

nåverdien av de fremtidige forpliktelsene og at ev. meravkastning årlig skal tilordnes kontraktene som avkastningsoverskudd etter ev. avsetning til tilleggsavsetninger.

En hovedkritikk mot gjeldende regelverk er som nevnt at det gir pensjonsleverandørene for dårlige insentiver til å forvalte midlene med risiko fordi pensjonsleverandørene i for stor grad må sørge for å oppnå en gitt årlig avkastning og har et skjevt forhold mellom potensiell opp- og nedside i forvaltningen, spesielt for fripoliser hvor de ikke kan ta seg betalt for risikoen med separate premier.

Et eksempel kan illustrere opp- og nedsidene for leverandørene. I NOU 2016: 20 anslås forventet realavkastning på obligasjoner til 0,5 pst. og forventet meravkastning utover dette på aksjer til 3 pst. Den relevante risikoen i plasseringene måles ved standardavviket til forventet avkastning og anslås til hhv. 6 pst. og 16 pst. Det er antatt en samvariasjon (korrelasjonskoeffisient) i avkastningen på aksjer og obligasjoner på 0,4. Under disse forutsetningene og med en inflasjon lik Norges Banks inflasjonsmål, vil en portefølje bestående av 15 pst. aksjer og 85 pst. obligasjoner ha en forventet nominell avkastning på 2,95 pst. og et standardavvik på 6,45 pst. En realisert avkastning på forventning pluss/minus ett standardavvik gir da hhv. 9,4 pst. og -3,5 pst. realisert avkastning. Hvis aksjeandelen økes til 30 pst., øker forventet avkastning til 3,4 pst. og standardavviket til 7,54 pst. Høy og lav avkastning blir da på hhv. 10,94 pst. og -4,14 pst.

Leverandørene kan beholde 20 pst. av meravkastningen for fripoliser, men må dekke hele mindreakkastningen, mens kundene får 80 pst. av meravkastningen og dekkes av avkastningsgarantien ved lav avkastning. Med en avkastningsgaranti på 2,7 pst. innebærer dette følgende resultater:

	15 pst. aksjer		30 pst. aksjer	
	Leverandør	Forsikret	Leverandør	Forsikret
Høy avkastning	1,34 %	8,06 %	1,65 %	9,29 %
Forventet avkastning	0,05 %	2,90 %	0,14 %	3,26 %
Lav avkastning	-6,20 %	2,70 %	-6,84 %	2,70 %

Eksemplet illustrerer at leverandørenes potensielle nedside øker mer enn den potensielle oppsiden ved å øke aksjeandelen, gitt at høy og lav avkastning er like sannsynlig. Siden avsetning til tilleggsavsetninger i tilfelle skal skje før overskuddet deles mellom leverandør og kunde forutsetter eksemplene at det ikke settes av til tilleggsavsetninger i utfallet med høy avkastning. Dersom det foretas slike avsetninger, reduseres resultatet ved høy avkastning både for leverandør og forsikret tilsvarende andelen av overskuddet som settes av til tilleggsavsetninger. Dersom leverandørene har tilleggsavsetninger som kan dekke positiv manglende avkastning reduseres nedsideresultatene for leverandørene med 2,7 prosentpoeng (lik avkastningsgarantien) til hhv. -3,5 og -4,14 pst. av premiereserven.

For kundene illustrerer eksemplet ovenfor at økt aksjeandel gir økt forventet avkastning uten at de får økt nedsidene (gitt at leverandørene er tilstrekkelig solide). Igjen er imidlertid forutsetningen at det ikke settes av midler til tilleggsavsetninger. Dersom dette gjøres betaler

kunden for risikoen ved økt forventet avkastning i forvaltningen med at overskuddsmidlene bærer risikoen for svingninger rundt garantinivået.

Dersom 45 pst. av overskuddet settes av til tilleggsavsetninger, som har vært snittet i perioden 2010-2016, og det forutsettes at tilleggsavsetningene i utgangspunktet er store nok til å dekke ett års garantert avkastning blir resultatene i eksemplet ovenfor slik:

	15 pst. aksjer		30 pst. aksjer	
	Leverandør	Forsikret	Leverandør	Forsikret
Høy avkastning	0,74 %	5,65 %	0,91 %	6,32 %
Forventet avkastning	0,03 %	2,81 %	0,08 %	3,01 %
Lav avkastning	-3,50 %	2,70 %	-4,14 %	2,70 %

Tilleggsavsetningene reduserer dermed de kortsiktige oppsidene¹ for begge parter og nedsidene for leverandørene, men eliminerer ikke utfordringen med at leverandørene bærer en større del av nedsiden enn av oppsiden.

En oppmyking i kravene til årlig tildeling av avkastning kan gi pensjonsleverandørene mulighet og insentiv til å tåle større svingninger i avkastningen på kort sikt og dermed til å øke aksjeandelen i porteføljene med sikte på høyere forventet avkastning.

Dersom markedsrenten er høyere enn avkastningsgarantiene vil også forventet meravkastning være positiv. Selskapet kan da ved å investere i sikre renteplasseringer få sikker meravkastning til seg selv og dermed også til kundene og ha mer rom for å øke risikoen i forvaltningen. Når markedsrentene er lavere enn avkastningsgarantiene vil likevekten være at leverandørene tar akkurat så mye risiko som er nødvendig for å oppnå avkastning lik garantiene, siden de ikke får fullt betalt for risikoen de tar på seg.

Tilleggsavsetninger er kundefordelte avkastningsbuffer. Både adgangen til avsetning til og bruksområdet for tilleggsavsetninger kan endres. En mulighet er å endre *grensen for hvor store tilleggsavsetningene kan bli* fra dagens nivå på 12 pst av premiereserven. En slik endring kan også suppleres med en plikt til å bygge avsetninger inntil et visst nivå for å bidra til at det bygges avkastningsbuffer i gode år.

Fleksibel oppbygging av tilleggsavsetninger

Adgangen til *fleksibel oppbygging av tilleggsavsetninger* kan også utvides. I dag er hovedregelen at avsetningen til tilleggsavsetninger fastsettes med samme prosentsats for alle kontrakter i kollektivporteføljen, men pensjonsleverandøren kan bruke en høyere prosentsats for grupper av kontrakter uten eller med lave tilleggsavsetninger med sikte på at disse kontraktene tilleggsavsetninger skal tilsvare 3,5 prosent av premiereserven.

¹ Tilleggsavsetningene vil på sikt tilføres kontraktene, slik at tabellen ikke kan leses som at tilleggsavsetninger reduserer den langsiktige oppsiden for de forsikrede tilsvarende andelen av overskuddet som settes av til tilleggsavsetninger i eksemplet.

Leverandørene vil trolig i utgangspunktet ønske å sette av mest mulig til buffere heller enn å skrive opp ytelsene med endelig virkning. Dersom alle kontrakter må få samme forholds- messige oppskrivning, kan det innebære at eldre kontrakter, med lavere behov for bygging av buffere, får lavere oppskrivning av ytelsene enn hva som ellers er optimalt, siden de må få samme behandling som kontrakter med høyere behov for bufferbygging. Økt adgang til differensiert bygging av tilleggsavsetningene vil kunne bidra til at leverandørene kan bygge opp avsetningene for kontrakter med lang tid igjen til utbetaling samtidig som kontrakter under utbetaling, med lavere behov for å bygge buffere, kan tilføres overskudd med endelig virkning.

Dersom meravkastning i større grad kan settes av til tilleggsavsetninger, kan arbeidsgivere få endret sine utsikter til å få tilført midler til hhv. premiefond og pensjonistenes overskuddsfond. Hvorvidt arbeidsgivere kan forvente mer eller mindre midler til disse fondene vil avhenge av hvilken effekt som er størst av pensjonsleverandørens mulighet til å avsette mer av overskuddet til tilleggsavsetninger og bruke mer av disse, og den eventuelt forventede økningen i overskuddet. For fripoliseinnehaverne vil det være et spørsmål om når overskuddsmidlene tilføres med endelig virkning og hvilken risiko de bærer i mellomtiden.

Tilleggsavsetninger som kan dekke negativ avkastning

I gjeldende rett er det lagt til grunn at tilleggsavsetninger bare kan benyttes til å dekke opp for manglende avkastning mellom avkastningsgarantien og null. Dersom faktisk avkastning er lavere enn null, må differansen mellom faktisk avkastning og nullavkastning dekkes av pensjonsleverandørens egenkapital. En mulig endring for tilleggsavsetningene er dermed å tillate at disse brukes til å *dekke negativ avkastning*.

Mulighet for *bruk av tilleggsavsetninger ved negativ avkastning* kan i prinsippet avdekke nedsiderisikoen for leverandørene fullt ut og leverandørene vil kunne tåle en større nedside i forvaltningen uten å måtte bruke av egenkapitalen, noe som kan gi rom for at pensjons- leverandøren plasserer en noe større andel av porteføljene i aksjer. For de forsikrede vil dette i tilfelle ha en potensiell oppside i økt forventet avkastning, men også en nedside i at kundebufferen må bære enn større del av nedsiderisikoen enn i dag, og at det dermed skal mer til for at leverandøren må tilføre egne midler til kontrakten.

Når markedsrentene er lavere enn avkastningsgarantiene vil leverandørenes beste tilpasning ved forvaltning av fripoliser trolig være å oppnå garantert avkastning med lavest mulig risiko siden de må bære risiko de ikke får betalt for. I en slik portefølje der pensjonsmidlene for en stor del er plassert i rentepapirer og det kun tas hensyn til den løpende avkastningen (og ikke verdisvingninger som samles opp i kursreguleringsfondet) skal det normalt mye til at (den bokførte) avkastningen blir negativ. I utgangspunktet vil arbeidsgruppen derfor forvente relativt liten effekt på forvaltningen av å åpne for bruk av tilleggsavsetninger ved negativ avkastning ved dagens rentenivå. På den annen side vil endringen i praksis også ha tilsvarende begrenset effekt på kundenes utsikter til å få tilført egenkapital til kontrakten.

Dersom markedsrentene stiger over nivået på avkastningsgarantiene, blir kontraktene mer lønnsomme og konkurransen i markedet må antas å ta seg opp. Leverandørene vil da ha rom

for og bedre insentiver til å øke risikoen i forvaltningen med sikte på å tilby kundene høyere forventet avkastning.

Dersom man legger til grunn at selskapet til enhver tid har en samlet kapital som minst er tilstrekkelig til å dekke både avsetningskrav og solvenskapitalkrav som tar tilstrekkelig hensyn til risikoen i forvaltningen, får ikke de forsikrede økt risiko for ikke å få utbetalt minst den kontraktsfastsatte ytelsen selv om regelverksendringer fører til økt risiko i forvaltningen.

Økt risiko i forvaltningen kan innebære nettofordeler dersom mulighet for en mer langsiktig forvaltning innebærer at forventet avkastning øker relativt mer enn risikoen. Det er i denne sammenhengen ikke unaturlig å anta at en aksjeandel på under 15 pst. og rundt 6 pst. for fripoliser er lavere enn det som gir en optimal sammenheng mellom risiko og avkastning, bl.a. sett hen til at aksjer utgjør i overkant av 30 pst. av markedsporteføljen referert i kapittel 5.

Et videre spørsmål i denne sammenhengen er om risikoen ved å holde aksjer reduseres med tidshorizonten på investeringene. Effekten av økt investeringshorisont på risikoen og verdiutviklingen på en portefølje er sammensatt. På den ene siden vil avkastningen nærme seg forventningsverdien over tid slik at det kan være rasjonelt å investere med mer risiko når tidshorizonten øker. På den annen side øker utfallsrommet for sluttverdien på en portefølje med tidshorizonten. En portefølje som synker med 15 prosent et år og deretter øker med 20 prosent vil ha en gjennomsnittlig avkastning på 2,5 pst., men vil ikke ha økt til samme nivå som om avkastningen var 2,5 pst. begge årene.

Teorien om at prisene på verdipapirer har en tendens til å vende tilbake til et trendnivå, jf. kapittel 5, kan tale for at det er økt sannsynlighet for høyere verdiøkning på aksjer etter et kursfall og dermed større sannsynlighet for å oppnå forventet verdiutvikling på aksjene over tid om tidshorizonten øker. Teorien er imidlertid omstridt i økonomisk litteratur, og det er i tillegg et spørsmål om hva som er lang nok horisont for at en med tilstrekkelig grad av sannsynlighet skal kunne hente ut fordelene ved en slik effekt. Gjennomsnittlig løpetid på pensjonsleverandørenes pensjonsforpliktelser er 15-20 år (verdiveiet) og historiske avkastningsdata viser at avkastningen på aksjer over lengre perioder har vært lavere enn avkastningen på obligasjoner². Den gjennomsnittlige tiden til utbetaling vil også trolig fortsette å synke over tid ettersom det er svært lite ny opptjening i disse kontraktene.

Selv om en kan forvente at kundene i snitt kommer bedre ut med økt aksjeandel vil det for den enkelte kunde kunne være en ikke ubetydelig risiko for at avkastningen er inne i en «dårlig» periode i den siste tiden frem til uttak av pensjon. I en slik situasjon vil kunden kunne ha gått glipp av å få tilført overskudd og egenkapital med endelig virkning underveis samtidig som det er lite eller ingen buffer tilgjengelig til å regulere ytelsene ved uttak av pensjon. Arbeidsgruppen har ikke tall for i hvilken grad kundene har fått tilført egenkapital fra leverandørene som følge av lav avkastning, men inntrykket er at dette ikke gjelder store beløp i sum. Siden 2000 er det bare i 2008 for pensjonskasser at den bokførte avkastningen har vært negativ og hvor det dermed må ha blitt tilført egenkapital til kontraktene.

² Se f.eks. NOU 2016: 20 avsnitt 7.4.1.

Et sentralt spørsmål er uansett om det er grunn til å forvente at en slik endring faktisk gir pensjonsleverandørene tilstrekkelige insentiver til å forvalte porteføljene med mer risiko. I en ordning med premiebetaling, som f.eks. en foretakspensjonsordning, må det antas at pensjonsleverandøren vil velte (mesteparten av) kostnadene ved en risikoøkning i forvaltningen over på arbeidsgiverforetaket i form av økt premie for avkastningsrisiko. Pensjonsleverandøren bør kunne antas å være nært nøytral til hvilken risiko som tas i forvaltningen når det er arbeidsgiverforetaket som betaler for risikoen og som får tilført ev. meravkastning. Hvilken risiko som tas i forvaltningen av midler i aktive ytelsesordninger (og premiebetalende kontrakter generelt) bør dermed kunne være et spørsmål om forhandling med leverandør og kunde. Dersom arbeidsgivere f.eks. ønsker økt aksjeandel i forvaltningen, antar arbeidsgruppen at dette vil føre til en høyere premie for avkastningsrisiko.

Dersom pensjonsleverandørene skal ta seg betalt for høyere risiko i forvaltningen av fripoliser må det skje gjennom å holde tilbake 20 pst. av meravkastningen. I utgangspunktet har leverandørene i dette tilfellet dermed en direkte interesse i meravkastning, men det er uklart om leverandørene likevel har tilstrekkelige insentiver til å forsøke å oppnå meravkastning, jf. eksemplene i avsnitt 6.2.1. Når (risikofri) markedsrente er lavere enn avkastningsgarantien, må pensjonsmidlene forvaltes med risiko for å oppnå garantert avkastning. For at selskapet skal kunne bygge buffere og få del i overskuddet må risikoen økes ut over det som skal til for å oppnå forventet avkastning. For kontrakter med lave eller ingen buffer må denne risikoen bæres av egenkapitalen og som omtalt ovenfor er nedsiden trolig større for leverandørene enn oppsiden. Dette tilsier at leverandørene har svakere insentiver til å ta mer risiko enn det som skal til for å oppnå en avkastning lik avkastningsgarantien selv om bufferen også kan dekke negativ avkastning, dess lavere bufferne er i utgangspunktet. Dersom det gis adgang til i større grad å differensiere oppbyggingen av tilleggsavsetninger for ulike kontrakter, kan det bidra til mer tilpassede buffere på den enkelte kontrakt. Dette kan igjen gi pensjonsleverandørene insentiver til å tilpasse risikoen mer spesifikt i ulike kontrakter basert på f.eks. ulike nivåer på avkastningsgarantiene, og dermed ulike utsikter til meravkastning.

Dersom rentenivået stiger slik at leverandørene kan oppnå den garanterte avkastning tilnærmet risikofritt, kan det være større rom for å øke risikoen i porteføljen som følge av lavere sannsynlighet for at egenkapitalen blir utsatt og større sannsynlighet for å oppnå en avkastning som gir grunnlag for betjening av egenkapitalen. En slik renteøkning vil gjøre kontraktene mer lønnsomme for leverandørene og dermed kunne stimulere til økt konkurranse om kundene.

En situasjon med et fungerende flyttemarked og konkurranse om kundene kan igjen bidra til at leverandørene får bedre insentiver til å oppnå en konkurransedyktig meravkastning. Leverandørene kan likevel ikke over tid forventes å ta mer risiko i forvaltningen enn de kan ta seg betalt for gjennom premier eller andel av forventet overskudd.

Finans Norge har i referansegruppen for dette arbeidet gitt uttrykk for at en økning i rentenivået på om lag 1 prosentpoeng, sammen med endringer i virksomhetsreglene, kan gjøre kontraktene lønnsomme for leverandørene.

Sluttgaranti/lånt egenkapital

Økt adgang til avsetning av avkastningsoverskudd til tilleggsavsetninger eller mer fleksibel bruk av tilleggsavsetningene vil kunne ha en del av de samme egenskapene som en «sluttgarantiordning», bl.a. ved at avkastningsoverskudd i større grad enn i dag ikke må tildeles med endelig virkning hvert år. Imidlertid vil avkastning tilsvarende kontraktens beregningsrente fortsatt måtte tildeles med endelig virkning årlig innenfor et slikt regime.

En *sluttgarantiordning* går lenger i å myke opp kravene til årlig tildeling av overskudd og innebærer at avkastningsgarantiene ikke må oppfylles før ved uttak av pensjon. Arbeidsgruppen forstår en sluttgarantiordning videre til å innebære at dersom verdien av kundemidlene (summen av premiereserve og buffer) et år er lavere enn nåverdien av forpliktelsene, kan differansen dekkes ved bruk av *lånt egenkapital*. Slik lånt egenkapital kan ifølge forslagene senere føres tilbake til selskapet dersom avkastningen blir tilstrekkelig til at verdien av pensjonsmidlene overstiger nåverdien av forpliktelsene. Pensjonsleverandøren vil uansett måtte være «fullt fondert» til enhver tid på foretaksnivå, dvs. at summen av ansvarlig kapital og kundemidler må være tilstrekkelig til å dekke solvenskapitalkrav og avsetningskrav.

En buffer i form av fremtidig overskudd (lånt egenkapital) vil trolig først ha effekt i tilfeller hvor allerede avsatte buffere er lave eller brukt opp. For kundene vil en slik løsning innebære at de i perioder med lav avkastning mister muligheten til å få med seg deler av pensjonsleverandørenes egenkapital med endelig virkning. For at dette skal være til kundens fordel må endringen innebære høyere forventet avkastning på sikt. For pensjonsleverandørene innebærer en ordning med lånt egenkapital at de kan benytte forventet fremtidig overskudd som en avkastningsbuffer allerede i dag.

Ordninger med lånt egenkapital kan, særlig i kombinasjon med mer fleksible adganger til å bruke og bygge buffere, ytterligere avlaste leverandørene for kortsiktig risiko og legge til rette for økt risiko i forvaltningen, men går samtidig lenger i å flytte risiko over på kundene. En er dermed også i tilsvarende større grad avhengig av leverandørenes tilpasning for at også kundene skal kunne høste fordeler.

Sammenslåing av tilleggsavsetninger og kursreguleringsfond

Arbeidsgruppen har videre vurdert sammenslåing av tilleggsavsetninger og *kursreguleringsfond* til en felles buffer for avkastningsrisiko. Kursreguleringsfondet kan i stor grad benyttes til å dekke samme risiko som tilleggsavsetningene, men er ikke fordelt på de enkelte kontraktene. Pensjonsleverandørene kan selv bestemme om gevinster skal realiseres og tildeles kundene eller om de skal forbli urealiserte i kursreguleringsfond. I motsetning til tilleggsavsetningene, som bare kan dekke opp for manglende avkastning mellom null og avkastningsgarantiene, kan gevinster i kursreguleringsfondet i prinsippet også realiseres for å dekke opp for negativ realisert avkastning på andre investeringer. Det er heller ikke fastsatte begrensninger på oppbyggingen av eller størrelsen på kursreguleringsfondet.

For at en sammenslåing av kursreguleringsfond og tilleggsavsetninger skal være til kundens fordel legger arbeidsgruppen til grunn at et slikt fond må være fordelt på kontraktene slik som tilleggsavsetningene er i dag. En slik sammenslåing vil da gi en økning av de kundefordelte

midlene. Arbeidsgruppen antar at en slik sammenslåing til én buffer for avkastningsrisiko vil kunne gjøre regelverket og kontraktsforholdet lettere å forstå for kundene.

Arbeidsgruppen antar at det med et felles bufferfond er lite hensiktsmessig og vanskelig kontrollerbart å skille mellom midler som kan benyttes til å dekke negativ avkastning og midler som bare kan dekke positiv manglende avkastning. Arbeidsgruppen antar derfor at et felles bufferfond i praksis bør kunne dekke all avkastningsrisiko for pensjonsleverandørene. I sum vil en slik endring dermed øke nivået på de kundefordelte midlene samtidig som disse midlene kan ende opp med å bære noe av risikoen som i dag bæres av selskapenes egenkapital.

En sammenslåing vil også gi fordeler for kundene i form av at det blir kontinuitet i hvilke midler som er kundefordelte ved flytting av pensjonsmidler, slik at regelverket for buffere ikke i seg selv påvirker flytteinsentivene. Dette kan imidlertid også delvis oppnås uten å slå sammen bufferne, ved å fjerne adgangen til å holde tilbake 2 pst. av kursreguleringsfond ved flytting. Selv om en fjerner denne regelen vil imidlertid beslutningen om å flytte i seg selv påvirke størrelsen på kundefordelte buffere. Dette kan påvirke flytteinsentivene siden kundefordelte og ufordelte fond har ulike egenskaper. Flytting på et tidspunkt med stort kursreguleringsfond, som da omdannes til tilleggsavsetninger, kan for eksempel føre til at tilleggsavsetningene overstiger maksimalgrensen og flyttingen utløser dermed tilføring av overskudd med endelig virkning. Dette kan være ønskelig for eksempel for kunder med kort tidshorisont. Med et sammenslått kundefordelt fond vil ikke flytting i seg selv kunne påvirke størrelsen på kundefordelte buffere.

For tilleggsavsetningene gjelder en øvre grense på 12 pst. av premiereserven. Det er ikke fastsatt en slik grense for kursreguleringsfondet. Arbeidsgruppen legger til grunn at en maksimalgrense for det samlede bufferfondet i prosent av premiereserven bør være høy nok til at den ikke innskrenker leverandørens mulighet til å bygge buffere sammenlignet med i dag, samtidig som det også bør sikres at meravkastning utover et visst nivå faktisk blir tilført kontraktene som overskudd. Fondet bør f.eks. kunne være minst lik summen av dagens maksimale tilleggsavsetninger og en normal størrelse på kursreguleringsfondet. Kursreguleringsfondet hos pensjonsleverandørene var i 2016 på om lag 6,8 pst. av premiereservene. Grensen for tilleggsavsetninger er i sum ikke utnyttet og tilleggsavsetningene utgjorde på samme tidspunkt om lag 5,2 pst. av premiereservene. Samlet antar arbeidsgruppen at et tak på bufferfondet i området 15-20 pst. av premiereservene bør kunne balansere hensynene.

Dersom en skal gå videre med en slik sammenslåing av fond, er det en del spørsmål av mer teknisk art som må utredes nærmere. Dette gjelder bl.a. spørsmål om hvordan bufferfondet skal regnskapsføres, hvordan det skal kontoføres i kunderegnskapet og ev. hvordan svingninger i verdien skal håndteres opp imot en ev. maksimalgrense.

Verdivurdering av eiendeler til amortisert kost

Pensjonsleverandørene har i tillegg til tilleggsavsetninger og kursreguleringsfond også mer «skjulte» buffere i form av obligasjoner og/eller utlån og fordringer som verdivurderes til amortisert kost. Verdivurdering til amortisert kost innebærer at en på kjøpstidspunktet låser inn den flerårige avkastningen som en fast årlig avkastning fram til investeringens forfall.

Endringer i markedsrentene vil da ikke føre til verdiendringer på investeringene som ellers ville gitt opphav til økt overskudd eller underskudd på avkastningsresultatet. Verdivurdering til amortisert kost fungerer på denne måten som en buffer mot endringer i markedsrenten. Hensynet til forenkling kan isolert sett tilsi at også denne bufferen synliggjøres og eventuelt fordeles på den enkelte kunde. På den annen side vil dette kunne redusere leverandørens muligheter for å redusere renterisikoen i forvaltningen.

6.2.2 Overskuddsdeling

I ytelsesordninger tilfaller alt overskudd, etter avsetning til tilleggsavsetning, arbeidsgivers premiefond eller pensjonistenes overskuddsfond. For fripoliser deles avkastningsoverskuddet i dag 80-20 i favør kunden og slik at kundens overskudd benyttes til oppskrivning av ytelsene.

Som omtalt ovenfor gir overskuddsdelingen på den ene siden pensjonsleverandørene en interesse i avkastningsoverskuddet, men på den annen side må de selv bære risikoen som skal til for å oppnå et overskudd på forvaltningen.

For en gitt aktivaallokering er det klart at kundene vil ønske en så stor del av overskuddet som mulig. På den annen side vil en redusert overskuddsandel også kunne være i kundens interesse dersom det gir pensjonsleverandørene insentiver til å forsøke å oppnå en høyere forventet avkastning slik at overskuddet øker nok til at kunden ikke taper på en reduksjon av sin andel.

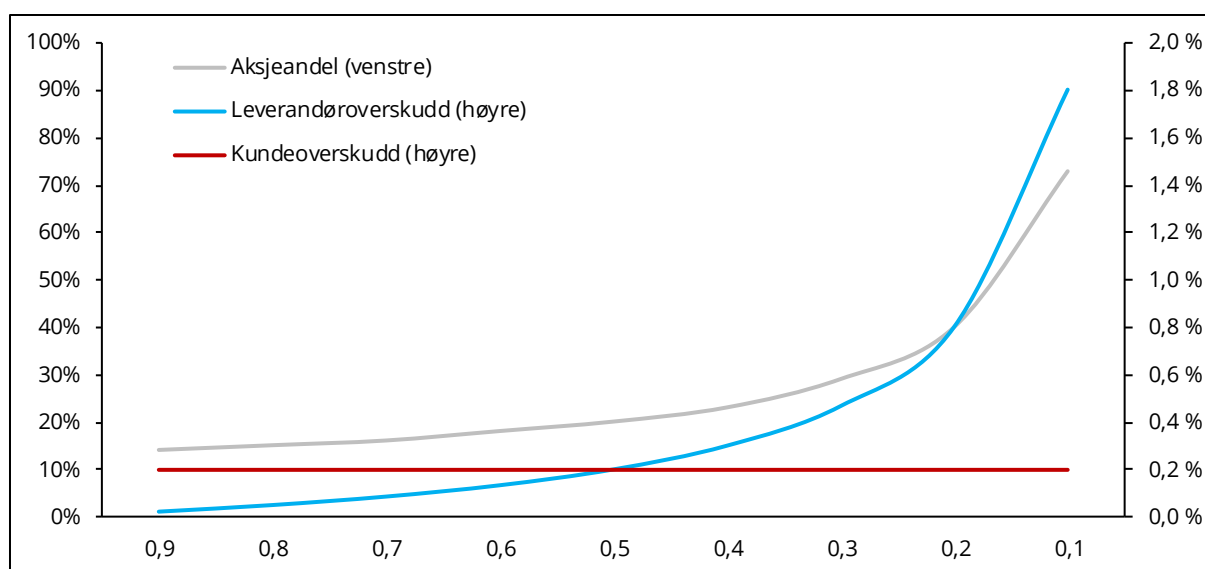
I FAFO-rapport 2018:13 «Ikke som forventet. Fripoliseproblemet i det norske pensjonssystemet» (Hippe, Lillevold) er beregnet at overskuddsbrøken må endres til 40-60 til hhv. kunde og pensjonsleverandørene for at det skal gi tilstrekkelig gode insentiver til å forvalte pensjonsmidlene med økt aksjeandel. I disse beregningene er det lagt til grunn at risikofri avkastning i markedet er lik eller noe over avkastningsgarantiene til kundene og for øvrig noe høyere anslag på forventet avkastning enn arbeidsgruppen har benyttet ovenfor. Dersom man benytter forutsetningen som arbeidsgruppen har gjengitt ovenfor, ville en slik overskuddsdeling gitt leverandørene et overskudd på 4,02 pst. og 4,94 pst. med hhv. 15 og 30 pst. aksjeandel ved høy avkastning mot hhv. -6,20 og -6,84 pst. ved lav avkastning. I dette tilfellet ville altså oppsiden for leverandørene økt mer i gode år enn nedsiden øker i dårlige år ved å øke aksjeandelen.

For at kundene skal komme like godt ut av en slik endring av overskuddsdelingen må overskuddet til fordeling forventes (minst) å doubles. Referanseporteføljen arbeidsgruppen har benyttet har en forventet avkastning på 2,95 pst., og en meravkastning på 0,25 pst. Kundens andel av dette med dagens regelverk er 0,2 pst. Dersom overskuddsdelingen endres fra 80-20 til 40-60 må forventet meravkastning øke til minst 0,5 pst. for at kunden skal komme likt ut. Dette forutsetter igjen en aksjeandel på noe over 23 pst. i porteføljen. Leverandøren vil i tilfelle kunne forvente et overskudd på 0,3 pst. mot 0,05 i referansealternativet. Det vil trolig fortsatt være et skjevt forhold mellom potensiell oppside og nedside for leverandørene, med mindre en samtidig tillater bruk av tilleggsavsetninger til å dekke negativ avkastning, jf. tabellen nedenfor.

	23 pst. aksjer, 40-60 deling av overskudd	
	Leverandør	Forsikret
Høy avkastning	4,47 %	5,68 %
Forventet avkastning	0,30 %	2,90 %
Lav avkastning	- 6,47 %	2,70 %

Figur 6.1 viser nødvendig aksjeandel i forvaltningen (venstre akse) for at kundens overskudd skal være uendret lik 0,2 pst. av premiereserven, fordelt etter kundens andel av overskuddet (x-aksen), samt kundens og leverandørens overskudd i prosent av premiereserven (høyre akse). For eksempel vil en overskuddsandel til kunden på 40 pst. implisere en aksjeandel på 23 pst. og et leverandøroverskudd på 0,3 pst. av premiereserven.

Figur 6.1 Aksjeandel og overskudd



Kilde: Egne beregninger

Figuren viser at dess lavere andel kunden får av overskuddet, dess mer må aksjeandelen øke for å kunne opprettholde nivået på kundens overskudd. En slik økning i aksjeandelen innebærer nødvendigvis at risikoen i forvaltningen øker og, etter hvert som aksjeandelen øker, trolig mer enn hva man får betalt for i form av økt meravkastning. Arbeidsgruppen legger til grunn at en slik økning av risikoen må bæres av leverandøren, og leverandøren må dermed avveie fordelene ved økt overskuddsandel mot ulempene ved økt nedside dersom aksjeandelen økes. Økt risiko i forvaltningen vil også ventelig føre til høyere kapitalkrav for leverandørene, mens høyere forventet overskudd kan trekke i motsatt retning.

En annen mulig endring i overskuddsdelingen for å gi leverandørene bedre incentiver til å bære risiko kan være at selskapet kan ta sin andel før avsetning til tilleggsavsetninger/ avkastningsbuffer. For at en slik endring også skal komme kundene til gode antar arbeidsgruppen at også brøken i tilfelle bør endres, slik at leverandørene kan ta en lavere andel enn dagens 20 pst. For at leverandørens incentiver skal påvirkes antar imidlertid arbeidsgruppen at nettoeffekten må være at leverandøren får mer av overskuddet enn i dag.

Det kan ikke utelukkes at leverandørene ikke vil ha tilstrekkelig insentiv til å øke aksjeandelen selv om deres andel av et overskudd øker. En slik endring kan føre til at leverandørene beholder gjeldende tilpasning og kun tar en større andel av de overskuddene de eventuelt allerede oppnår. Ut ifra dette mener arbeidsgruppen at en endring av overskuddsdelingen som innebærer at leverandørene får en større andel ikke kan sies å være «klart til kundens fordel».

Pensjonsleverandørene skal skille mellom beregning av overskudd på avkastningsresultatet og beregning av overskudd på risikoresultatet. Overskudd på risikoresultatet vil foreligge når de faktiske kostnadene knyttet til risiko for død, uførhet mv. er lavere enn de på forhånd beregnede risikopremiene. Inntil halvparten av overskuddet på risikoresultatet kan avsettes til et risiko-utjevningfond. Risikoutjevningfondet kan benyttes til å dekke underskudd på risikoresultatet, samt til å dekke manglende premiereserve dersom pensjonsleverandøren skal styrke premiereserven etter forsikringsvirksomhetsloven § 3-15. Arbeidsgruppen har ikke vurdert endringer i reglene for anvendelsen av risikoutjevningfondet, da arbeidsgruppen har lagt til grunn at skillet mellom avkastningsresultat og risikoresultat skal opprettholdes.

6.2.3 Flytting av pensjonsmidler

Generelt

Arbeidsgruppen legger til grunn at regelverket bør legge til rette for et velfungerende flyttemarked. Flytteretten er en viktig rettighet for kundene, ettersom dette er langsiktige kontrakter hvor midlene er bundet frem til uttak av pensjon. Uten en flytterett som fungerer, har kundene ikke mulighet til å komme seg ut av selskaper hvor kunden er misfornøyd med kostnadsnivå eller avkastningsnivå. Flytteretten er også en forutsetning for å kunne slå sammen fripoliser som forvaltes hos ulike pensjonsleverandører.

I dag er det som nevnt nærmest ingen aktivitet i flyttemarkedet for garanterte pensjonsprodukter i privat sektor. Etter arbeidsgruppens syn skyldes dette først og fremst markedsmessige forhold, med lavt rentenivå som gjør det krevende for pensjonsleverandørene å oppnå fortjeneste på garanterte pensjonsprodukter. Endringer som vil øke mulighetene til fortjeneste for pensjonsleverandørene på disse produktene, vil derfor kunne bidra til at det blir mer attraktivt å overta tilflyttede kontrakter.

For kundene vil flytting være ønskelig dersom en ser at andre pensjonsleverandører kan tilby bedre avkastningsmuligheter og lavere kostnader enn eksisterende pensjonsleverandør.

Flyttereglene skal sikre at kundens opptjente rettigheter ikke reduseres i forbindelse med flyttingen, og det stilles derfor krav om at kontrakten skal være fullt oppreservert når flytting skjer. Flytting som gjennomføres fordi selve flyttingen utløser gevinster som en ikke ville fått dersom en hadde blitt værende hos pensjonsleverandøren, kalles arbitrasjemotivert flytting. I flyttereguleringen har det vært et viktig hensyn å motvirke slik flytting, både av hensyn til likebehandling med gjenværende kunder og av hensyn til soliditeten hos pensjonsleverandøren det flyttes fra. På den annen side vil regler som i større grad åpner for at pensjonsleverandøren kan holde tilbake bufferfond ved flytting, bidra til at det blir mindre attraktivt å flytte (innlåsingseffekt).

Nærmere om kursreguleringsfondet

De ulike bufferfond som pensjonsleverandøren kan benytte for å sikre avkastningsgarantien på kontrakten, skal i varierende grad følge med ved flytting. Kursreguleringsfondet er i dag i utgangspunktet et ufordelt fond. Kunden vil få fordelt en andel av fondet til sin kontrakt dersom selskapet selger aktiva og realiserer gevinstene, eller dersom kunden flytter.

For kunden kan det være gunstig å flytte når kursreguleringsfondet er stort, siden en forholdsmessig andel av kursreservene skal følge med ved flytting og tilordnes kontrakten som tilleggsavsetninger. Ved flytting endrer med andre ord kontraktens andel av kursreguleringsfondet karakter fra ufordelt bufferkapital til fordelt buffer (tilleggsavsetninger). Det kan være til fordel for kunden å øke tilleggsavsetningene ettersom kontrakter med høyere tilleggsavsetninger øker sin risikobærende evne, og kan plasseres i delporteføljer med høyere aksjeandel mv.

Etter dagens regler har forsikringsforetaket som det flyttes fra, adgang til å tilbakeholde en forholdsmessig andel av kursreguleringsfondet som utgjør inntil to prosent av kontraktens premiereserve ved flytting av kollektive kontrakter, jf. avsnitt 2.5. Regelen synes å ha blitt utformet med sikte på å balansere hensynet til å forhindre arbitrasjemotivert flytting mot hensynet til å unngå innelåsing. Kunden vil imidlertid ikke i alle tilfeller kunne velge tidspunkt for flytting selv, med tanke på å få med seg høyest mulig andel av kursreguleringsfondet. Bakgrunnen for flyttingen kan f.eks. være at kundens (arbeidsgivers) pensjonsordning skal slås sammen med en annen pensjonsordning.

Dagens regler om at kursreguleringsfondet omgjøres til tilleggsavsetninger ved flytting, gjør at fondets størrelse kan påvirke kundens beslutning om å bli værende eller flytte fra pensjonsleverandøren. Samtidig har regelen om at en andel av kursreguleringsfondet kan holdes tilbake ved flytting av kollektive kontrakter, en innelåsingseffekt for kundene som antas å virke negativt for flyttemarkedet. Dersom kursreguleringsfondet gjøres om til et kundefordelt bufferfond, og ev. også slås sammen med tilleggsavsetningene, jf. over, vil fondets størrelse ikke på samme måte påvirke kundens beslutning om å flytte eller bli værende.

Dersom kursreguleringsfondet gjøres kundefordelt, vil det være naturlig at hele kontraktens andel av fondet følger med ved flytting. Prinsipielt kan en hevde at dette også bør gjelde dersom fondet er ufordelt og først fordeles til kontraktene ved flytting. Ettersom kontraktens andel av kursreguleringsfondet skal fungere som en buffer for den aktuelle kontraktsforpliktelsen, kan det hevdes at denne andelen i sin helhet bør følge med over til det selskap som overtar forpliktelsen.

Flytting til markedsverdi

I forbindelse med forslaget om at kontraktene skal kunne tilføres lånt egenkapital for å oppfylle avkastningsgarantien, har det vært reist spørsmål om hvordan dette eventuelt lar seg forene med reglene om flytting til «fulle reserver». I dag er kravet at kundens premiereserve til enhver tid skal være tilstrekkelig til at den etter premieberegningssgrunnlaget kan dekke ytelsen som er opptjent. Dersom noe av premiereserven består av slik lånt egenkapital, blir det spørsmål om den lånte egenkapitalen skal tildeles kontrakten med endelig virkning ved flytting, eller om

selskapet skal kunne ta tilbake den lånte egenkapitalen slik at kunden kun flytter med «egne midler». Dette kalles også flytting til markedsverdi.

Det vil som nevnt i avsnitt 2.5 ikke være tillatt å redusere opptjente ytelser i forbindelse med flytting. Dersom premiereserven er for liten også etter beregningsgrunnlaget i den mottakende pensjonsinstitusjonen, må premiereserven først tilføres midler etter reglene nevnt i avsnitt 2.5.2. For kollektive kontrakter vil arbeidsgiverforetaket i siste instans ha plikt til å tilføre midler til kontrakten. Dette vil gjøre det lite attraktivt for arbeidsgiverforetaket å flytte kontrakten. For fripoliser, som er ferdig betalte kontrakter, vil mottakende pensjonsleverandør trolig ikke akseptere tilflytting av en underreservert kontrakt. For fripoliseinnehaveren betyr dette at flyttheadgangen i praksis vil være stengt så lenge fripolisen er tilført lånt egenkapital som tas tilbake ved flytting.

Dersom en ordning med lånt egenkapital i stedet kombineres med at egenkapitalen tilføres med endelig virkning ved flytting antar arbeidsgruppen at en slik ordning får begrenset effekt. Storebrands simuleringer av tilpasning til regelverksendringer, jf. boks 6.1 tilsier imidlertid at en ordning med lånt egenkapital vil ha effekter også med slike flytteregler. Dette fordi det antas at ikke alle vil flytte selv om det isolert sett lønner seg å gjøre det. Arbeidsgruppen mener at en i utformingen av regelverket bør ta utgangspunkt i at leverandører og kunder opptrer økonomisk rasjonelt og dermed at kundene vil flytte når de har fått tilført lånt egenkapital dersom de da får tildelt denne med endelig virkning. Dette innebærer etter arbeidsgruppens syn at en ordning med lånt egenkapital i tilfelle bør innebære at kontraktene flyttes til markedsverdi av kundemidlene, dersom det skal forventes å ha vesentlig effekt. Dette vil imidlertid svekke kundenes rettigheter sammenlignet med i dag og kan langt på vei innebære at flytteretten settes ut av kraft.

Til dette kan en innvende at det uansett ikke er noen aktivitet i flyttemarkedet i dag. Arbeidsgruppen mener imidlertid at dette først og fremst skyldes det vedvarende lave rentenivået, og at dette må forventes å snu etter hvert som rentenivået stiger. I det norske markedet forvaltes en stor del av produktene av selskaper som har som sitt primære formål å levere fortjeneste til sine eiere. Arbeidsgruppen mener det ville være betenkelig å gå inn for et regelverk som også under mer normale markedsforhold låser kundene til sin valgte leverandør. Et alternativ kan være at det avtales mellom kunde og selskap at kunden ikke flytter f.eks. de neste fem årene mot at lånt egenkapital tildeles med endelig virkning ved utløpet av denne perioden, alternativt at bare deler av den lånte egenkapital følger med ved flytting.

Både i Sverige og Danmark synes det å være adgang til å flytte kontrakter til markedsverdi, dvs. at flytteverdien baseres på forsikringskapitalen til enhver tid, selv om denne er mindre enn premiereserven beregnet ut fra den garanterte rente som er benyttet i beregningsgrunnlaget. Kunden synes selv å måtte fylle på med midler dersom kontrakten skal videreføres med samme garanterte rente i det forsikringsforetaket en flytter til. Sammenlignet med norsk regelverk synes derfor kundene å ha svakere rettigheter i perioder der avkastningen har vært lav.

Boks 6.1 Simuleringer av tilpasning til regelverksendringer

Storebrand har via Finans Norges deltakelse i referansegruppen og i samråd med arbeidsgruppen gjort simuleringer av hvilken effekt ulike regelverkstiltak for ordinære fripoliser kan ha for kundene. Storebrand har beskrevet og utdypet simuleringene i et notat som er vedlagt rapporten. Notatet er gjennomgått i forsikringsnæringen, og en samlet næring støtter de konklusjonene Storebrand har utledet av disse.

Regelverkstiltakene som er blitt simulert og målsetningene ved de er oppsummert i følgende tabell hentet fra Storebrands notat:

	Endring	Primære Målgruppe	Løser	Løser ikke
1	Behovsprøvd bygging av TA	Pensjonister (10 % av forpliktelsen)	Manglende oppregulering for pensjonister og evne til å bygge mer buffer når det er lenge til pensjon.	Manglende risikokapasitet og høy kapitalkostnad de neste årene
2	Fleksibel tilleggsavsetning	Kunder med lav garanti (20 % av forpliktelsen)	Manglende risikokapasitet for kunder med høy buffer i forhold til garanti. Inkluderer typiske FMI kandidater.	Manglende risikokapasitet for kunder som er lavt reservert ift markedsverdi av forpliktelse under Solvens II
3	Lånt egenkapital	Kunder med middels/høy garanti (50 – 60 % av forpliktelsen)	Manglende risikokapasitet for kunder med lengre investeringshorisont der kortsiktig renterisiko opptar for mye av risikobudsjett. Inkluderer majoriteten av forpliktelsen.	Flytterisiko for leverandør
4	Endrede flytteregler	Aktive kunder og leverandør.(50 – 60 % av forpliktelsen)	Flyttearbitrasje. Risikoen for at aktive kunder kan spekulere i flytt etter betydelige markedsfall.	Markedsbegrensninger (fortsatt lite lange obligasjoner)

Storebrand skriver i sin oppsummering at leverandørene har en negativ nåverdi ved en typisk fripolisekunde med 3 pst. avkastningsgaranti og en tilleggsavsetning på 3 pst. av premiereserven, gitt dagens renteforventninger.

De vurderte endringene i virksomhetsregelverket vil ifølge Storebrands notat i teorien kunne innebære en heving av aksjeandelen i forvaltningen med i området 2 til 15 prosentpoeng, avhengig av kundens alder, garantinivå og størrelse på tilleggsavsetninger. Dette vil igjen kunne gi en økning i forventet utbetalt pensjon på 2 til 20 prosent. Analysen i notatet tilsier at sannsynligheten for økt pensjon er over 75 prosent.

Når det gjelder den potensielle nedsiden legger Storebrand til grunn at kundene uansett vil få utbetalt minst de garanterte ytelsene. Nedsiderisikoen blir ifølge notatet lite påvirket for

kontrakter som allerede er under utbetaling. For kontrakter i spareperioden vil pensjonen i de dårligste scenarioene bli 0 til 5 prosent lavere enn med dagens aktivaallokering og regulering.

Kunder med lav risikokapasitet og som allerede er under utbetaling vil ikke kunne forvente signifikant økning av utbetalt pensjon i snitt, men denne kundegruppen vil kunne ha fordeler av adgang til hyppigere og større oppreguleringer av ytelsene istedenfor bygging av tilleggsavsetninger.

6.3 Fripoliser med investeringsvalg mv.

6.3.1 Generelt

Siden høsten 2014 har fripoliseinnehavere kunnet si fra seg sin garanterte pensjonsytelse, og dermed også den garanterte avkastningen på pensjonsmidlene, i bytte mot investeringsvalg for pensjonsmidlene. Personer som ønsker å ta mer risiko i forvaltningen av sine pensjonsmidler, kan dermed oppnå det gjennom å konvertere sine fripoliser til fripoliser med investeringsvalg. Investeringsvalget gjelder i tilfelle kun for alderspensjonskapitalen, ikke ev. tilknyttede ytelser (som f.eks. uføre- og etterlattedekninger), og utbetalingstiden kan ikke settes ned. Investeringsvalget påvirker ikke håndteringen av levealderisiko, slik at kapital som frigjøres dersom fripoliseinnehaveren dør før kapitalen er ferdig utbetalt tilføres forsikringskollektivet og bidrar til finansieringen av ytelsene til de gjenlevende i kollektivet i stedet for å bli utbetalt til fripoliseinnehaverens arvinger.

Omfanget av konvertering til fripoliser med investeringsvalg er foreløpig begrenset, jf. omtalen i avsnitt 4.2 som viser at bare 2,1 pst. av de samlede fripolisebeholdningen, målt etter størrelsen på kapitalen, var konvertert til fripoliser med investeringsvalg ved utgangen av 2017. Det er arbeidsgruppens inntrykk at også det videre potensialet for konvertering er begrenset under rådende markedsforhold. For at fripoliseinnehavere skal være tjent med å konvertere fripolisen må avkastningen på investeringsvalgsporteføljen over tid overstige fripolisens opprinnelige avkastningsgaranti med noe margin for å kunne kompensere for både den tidligere garanterte avkastningen og for den økte risikoen. Konverteringen gjelder også administrasjonsreserven som for ordinære fripoliser skal dekke kostnader til administrasjon og forvaltning. Ved konverteringen overtar dermed fripoliseinnehaveren også dette kostnadsansvaret. Kostnadene ved fripoliser med investeringsvalg vil bl.a. avhenge av hvordan innehaveren ønsker at midlene skal forvaltes. Siden mange fripoliser har en avkastningsgaranti som overstiger risikofri markedsavkastning, må fripoliseinnehavere ha en viss risikoevne og –vilje for å kunne bære den økte risikoen som skal til for å kunne forvente økt avkastning. Typisk vil det først og fremst være fripoliseinnehavere med noe tid igjen til pensjonsalder og med relativt lav avkastningsgaranti som vil kunne forvente å tjene på konvertering til investeringsvalg når man tar hensyn til den økte risikoen og kostnadsansvaret.

Det er også stilt relativt omfattende krav til informasjon og rådgivning i forbindelse med konvertering av fripoliser som bl.a. er ment å hindre at fripoliseinnehavere som ikke er tjent med investeringsvalg, likevel blir påvirket til å konvertere sine fripoliser.

Når pensjonsleverandørene anser at mange av deres fripolisekunder ikke har fripoliser som er egnet for konvertering til investeringsvalg, og mange fripoliseinnehavere ikke ser seg tjent med å konvertere fripolisene sine, reflekterer det at eksisterende fripoliser i mange tilfeller er en relativt verdifull kontrakt under rådende markedsforhold.

Mulige endringer i regelverket for fripoliser kan f.eks. innebære at det åpnes for mellomløsninger mellom de eksisterende garanterte ytelsene og fritt investeringsvalg. Fordelen med slik endringer er at det i utgangspunktet er naturlig å anta at det er de kundene som ser seg tjent med å endre kontrakten, som faktisk gjør det. Slik sett ivaretas hensynet til at regelverksendringer skal være klart til kundens fordel. På den annen side vil innføring av flere valgmuligheter føre til et mer komplekst system for kundene og kan også medføre økte kostnader. Dette vil også komplisere den informasjonen og rådgivningen som kunden må få.

6.3.2 Betaling for å si fra seg avkastningsgaranti

Arbeidsgruppen er bedt om å vurdere om det bør åpnes for at pensjonsleverandører kan kompensere fripoliseinnehavere for verdien av avkastningsgarantiene ved konvertering til investeringsvalg, jf. arbeidsgruppens mandat hvor det står at arbeidsgruppen skal *«vurdere om selskapene bør ha anledning til å tilføre kundene midler fra egenkapitalen som motytelse for å velge bort rentegarantien»*.

Etter arbeidsgruppens vurdering er det ikke åpning for å tilby slik kompensasjon etter gjeldende rett. Arbeidsgruppen antar at reguleringen av konvertering til fripoliser med investeringsvalg må anses å være uttømmende om hvordan slik konvertering skal gjennomføres, og slik kompensasjon er ikke omtalt i de relevante lover eller forskrifter. For skattefaviserte ordninger (som fripoliser er utgått fra) er det generelt svært begrenset adgang til å avtale annet enn det loven eksplisitt legger opp til, bl.a. for å sikre likebehandling.

En endring som legger til rette for kompensasjon ved konvertering, vil i utgangspunktet være til kundenes fordel siden det vil innebære at kunden får en betaling i tillegg til de fordelene som kundene allerede får ved gjeldende konverteringsadgang. Arbeidsgruppen legger derfor til grunn at en slik mulighet vil innebære at konvertering kan være egnet for flere fripoliseinnehavere enn ved gjeldende konverteringsordning. Arbeidsgruppen antar at en slik betaling i tilfelle vil komme i form av et tilskudd fra pensjonsleverandørens egenkapital til fripoliseinnehaverens premiereserve (og ikke som en «fri utbetaling» til den forsikrede).

Kompensasjonen bør da reflektere at den forsikrede i utgangspunktet har en garantert avkastning på et gitt nivå og en opsjon som innebærer at avkastning over garantiene, etter ev. avsetninger til tilleggsavsetninger, vil føre til oppskrivning av ytelsene med endelig virkning. Arbeidsgruppen antar at nivået på en kompensasjon særlig vil avhenge av rentenivå og forventet renteutvikling. Dess lavere sikker markedsavkastning er sammenlignet med nivået på avkastningsgarantien, dess mer verdifull er garantien, men dess sterkere er også leverandørens insentiv til å tilpasse seg slik at verdien av opsjonen reduseres. Med et høyere rentenivå vil avkastningsgarantiene kunne bli mindre verdt, men utsiktene til varig oppskrivning av ytelsene som følge av meravkastning vil også kunne bedres.

En for høy pris for å kompensere for avkastningsgarantiene kan imidlertid tenkes å innebære at leverandørene ikke ønsker å tilby konvertering og heller tilpasser seg ved å minimere risikoen og kostnadene i eksisterende fripolisebeholdning.

Arbeidsgruppen legger til grunn at en slik kompensasjon må være noe pensjonsleverandørene står fritt til å velge om de vil tilby. I prinsippet vil det likevel slik arbeidsgruppen ser det være mulig å prise avkastningsgarantiene slik at både leverandører og fripoliseinnehaver bør kunne antas å være (minst) indifferent mellom å beholde ordinær fripolise og å konvertere til fripolise med investeringsvalg. Av omtalen i boks 6.1 fremgår det også at pensjonsleverandørene i dag har en negativ nåverdi ved en ikke ubetydelig del av fripolisebeholdningen.

Arbeidsgruppen antar uansett det i tilfelle bør gjøres endringer i regelverket for fripoliser med investeringsvalg som klargjør mulighetene til og vilkår for en slik betalingsadgang. Det kan også vurderes om det bør utformes retningslinjer om metoder for hvordan garantiene skal prises og ev. andre regelverksendringer for å sikre likebehandling mellom fripoliseinnehavere. I en forhandlingssituasjon mellom pensjonsleverandør og kunde må pensjonsleverandøren i utgangspunktet antas å ha en klar informasjonsfordel. I denne sammenhengen viser arbeidsgruppen også til at Forbrukerrådet er i gang med å utvikle et nettbasert verktøy som skal kunne hjelpe fripoliseinnehavere med å beregne verdien av avkastningsgarantiene og opsjonene som ligger i kontraktene.

Arbeidsgruppen mener samlet sett at å innføre en adgang til å betale for overgang til fripolise med investeringsvalg i prinsippet vil være til kundenes fordel, men at dette i tilfelle krever et videre lovarbeid om bl.a. likebehandling mellom kunder, informasjon og rådgivning mm.

Boks 6.2 Danmark: Sampension – avskaffelse av garantier

Det danske livsforsikringsforetaket Sampension eies av arbeidsgiver- og arbeidstakerorganisasjonene som har tjenstepensjonsordninger i foretaket. Virksomheten er knyttet til kommunal sektor. Sampension forvalter pensjonsordninger for om lag 300.000 medlemmer, og hadde ved utgangen av 2016 en forvaltningskapital på nærmere 270 mrd. DKK.

Sampension avskaffet ytelsesgarantier knyttet til sine pensjonsprodukter med virkning fra 1. januar 2011. Bortfall av garantier omfattet både allerede opptjente ytelser og ytelser knyttet til fremtidige innbetalinger. Denne endringen i kontraktene var et resultat av forhandlinger mellom arbeidstaker- og arbeidsgiverorganisasjonene og foretaket, og det synes å være en åpning i disse avtalene for å gjøre slike endringer. Endringene i pensjonsavtalene ble begrunnet i at foretaket hadde store utfordringer knyttet til nye solvenskrav i en situasjon med et lavt rentenivå og dels også økende levealder. Et alternativ til denne endringen ble av Sampension fremholdt å være offentlig administrasjon av foretaket. Det ble videre argumentert for at endringene fra garantert avkastning til markedsavkastning ikke ville forringe verdiene av utbetalt pensjon.

Finanstilsynet i Danmark foretok en vurdering av de avtalte endringer i avtalene. Den 29. november 2010 uttalte Finanstilsynet at det ikke var tilstrekkelig grunnlag for å fastslå at Sampension hadde handlet i strid med reglene om «god skik». Finanstilsynet mente imidlertid at Sampension ikke hadde gitt god nok informasjon til kundene om bakgrunnen for og konsekvensene av at garantiene bortfalt.

Også Forbrugerombudsmanden vurderte endringene som ble gjort i pensjonsavtalene. FO mente at overenskomstpartene (arbeidsgiver- og arbeidstakerorganisasjonene) ikke var kompetente til å oppheve ytelsesgarantiene på vegne av kundene fordi de også var eiere i Sampension slik at det eksisterte en interessekonflikt. For å unngå en eventuell langvarig rettsak ble det imidlertid inngått en avtale mellom FO og Sampension. Etter avtalen overførte Sampension et beløp tilsvarende 5 prosent av saldoen (pr. 1. mai 2013) til kundenes kontoer. Samtidig kunne kundene alternativt fraskrive seg 5 prosent kompensasjon mot å opprettholde ytelsesgarantier på innbetalinger foretatt før 1. januar 2011.

Etter norsk regelverk er eneste mulige endring i slike kontrakter at garanterte fripoliser kan endres til fripoliser med investeringsvalg. Dette må imidlertid aksepteres av hver enkelt kunde, og det er strenge krav til informasjon og rådgivning knyttet til dette.

I Norge er det et strengt skille mellom tiltak for å avhjelpe situasjonen i et livsforsikringsforetak eller pensjonskasse før og etter en eventuell offentlig administrasjon. Det aksepteres ikke reduksjon av ytelser/foringelse av kontrakter som ledd i en type gjeldsforhandling før foretaket er satt under administrasjon, og egenkapitalen skrives ned først.

6.3.3 Andre valgfrie endringer

Redusert avkastningsgaranti/sluttgaranti

En mulig mellomløsning for fripoliseinnehavere som ikke ønsker fullt ut å overta avkastningsrisikoen på sine fripoliser, kunne være en adgang til å konvertere fripolisen til f.eks. «fripolise med 0-garanti» slik at pensjonsleverandøren i tilfelle garanterer at pensjonsmidlene ikke reduseres i (nominell) verdi fra et år til neste, eller «fripolise med sluttgaranti» der pensjonsleverandøren garanterer for et gitt nivå på premiereserven eller ytelsene på pensjoningstidspunktet.

Arbeidsgruppen viser til at en av fordelene kundene oppnår ved dagens konverteringsadgang er retten til å bestemme hvordan pensjonsmidlene skal forvaltes. Arbeidsgruppen antar det er lite trolig at pensjonsleverandørene er villig til å tilby et produkt der fripoliseinnehaveren bestemmer forvaltningen, men pensjonsleverandøren bærer risikoen for at avkastningen ikke blir tilstrekkelig. En slik løsning vil f.eks. kunne innebære at kunden kan plassere 100 pst. av midlene i aktiva med høy risiko og høy forventet avkastning, mens pensjonsleverandøren bærer risikoen for det som potensielt kan være relativt store verdifall.

For å motvirke slike tilpasninger kan konverteringsadgangen i tilfelle også innebære en mulighet for pensjonsleverandøren til å ta seg betalt for risikoen ved garantien. En slik premie vil måtte øke med risikoen i porteføljen og mulig også, etter hvert som risikoen øker, såpass mye at kundenes potensielle fordel ved økt risiko i forvaltningen spises opp.

Et alternativ uten investeringsvalg for kundene vil på den annen side innebære at kunden kun sier fra seg nivået på garantien i bytte mot et løfte om mer risiko i forvaltningen. I et slikt tilfelle vil kunden være avhengig at leverandørene faktisk tilpasser forvaltningen uten selv å kunne påvirke leverandørenes tilpasning på annen måte enn ved eventuelt å flytte kontrakter mellom leverandører som er villig til å tilby produktet.

Delvis konvertering

Arbeidsgruppen har også vurdert om det bør innføres en mulighet for kun å konvertere deler av premiereserven knyttet til fripolisen, til fripolise med investeringsvalg. For eksempel kan en andel av premiereserven og tilsvarende andel av den garanterte ytelsen videreføres uendret, dvs. med uendret beregningsrente/avkastningsgaranti og håndtering av levealdersrisiko, mens den øvrige delen kan konverteres til fripolise med investeringsvalg etter det regelverket som allerede gjelder for slik konvertering, herunder om informasjon og rådgivning.

Arbeidsgruppen antar at en slik konvertering vil kunne fungere som en mellomløsning og være egnet for personer som ønsker mer risiko i forvaltningen uten å ta på seg all avkastningsrisiko, og uten de utfordringene som kan oppstå ved f.eks. 0-garanti eller sluttgaranti for hele premiereserven, jf. ovenfor. En delvis konvertering kan også kombineres med en ordning for betaling for å si fra seg avkastningsgarantien på den delen av premiereserven som konverteres.

En delvis konvertering og oppsplitting av pensjonsrettigheter kan imidlertid medføre økte kostnader for innehaveren ved at det kan bli krevet administrasjonsgebyr, som ofte er utformet som en fast sum per kontrakt, for to beholdninger av pensjonsmidler i stedet for én.

Opphørende ytelser

En annen mulighet for å endre regelverket for konvertering av fripoliser kan være at fripoliseinnehaveren i tillegg til å konvertere fripolisen til investeringsvalg, også kan velge å påta seg levealdersrisikoen ved at pensjonskapitalen konverteres til en beholdning som utbetales som en opphørende ytelse i stedet for en livsvarig ytelse. Det vil også innebære at midler som frigjøres dersom den forsikrede dør før midlene er ferdig utbetalt går til vedkommendes arvinger. En slik konvertering vil trolig innebære et seleksjonsproblem for leverandørene ettersom fripolisene inngår i et forsikringskollektiv. Personer med kortere forventet levetid enn snittet vil ha insentiv til systematisk å velge opphørende ytelser og dermed redusere tilførselen av dødelighetsarv til de som lever lenger, som på sin side vil ha insentiv til å fortsette med livsvarige ytelser.

En mulighet for slik konvertering vil trolig også ha systematiske effekter på tvers av kjønn. Siden kjønnsnøytralitet i ytelsesordningene er definert til å innebære krav om like årlige pensjonsytelser for kvinner og menn, må det i ordninger med livsvarige ytelser i snitt betales inn høyere premier for kvinner enn for menn siden kvinner i snitt lever lenger enn menn. Dette innebærer også at kvinner alt annet likt har en høyere premiereserve enn menn og dermed også en høyere kapitalbeholdning etter en konvertering til fripoliser med investeringsvalg. Så lenge premiereservene også etter konvertering skal utbetales som livsvarige ytelser vil man for en gitt avkastning fortsatt oppnå kjønnsnøytrale ytelser. Dersom kapitalen kan utbetales over f.eks. 10 år, vil imidlertid kvinner i snitt få høyere årlige ytelser enn menn.

6.3.4 Små fripoliser

Minstegrense for utstedelse av fripolise

Personer som har opptjening i ytelsesordninger på inntil 0,5 ganger folketrygdens grunnbeløp, har ikke rett på å få utstedt fripoliser, men kan i stedet få pensjonsmidlene overført til en annen foretakspensjonsordning eller overført til en individuell pensjonsavtale etter lov 27. juni 2008 nr. 62 om individuell pensjonsordning. Det er etter arbeidsgruppens oppfatning nå få åpne foretakspensjonsordninger. Det ble i forbindelse med innføring av en ny ordning for skattefavorisert individuell sparing til pensjon fra høsten 2017 lukket for tegning av nye avtaler etter lov om individuell pensjonsordning, men slik arbeidsgruppen oppfatter det er det fortsatt mulig å overføre midler fra små fripoliser til en avtale etter lov om individuell pensjonsordning.

I NOU 2012: 3 ble det foreslått å heve grensen for rett på fripolise til 1,5 G. Bakgrunnen for utredningen var først og fremst pensjonsleverandørenes utfordringer med overgangen til et nytt soliditetsregelverk i Solvens II og en hovedmålsetning med forslaget var å begrense omfanget av fripoliser for å begrense økningen i soliditetskravene til leverandørene.

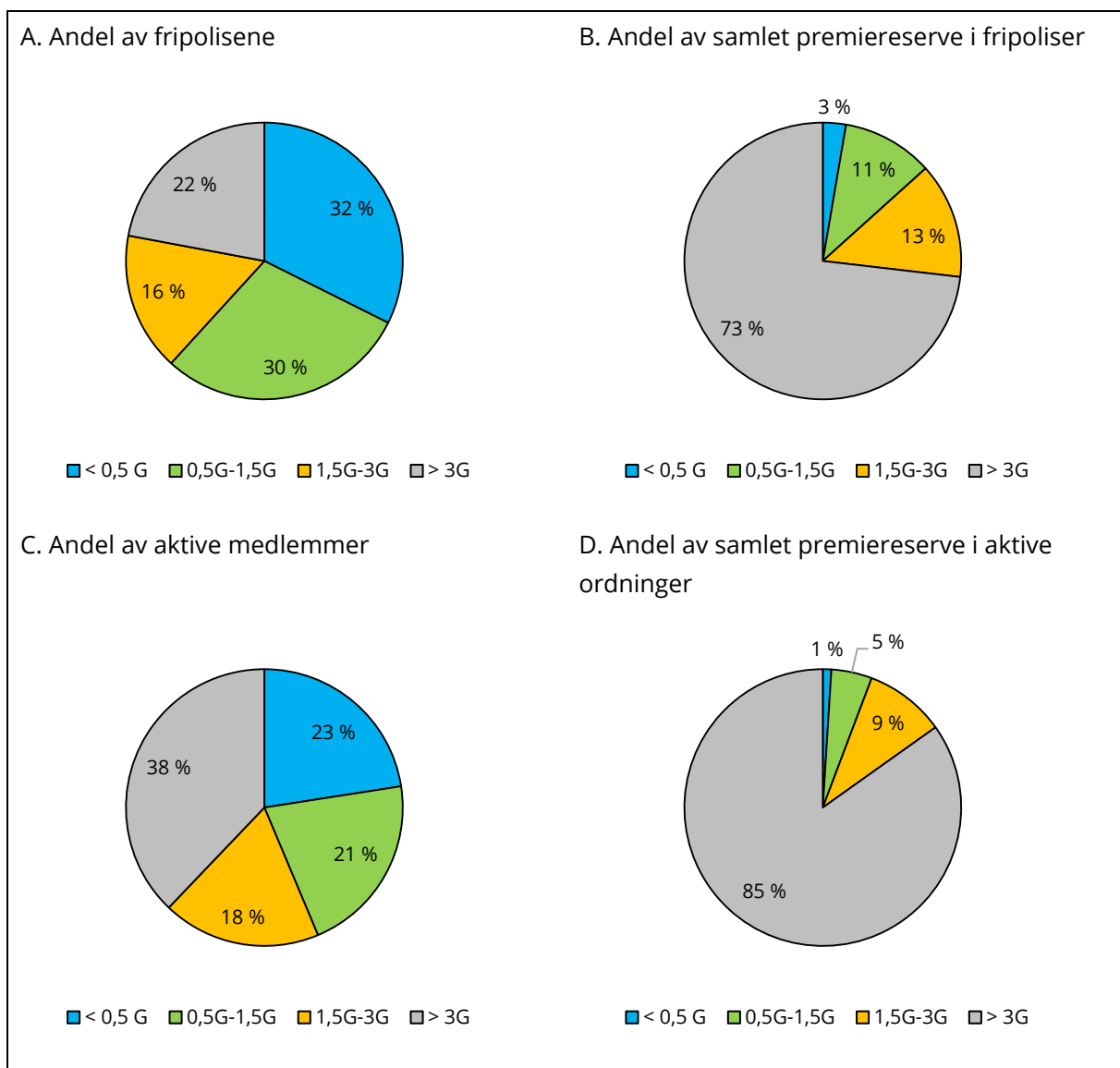
Finansdepartementet vurderte spørsmålet i forbindelse med lovforslaget om fripoliser med investeringsvalg, men foreslo ikke endringer bl.a. under henvisning til at Banklovkommissjonen da arbeidet med utkast til et nytt tjenestepensjonsprodukt og med utkast til regler om konvertering av eksisterende ytelses- og fripolisebeholdning til det nye produktet. Videre viste Finansdepartementet til at det ikke var endelig klarlagt fra hvilket tidspunkt Solvens II-

regelverket ville få virkning. Som kjent har ikke Banklovkomisjonens utkast til konverteringsregler resultert i tilsvarende lovregler og Solvens II-regelverket er nå innført.

Det kan være mulig å endre regelverket for små fripoliser på en måte som også er klart til kundenes fordel dersom dette gjøres ved å innføre en valgmulighet for kundene. Det er likevel etter arbeidsgruppens vurdering ikke åpenbart at dette tilfører noe tilstrekkelig reelt nytt utover det som allerede følger av adgangen til å konvertere til fripolise med investeringsvalg.

Dersom det i stedet gjennomføres en heving av eksisterende grense til for eksempel 1,5 G, vil dette kunne gi en mulig overføring av premiereserve fra relativt små fripoliser til annen alderspensjonsrettighet på om lag 27 mrd. kroner, fordelt på nesten hhv. 25 mrd. kroner og noe over 2 mrd. kroner på fripoliser og aktive ordninger, jf. figur 6.2. Det er imidlertid ikke uten videre klart at dette vil være til kundenes fordel.

Figur 6.2 Fordeling av fripoliser etter størrelse



Kilde: Finans Norge

Raskere utbetaling av lave pensjonsytelser

Etter gjeldende rett kan både pensjonsleverandører og fripoliseinnehavere kreve at utbetalingstiden for små fripoliser skal settes ned til det antall hele år som innebærer at ytelsene tilsvarer om lag 0,3 G i året. På dette området vil det være mulig å gjennomføre endringer som må antas å være til kundenes fordel i form av økte valgmuligheter. For eksempel kan det innføres en rett for fripoliseinnehaver, men ikke pensjonsleverandør, til å kreve at utbetalingstiden settes ned til det antall hele år som er nødvendig for at ytelsene skal utgjøre om lag 0,5 eller 1 G.

For kunder som har flere små fripoliser kan det bli en avveining mellom å redusere utbetalingstiden for en eller flere av dem eller å slå dem sammen med sikte på å få fordeler av mer kostnads-effektiv forvaltning. I sum kan det da for enkelte også bli en relativt betydelig pensjonskapital som utbetales opphørende i stedet for livsvarig.

Arbeidsgruppen antar at også dette tiltaket kan ha seleksjonseffekter på tvers av grupper med ulik forventet levealder, herunder på tvers av kjønn, jf. omtalen av opphørende ytelser i avsnitt 6.3.3, som kan ha negative konsekvenser for pensjonsleverandørene. På den annen side legger arbeidsgruppen til grunn at pensjonsleverandørene også har en interesse i at kapitalen i fripolisebeholdningen blir utbetalt og avvirket noe raskere enn den ellers ville gjort. Samlet sett mener derfor arbeidsgruppen at dette tiltaket kan være til fordel både for kunder og pensjonsleverandører.

En slik endring kan være aktuell for utbetalinger både fra ordinære fripoliser og fripoliser med investeringsvalg og for utbetalinger fra kollektive ytelsesordninger.

6.3.5 Informasjon og rådgivning

Alle eventuelle valgadganger som er omtalt i kapitlet her må etter arbeidsgruppens syn ledsages av regler om informasjon og rådgivning som på forståelig vis klargjør hva fripoliseinnehaveren eventuelt sier fra seg og hva man får i stedet. I mange tilfeller kan det være grunnlag for interessekonflikter mellom leverandør og kunde siden det ofte vil være klart at det er i leverandørens interesse å kunne fri seg fra garanterte forpliktelser, mens kundenes fordel i større grad vil avhenge av usikre faktorer som fremtidige rente- og avkastningsutsikter. Det vil i stor grad være mulig å bygge videre på det regelverket om informasjon og rådgivning som allerede er på plass for konvertering til fripoliser med investeringsvalg.

Innføring av mulighet for en kompensasjon for avkastningsgarantien kan f.eks. innebære behov for informasjon og rådgivning om hvordan og hvorfor garantiene prises som de gjør, i tillegg til kravene som allerede følger av gjeldende regelverk. Arbeidsgruppen antar dermed at informasjonen som må gis vil måtte bli en god del mer komplisert enn den allerede er, noe som i seg selv kan være en kostnad for kundene, men som likevel etter arbeidsgruppens syn er nødvendig.

7 Konklusjoner

I dette kapitlet har arbeidsgruppen oppsummert sine vurderinger av i hvilken grad ulike regelverkstiltak kan forventes å være til kundenes fordel. For endringer som overfører risiko til kundene, som i punkt A-C, med sikte på høyere forventet avkastning, vil effekten særlig og i økende grad avhenge av leverandørens tilpasninger og markedsforhold. Endringene i A (samlet og mer fleksibelt bufferfond), har trolig begrenset betydning når markedsrenten er lav, men de samlede endringene vil kunne innebære positive nettoeffekter for kundene. Endringene i B (lånt egenkapital) og C (endret overskuddsdeling) fremstår ikke som å være klart til kundens fordel. Endringer i D (utvidelser i mulighetsrommet for kundenes valg), antas i utgangspunktet å kunne være klart til fordel for kundene, dersom de gis gode regulatoriske rammer.

7.1 Ordinære fripoliser og ytelsesordninger

A – Differensiert bygging av tilleggsavsetninger. Sammenslåing av avkastningsbuffer.

En økt adgang til å differensiere hvor mye av avkastningsoverskuddet som skal settes av til tilleggsavsetninger (alternativt til et sammenslått bufferfond, jf. nedenfor) og hvor mye som skal tildeles med endelig virkning på ulike kontrakter, kan ha fordeler for kundene ved å gi økte muligheter til overskudd for enkelte kontrakter og økt risikobærende evne for andre kontrakter.

En sammenslåing av kursreguleringsfond og tilleggsavsetninger til ett kundefordelt fond vil ha fordeler for kundene i form av at en større del av midlene er fordelt til den enkelte kontrakt. En ev. maksimalgrense for det samlede bufferfondet i prosent av premiereserven bør være høy nok til at den ikke innskrenker leverandørens mulighet til å bygge bufferne sammenlignet med i dag, samtidig som det også bør sikres at meravkastning utover et visst nivå faktisk blir tilført kontraktene som overskudd. Fondet bør f.eks. kunne være minst lik summen av dagens maksimale tilleggsavsetninger (12 prosent av premiereserven) og en normal størrelse på kursreguleringsfondet (som i 2016 var på 6,8 prosent av premiereserven).

Sammenslåing av bufferne vil innebære at en oppnår kontinuitet i hvilke midler som er fordelt til kontraktene med og uten flytting, slik at ikke utformingen av bufferne i seg selv påvirker beslutninger om å flytte kontraktene. Herunder vil arbeidsgivere i tilfelle ikke lenger måtte gi fra seg 2 pst. av sin andel av kursreserven ved flytting av kollektive kontrakter.

Arbeidsgruppen antar også at det vil være mer oversiktlig og enklere å forstå for kundene dersom det opereres med kun én avkastningsbuffer.

Adgang til mer differensiert bruk av overskudd og sammenslåing av tilleggsavsetninger og kursreguleringsfond kan etter arbeidsgruppens vurdering samlet sett være til fordel for kundene.

Det er et eget spørsmål om et slikt fond skal kunne dekke negativ avkastning, eller om denne risikoen fortsatt skal bæres av pensjonsleverandørens egenkapital. I praksis kan kursreguleringsfondet allerede i dag dekke negativ avkastning gjennom beslutninger om hvilke kursendringer som realiseres i løpet av året. Dersom en større del av kundemidlene bærer slik risiko, kan det legges til rette for økt risiko i forvaltningen, men da slik at utsiktene til å få tilført egenkapital samtidig svekkes.

Som omtalt i avsnitt 6.2.1 antar arbeidsgruppen at effekten både på risikoen i forvaltningen og på kundenes utsikter til å få tilført egenkapital er begrenset når markedsrentene er lavere enn avkastningsgarantiene. Dersom markedsrentene stiger over nivået på avkastningsgarantiene, blir kontraktene mer lønnsomme og konkurransen i markedet må antas å ta seg opp. Leverandørene vil da ha rom for og insentiver til å øke risikoen i forvaltningen med sikte på å tilby kundene høyere forventet avkastning. Mer fleksible adganger til å bruke avkastningsbufferen vil etter arbeidsgruppens vurdering kunne støtte opp om leverandørens evne og vilje til å forvalte midlene med risiko, og vil kunne ha større virkning i en slik situasjon enn under rådende markedsforhold. Effekten av muligheten til å dekke negativ avkastning med den sammenslåtte bufferen, avhenger til sist av leverandørens tilpasninger og markedsutviklingen.

Arbeidsgruppen mener at mer differensiert bruk av overskudd sammen med sammenslåing av tilleggsavsetninger og kursreguleringsfond til ett bufferfond for avkastningsrisiko som kan dekke negativ avkastning samlet sett vil kunne ha positive nettoeffekter for kundene ved at den på en balansert måte gir leverandørene bedre insentiver til å forvalte pensjonsmidlene med sikte på noe høyere forventet avkastning samt styrker flyttemarkedet. Samtidig bidrar Solvens II-baserte soliditetskrav til sikkerhet for at kundene minst får den avkastningen de er garantert.

B – Lånt egenkapital

Mulighet for midlertidig tilførsel av egenkapital vil i praksis kunne innebære en tilnærming til en sluttgarantiordning. Lånt egenkapital kan i kombinasjon med A ytterligere avlaste leverandørene for kortsiktig risiko og legge til rette for økt risiko i forvaltningen, men går samtidig lenger i å flytte risiko over på kundene enn A. En er dermed også i tilsvarende større grad avhengig av leverandørens tilpasning for at også kundene skal kunne høste fordeler.

Som nevnt kan tiltak som nevnt i A og B etter arbeidsgruppens vurdering først og fremst ventes å gi positive effekter også for kundene dersom markedsrentene øker over avkastningsgarantiene. I en slik markedssituasjon mener arbeidsgruppen at en kan forvente at også flyttemarkedene fungerer, siden kontraktene vil være lønnsomme.

Dersom egenkapitalen må tilføres med endelig virkning ved flytting antar arbeidsgruppen som omtalt i avsnitt 6.2.3 at dette tiltaket vil ha begrenset effekt. På den annen side vil flytting til markedsverdi av kundemidlene, uten den lånte egenkapitalen, i tilfelle svekke kundenes rettigheter sammenlignet med i dag, og kan langt på vei innebære at flytteretten settes ut av kraft.

Arbeidsgruppen mener at å åpne for ordninger med lånt egenkapital, innenfor arbeidsgruppens mandat, går for langt i å overføre risiko til kundene og potensielt svekke flytterettighetene, uten tilsvarende sikkerhet for at kundene får fordeler som oppveier ulempene.

C – Endret overskuddsdeling

For at endret overskuddsdeling skal være direkte til kundenes fordel må kundene få en større del av overskuddet. Dette vil imidlertid svekke leverandørens insentiver til å forsøke å oppnå overskudd. For å bedre leverandørens insentiver må dermed nettoeffekten være at leverandøren får mer av overskuddet enn i dag, enten ved en større andel eller endret rekkefølge på avsetning til buffer og overskuddsdeling. Det kan likevel ikke utelukkes at leverandørene ikke vil ha tilstrekkelig insentiv til å øke aksjeandelen selv om deres del av et overskudd øker. En slik

endring kan føre til at leverandørene beholder gjeldende tilpasning i forvaltningen og kun tar en større del av de overskuddene de eventuelt allerede oppnår.

Dersom endret overskuddsdeling innføres sammen med endringene i A og B, kan dette samlet gi leverandørene bedre risikobærende evne og bedre insentiver til å forsøke å øke avkastningsoverskuddet. Endring i overskuddsdelingen vil imidlertid også være et ytterligere element som gir leverandørene en sikker oppside, mens kundene får en sikker nedside og en usikker oppside.

En endring av overskuddsdelingen som innebærer at leverandørene får en større andel kan etter arbeidsgruppens vurdering ikke sies å være «klart til kundens fordel».

7.2 Fripoliser med investeringsvalg mv.

D – Valgfrie endringer av fripoliser

Arbeidsgruppen har vurdert ulike regelverksendringer som gir økte valgmuligheter for kundene innenfor rammene av fripoliser med investeringsvalg. Selv om økte valgmuligheter i utgangspunktet må antas å være til kundens fordel dersom de gjennomføres, mener arbeidsgruppen at hensynet til oversiktighet for kundene og i regelverket tilsier at en ikke bør operere med mange forskjellige valgmuligheter med til dels overlappende formål og virkninger. Eventuelle regelverksendringer bør derfor innebære at kundene kan velge noe vesentlig nytt sammenlignet med de mulighetene som allerede finnes.

Arbeidsgruppen mener at en mulighet for at leverandørene kan tilby å betale et bidrag fra egenkapitalen til fripolisekapitalen i forbindelse med konvertering til investeringsvalg, kan gi kundene en klar fordel ut over hva som allerede følger av gjeldende regelverk. Det bør imidlertid utarbeides regler/retningslinjer om bl.a. likebehandling av kunder med liknende kontraktsegenskaper, hvilke faktorer som er relevante ved beregningen av kompensasjonen og hvordan denne informasjonen skal formidles til kundene for å unngå at kunder med en verdifull garanti sier fra seg denne mot en for lav kompensasjon.

Arbeidsgruppen mener også en økt valgfrihet for kundene til å velge raskere utbetaling av fripoliser med lave ytelser, slik at kunden kan velge at utbetalingstiden settes ned til det antall år som gir pensjonsutbetalinger på om lag 0,5 G, vil kunne være en fordel for kundene i form av en vesentlig utvidelse av det eksisterende handlingsrommet. En slik endring kan være aktuell for utbetalinger både fra ordinære fripoliser og fripoliser med investeringsvalg og for utbetalinger fra kollektive ytelsesordninger.

Arbeidsgruppen mener det kan være klart til kundens fordel om det innenfor gode regulatoriske rammer åpnes for betaling til kundene for å si fra seg avkastningsgaranti og mulighet for å velge raskere utbetaling av små pensjonsytelser.

8 Økonomiske og administrative konsekvenser

8.1 Konsekvenser for arbeidstakere og forsikrede

Endringene i virksomhetsreglene er ment å gi grunnlag for høyere avkastning på pensjonsmidlene og dermed høyere pensjonsytelser. Referanseporteføljen i eksemplet i avsnitt 6.2 får en økning i forventet avkastning på 0,45 prosentpoeng dersom aksjeandelen doubles fra 15 til 30 prosent. En økning i årlig gjennomsnittlig meravkastning på 0,5 prosentpoeng på en beholdning på 300 mrd. kroner, innebærer 1,2 mrd. i året i økt pensjonskapital til de forsikrede når pensjonsleverandørene beholder 20 prosent av overskuddet. Fordelt på 1,15 mill. kontrakter (hvorav i overkant av 250 000 er under utbetaling) vil pensjonskapitalen øke med om lag 1 000 kroner sammenlignet med referanseporteføljen. Over en 10 års spareperiode vil økningen være på om lag 4 prosent under disse forutsetningene. Storebrand har anslått at endringer tilsvarende punkt A i kapittel 7, uten sammenslåing av kursreguleringsfond og tilleggsavsetninger, vil øke forventede pensjonsutbetalinger for en 57-åring med 3 prosent med utbetaling av pensjon frem til 87 år.

På den annen side vil en større del av risikoen ved forvaltningen bæres av kundemidler i stedet for av leverandørens egenkapital. Utsiktene til å få tilført midler fra leverandørens egenkapital vil derfor svekkes. Arbeidsgruppen har ikke grunnlag for å anslå hvor mye egenkapital som er tilført kontraktene de senere år, men avkastningsnivåene i årene etter 2000 tilsier at det ikke er snakk om vesentlige beløp.

Dersom realisert avkastning som følge av økt risiko i forvaltningen blir lavere enn den ellers ville blitt, vil kundenes overskudd bli redusert tilsvarende. Solvens II-baserte soliditetskrav vil imidlertid innebære stor grad av sikkerhet for at kundene minst får den avkastningen de er lovet, også dersom markedsutviklingen skulle gå i negativ retning.

Dersom regelverksendringene kan bidra til at kontraktene blir lønnsomme for leverandørene, kan fripoliseinnehavere også høste fordeler gjennom mer fungerende konkurranse i markedet.

Adgang til *betaling for avkastningsgaranti ved overgang til fripolise med investeringsvalg* kan i prinsippet være aktuelt for hele beholdningen av fripoliser. Det er mest nærliggende å anta at personer med relativt lang tid igjen til utbetaling eller en avkastningsgaranti som ikke er mye høyere enn markedsrentene, vil ha mest interesse av å konvertere fripolisen. For eksempel er bare i underkant av 21 mrd. kroner av samlet fripolisekapital på ca. 308 mrd. kroner hos forsikringsforetakene knyttet til fripoliseinnehavere som er under 45 år, jf. figur 4.14. Gjennomsnittlig avkastningsgaranti er økende med alderen og øker innenfor denne aldersgruppen fra om lag 2,5 pst. til om lag 2,9 pst. Mulighetene for betaling ved konvertering kan gjøre slik konvertering aktuelt for en større del av fripoliseporteføljen.

Nivået på en kompensasjon vil avhenge av bl.a. nivået på avkastningsgarantiene og gjenstående tid til utbetaling. For en person med høy avkastningsgaranti, og lang tid til pensjonsalder, vil kompensasjonen for konvertering være høy i forhold til opptjent premiereserve. Dette følger av at den forventede avkastningen i mange år fremover vil være lavere enn avkastningsgarantien. I tillegg kommer opsjonsverdien (tidsverdien) av avkastningsgarantien, som har en verdi for

den sikrede fordi den fremtidige avkastningen er usikker og derfor vil avvike fra forventningsverdien. I Forbrukerrådets rapport «Modell for beregning av verdi av rentegaranti i pensjonsordninger» laget av Aktuar1 deles verdien av fripolisekontrakter i en nåverdi av de garanterte ytelsene og en opsjonsverdi ved den årlige avkastningsgarantien. I rapporten er verdien av de to elementene beregnet for ulike typeeksempler.

Adgang til frivillig å redusere utbetalingstiden for små fripoliser vil kunne berøre et stort antall fripoliser. Ifølge tall fra Finans Norge er det totalt om lag 74 mrd. kroner i premiereserver knyttet til fripoliser under utbetaling (livsvarig og opphørende) fordelt på om lag 850 000 fripoliser hos forsikringsforetakene. Av dette er om lag 24 mrd. kroner fordelt på 640 000 fripoliser med årlige utbetalinger på inntil 0,3 G. I intervallet 0,3 G til 0,5 G for utbetalinger er det ytterligere 11,4 mrd. kroner i premiereserve fordelt på nesten 90 000 kontrakter. Hvis grensen for frivillig reduksjon av utbetalingstiden settes til 0,5 G kan dermed inntil 730 000 fripoliser med om lag 35 mrd. kroner i premiereserve omfattes. Med en grense på 1 G blir tilsvarende tall 800 000 kontrakter med 52 mrd. kroner i premiereserve.

8.2 Konsekvenser for arbeidsgivere

Endringer i virksomhetsreglene vil for arbeidsgiverforetak med ytelsesordninger kunne komme til uttrykk gjennom nivået på premie for avkastningsrisiko og utsiktene til å få tilført overskudd til premiefondet. Målsetningen med endringene er å øke forventet avkastning gjennom økt risiko i forvaltningen. Dette må isolert sett forventes å øke premien for avkastningsrisiko som arbeidsgivere må betale. På den annen side vil en større del av risikoen bæres av kundemidler, noe som trekker i motsatt retning. I tillegg vil et økt forventet overskudd over tid fordeles til premiefond og pensjonistenes overskuddsfond, mens ev. negativ markedsutvikling vil redusere tilførselen av overskuddsmidler sammenlignet med et uendret regelverk.

Arbeidsgivere kan også ha fordeler av regelverksendringer som bidrar til konkurranse i markedet, for eksempel gjennom lavere administrasjons- og forvaltningskostnader.

Endringer i reglene for frivillige kontraktsendringer for fripoliser vil ikke ha konsekvenser for arbeidsgiverforetakene.

8.3 Konsekvenser for pensjonsleverandørene

Endringene i virksomhetsreglene vil trolig ha en direkte effekt for pensjonsleverandørene gjennom soliditetsregelverket. Større og mer fleksible avkastningsbuffer vil kunne redusere risikoen som egenkapitalen må bære på kort sikt og dermed trekke i retning av et lavere solvenskapitalkrav. Økt risiko i forvaltningen trekker i retning av et høyere kapitalkrav for markedsrisiko for pensjonsleverandørene. Nettoeffekten for solvenskapitalkravet vil trolig variere mellom selskapene og over tid. Arbeidsgruppen har derfor ikke grunnlag for å anslå noe generelt om nettoeffekten. Arbeidsgruppen antar at med noenlunde velfungerende egenkapitalmarkeder vil leverandørene kunne tilpasse seg regelverket slik at endringer i solvenskapitalkravet ikke utgjør en kostnad på lengre sikt, selv om det kan være kostnader forbundet med å tilpasse egenkapitalnivået på kortere sikt.

Dersom regelverksendringene fører til økt avkastning over tid vil også leverandørene tjene på dette gjennom overskuddsdelingen for fripoliser. En 0,5 prosentpoeng økning i meravkastning på en fripolisebeholdning med startverdi på om lag 300 mrd. kroner vil gi en økning i årlig overskudd på 300 mill. kroner til leverandørene.

For ytelsesordninger antar arbeidsgruppen at effekten for leverandørene blir mer begrenset. Overskuddet tilfaller i siste instans kundene og risikoen i forvaltningen antas å bli betalt for gjennom premie for avkastningsgaranti. Dersom avkastningsgarantiene prises riktig i forhold til risikoen som overtas, vil dette ikke innebære større gevinster eller kostnader for leverandørene.

Adgang til betaling for verdien av avkastningsgarantier ved overgang til fripoliser med investeringsvalg, kan dersom den benyttes føre til utgifter for pensjonsleverandørene. Imidlertid legger arbeidsgruppen til grunn at slik betaling bare vil bli tilbudt i tilfeller der leverandørens kostnader ved å beholde fripolisene uendret overstiger den kompensasjonen de eventuelt tilbyr for konvertering. En slik endring ventes dermed ikke å ha kostnader for leverandørene. Derimot kan adgangen ha positive effekter dersom kompensasjonen blir lavere enn leverandørens kostnader til fripolisene. Storebrand skriver i sitt notat at de i gjennomsnitt har en negativ nåverdi på fripolisene. Dersom dette er representativt for bransjen bør det i tilfelle være mulig å finne en pris mellom 0 og denne nåverdien som, dersom den aksepteres av kundene, vil føre til en forbedring for leverandørene. Arbeidsgruppen antar at det ikke vil ha vesentlige kostnader å etablere metoder for prising av avkastningsgarantier for de leverandørene som velger å tilby slik betaling.

Dersom det skal åpnes for ytterligere valgmuligheter i kontraktsforholdene har arbeidsgruppen antatt at dette også bør innebære krav til hvilken informasjon og rådgivning som skal gis. Arbeidsgruppen legger til grunn at leverandørene allerede har rutiner og systemer for slik rådgivning som kan tilpasses uten vesentlige kostnader.

8.4 Konsekvenser for det offentlige

De vurderte endringene antas ikke å ha vesentlige konsekvenser for det offentlige.

Vedlegg I – Utvalgt bakgrunnsmateriale

NOU 2012: 3 Fripoliser og kapitalkrav

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2012-3/id668872/>

NOU 2013:3 Pensjonslovene og folketrygdreformen III

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2013-3/id711626/>

NOU 2016: 20 Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2016-20/id2516269/>

NOU 2018: 5 Kapital i omstillingens tid — Næringslivets tilgang til kapital

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2018-5/id2590735/>

Aktuar1 på oppdrag fra Forbrukerrådet: Modell for beregning av verdi av rentegaranti i pensjonsordninger

<https://fil.forbrukerradet.no/wp-content/uploads/2018/05/rapport-aktuar1-modell-for-beregning-av-verdi-av-rentegaranti-i-pensjonsordninger.pdf>

FAFO-rapport 2018: 13 Ikke som forventet – fripoliseproblemet i det norske pensjonssystemet

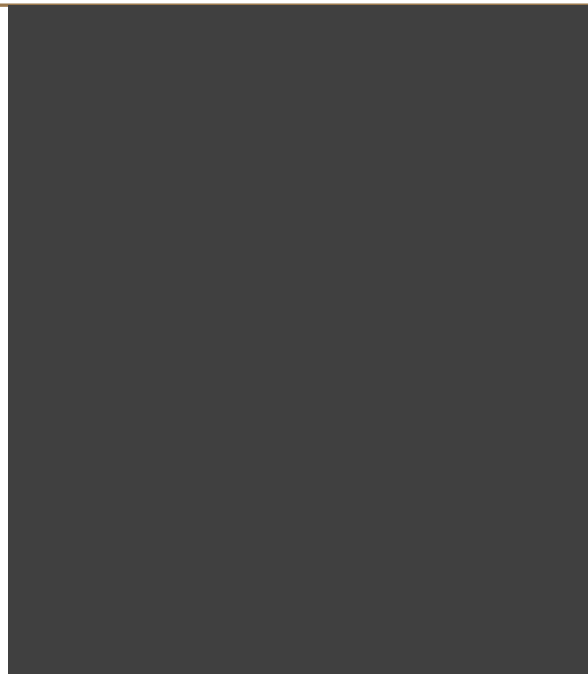
<https://fafo.no/index.php/zoo-publikasjoner/fafo-rapporter/item/ikke-som-forventet>

Finanstilsynets brev til Finansdepartementet 8. mars 2011

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2018-5/id2590735/>

Vedlegg II – Notat fra Storebrand

Storebrands notat «Hvordan bedre forvaltning av fripoliser – En analyse av effekten av endrede virksomhetsregler» følger fra neste side.



Hvordan bedre forvaltning av fripoliser

En analyse av effekten av
endrede virksomhetsregler



Innhold

1	Sammendrag	1-2
2	Bakgrunn og premiss	2-4
2.1	Hva er til fordel for kunden	2-4
2.2	Hva er leverandørens incentiv	2-5
3	Beskrivelse av endringer som er vurdert	3-7
3.1	Endring 1: Behovsprøvd TA-bygging	3-8
3.2	Endring 2: Tillate fleksibel bruk av tilleggsavsetning	3-8
3.3	Endring 3: Adgang til bruk av lånt egenkapital	3-9
3.4	Endring 4: Tilbakeholde lånt egenkapital ved flytt	3-9
4	Resultater	4-11
4.1	Generell modell	4-11
4.2	Utvidet analyse for fripoliser med lav risikokapasitet	4-13
4.3	Konklusjon	4-16
5	Sentrale antagelser	5-17
5.1	Benytte egen Economic Scenario Generator (ESG)	5-17
5.2	Forenklet rebalanseringsstrategi	5-20
5.3	Flytteantagelser	5-20
5.4	Beregning av kapitalkostnad	5-21

1 Sammendrag

Storebrand har med innspill fra Finans Norge simulert effekten av mulige endringer i virksomhetsreglene for garanterte pensjonsprodukter. Disse endringene vil etter vår vurdering være til klar fordel for både kunder og leverandører.

For fripoliseinnehaverne vil det mest optimale være å øke aksjeandelen, uten endringer i regelverket. Dette alternativet er hverken mulig eller forsvarlig for leverandører på grunn av den økte risiko dette innebærer for soliditet og finansresultat. En forutsetning for økt aksjeandel og pensjon til fripolisekundene er derfor at regelverket må gi leverandørene incentiv og anledning til å øke aksjeandelen, uten at risikoen økes til et uakseptabelt nivå.

Økt fleksibilitet når det gjelder bygging og bruk av buffere, samt adgang til å benytte lånt egenkapital vil muliggjøre mer langsiktig forvaltning og incentivere leverandører til å heve forventet avkastning i porteføljen. Analysen i herværende notat legger til grunn at leverandørene ønsker å maksimere sin lønnsomhet, målt ved nåverdi av finansresultat etter kapitalkostnad. **Kapittel 2** gir en kvalitativ vurdering av grunnleggende premisser.

Analysen søker å kvantifisere effekten av potensielle endringer i virksomhetsreglene. Antall mulige endringer er stort, og det er av kapasitetshensyn vanskelig å vurdere alle alternativer på kort tid. Analysen er derfor begrenset i omfang. **Kapittel 3** gir en overordnet beskrivelse av tiltak som er vurdert.

Fripoliser er ikke en homogen kundegruppe. Det er stor variasjon mellom avtalene når det gjelder garantinivå, buffernivå og tidshorison. Endringer i virksomhetsregler vil ikke påvirke alle kunder i like stor grad. De vurderte endringene vil, med dagens rentenivå, gi grunnlag for å heve aksjeandelen med 2 – 15 %-poeng, avhengig av kundens alder, garanti og buffernivå. En slik økning av aksjeandel vil i forventning medføre 2-20 % økning i utbetalt pensjon over tid¹.

For kunder som allerede har pensjon under utbetaling vil ikke aksjeandelene i snitt stige mye, men vi forventer at denne kundegruppen likevel som følge av fleksibilitet i bygging av buffere vil oppleve hyppigere og større oppreguleringer² istedenfor bygging av buffer. Dette ansees som en klar fordel for kunden fordi det sikrer høyere utbetaling i nær fremtid, samtidig som risikoen for å avgi dødelighetsarv reduseres.

Økt fleksibilitet i bruk av tilleggsavsetninger (TA) og adgang til lånt egenkapital vil redusere kortsiktig risiko for leverandør. En konsekvens er at potensiale for overskuddsdeling gjør det lønnsomt for selskapene å øke aksjeandelen. Kunden vil på sin side få en høyere forventet pensjon mot å akseptere noe mer svingning i bufferne. Analysen viser at sannsynligheten for økt pensjon er over 75 %³. Nedsiderisikoen øker i de verste scenariene, men er likevel begrenset fordi ytelsene er garanterte. Forholdet mellom sannsynligheten for økt pensjon og nedsiderisiko gir, på grunn av at ytelsen er fullt ut garantert, således en klar fordel for kunden. **Kapittel 4** oppsummerer resultatene.

Den interdepartementale arbeidsgruppen har fremhevet at regelverket bør legge til rette for et velfungerende flyttemarked. Endringer som gjør fripoliseproduktet mer lønnsomt for selskapene vil, alt annet like, bidra til dette.

Simuleringene er basert på en rekke forutsetninger, og gir kun et teoretisk svar på konsekvensene av ulike virksomhetsregler. Ulike leverandører kan agere ulikt basert på ulike kapitalmodeller og forretningsstrategier. **Kapittel 5** gir en kort beskrivelse av antagelser.

¹ Her definert som forventet utbetaling frem til 87 år.

² Oppregulering antas å skje med grunnlagsrente på 0,5 %

³ Sannsynligheten beror på at leverandører øker aksjeandelen.

2 Bakgrunn og premiss

Finansdepartementet har nedsatt en arbeidsgruppe for å vurdere regler for tildeling av overskudd og buffere for garantert pensjonssparing i Norge (virksomhetsreglene). Målsetningen er å vurdere om det finnes regelverksendringer som gir kundene betydelig økte avkastningsmuligheter innenfor en moderat risikoøkning.

Finansnæringen mener innføringen av nytt europeisk solvensregelverk (Solvens II) forsterker behovet for endringer i virksomhetsreglene for livsforsikring. Under Solvens II er det innført kapitalkrav på risiko for hele investeringshorisonten til kunden, og for at selskapene skal innrette forvaltningsstrategien slik at det gir høyest mulig forventet avkastning for kundene, må det være en bedre symmetri mellom selskapenes mulighet til fortjeneste og tap enn i dagens regelverk.

2.1 Hva er til fordel for kunden

I følge mandatet skal arbeidsgruppen vurdere om det er mulig å gjøre endringer i virksomhetsreglene som «*klart er til kundenes fordel*».

Arbeidsgruppen skriver: "*Hvordan en optimal portefølje ser ut avhenger for det første av om man har innrettet seg slik at det ikke er mulig å få høyere forventet avkastning uten å øke risikoen, eller at det ikke er mulig å redusere risikoen uten å redusere forventet avkastning. Derrest er det et spørsmål om valget av risikoprofil er i samsvar med risikopreferansen hos den som til slutt bærer risikoen.*"

Definisjonen av optimal risiko avhenger av investeringshorisont. På den ene siden kan risiko uttrykkes som utfallsrom for flytteverdi neste år. På den andre siden kan risiko uttrykkes som utfallsrom for utbetalt pensjon. De to ytterpunktene vil gi ulik "optimal portefølje". I dag optimeres allokering ut ifra et kort perspektiv som følge av blant annet gjeldende virksomhetsreglers krav om årlig og endelig tildeling av avkastningsoverskudd. Det innebærer at forvaltningen i stor grad optimeres for flytteverdi neste år.

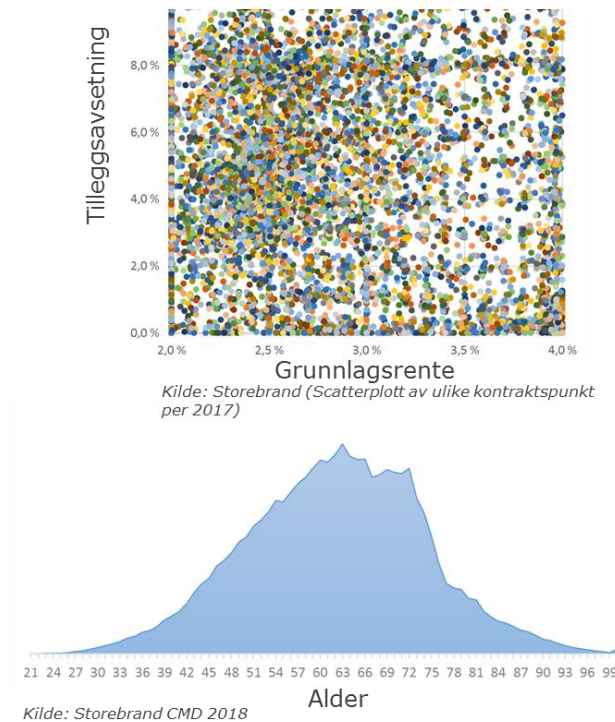
En forutsetning for å oppnå høyere avkastning over tid er evnen til å tåle kortsiktige svingninger i markedet. I analysen legges det til grunn at det primære målet med pensjonssparing er kjøpekraft som pensjonist.

Garanterte pensjonsprodukter er bundet kapital som kun kan benyttes til pensjon. Dette er i motsetning til annen sparekapital ("frie midler") som kunden måtte ha. I den grad kunden skal optimalisere sin totale portefølje, antas det at risiko i bundet og garantert kapital er å foretrekke fremfor risiko i frie midler uten garanti, som også skal fungere som likviditetsbuffer i privatøkonomien. Alternativ kost er således lav for kunden.

Historisk har det vært en klar fordel å være investert i realaktiva som aksjer og eiendom, samtidig som teori indikerer at økt risiko gir større utfallsrom over tid⁴. En sentral vurdering er om økt nedsiderisiko for kunden kan forsvares. Tradisjonell finansiell teori definerer porteføljen med høyest risikojustert avkastning som strengt bedre enn alternativene dersom kunden har anledning til å tilpasse øvrig risiko. Med bakgrunn i investeringshorisont og alternativ kost av kapitalen legges det derfor til grunn at bedring av risikojustert pensjonsutbetaling vil være til klar fordel for kunden. Dette innebærer at en løsning som gir økt nedsiderisiko allikevel kan være til klar fordel for kunden.

⁴ Historisk avkastning og diskusjon rundt utfallsrom er godt dekket i NOU2016:20.

Figur 1 Sammensetning av fripolisebestanden



Fripoliser er ikke en homogen gruppe med kunder. Alder, garanti og buffernivå varierer betydelig. Kunder med høy grunnlagsrente har i utgangspunktet lavere risikokapasitet, men kan ha betydelig tilleggsavsetninger som delvis veier opp for høyere grunnlagsrente.

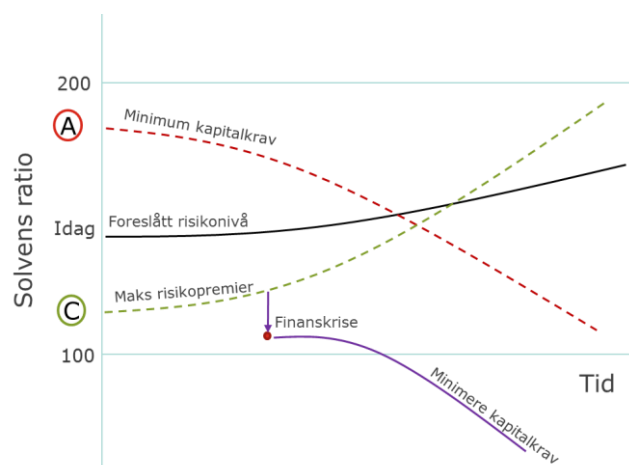
Figur 1 illustrerer spredningen mellom kunder i Storebrands portefølje. Også aldersspredningen er betydelig, med store deler av kapitalen i et aldersspenn på 40 – 80 år. Det er derfor stor forskjell på investeringshorisonten og risikokapasiteten mellom kunder.

Det er ikke mulig å definere én optimal portefølje for alle kunder, og optimal portefølje for den enkelte kunden vil variere over tid. Pensjonister har for eksempel kortere investeringshorisont, og optimal aksjeandel kan være lavere enn for yngre kunder. For pensjonister vil oppregulering av ytelse kunne fremstå som mer attraktivt enn bufferbygging fordi det reduserer utfallsrommet for pensjonsutbetalingene og sikrer mer utbetaling tidligere.

Økt lønnsomhet for leverandørene er til fordel for kundene. Endringer i virksomhetsregler som gir bedre lønnsomhet vil også fremme konkurranse. Analysen legger til grunn at leverandører vurderer lønnsomhet av et kundeforhold over tid⁵.

2.2 Hva er leverandørenes incentiv

Det er viktig å beskrive rasjonale bak leverandørenes allokeringstilpasninger.



Figur 2 illustrerer hvordan risiko i forvaltningen over tid kan påvirke solvensgraden. Høy risiko (C, grønn linje) vil gi lav solvensgrad på dag 1, men vil i forventning medføre høyere avkastning og sterkere vekst i solvensgraden. Ulempen med for høy risiko er at en finanskriser vil medføre at leverandører blir påført store kortsiktige tap og dermed tvunget til å redusere risiko.

Det andre ytterpunktet, Minimum risiko (A, rød linje), vil gi betydelig høyere solvensgrad på dag 1, men vil i forventning ikke produsere nok avkastning til å møte kundenes garanti på dagens rentenivå. Solvensgraden vil over tid falle ettersom buffere blir brukt opp. Over tid vil en slik

strategi med svært høy sannsynlighet medføre tap for leverandøren.

Leverandører må således finne balansen mellom risiko for å bli påført store tap ved et brått markedsfall og muligheten for å generere kapital. Leverandørene vil i denne forbindelse vurdere følgende:

⁵ En parallell kan trekkes til andre markeder, som innskuddspensjon eller markedet for boliglån. Der vurderes kundens lønnsomhet ut ifra nåverdien av inntekt og kostnad over tid.

1. Lønnsomhet. Med dette menes nåverdien av resultat for en gitt allokering, inkludert kapitalkostnad
2. Nedsiderisiko. Med dette menes kortsiktig risiko for finansresultatet.
3. Risikostyrbarhet. Med dette menes evnen til å justere risiko over tid.

I analysen har vi lagt til grunn et totalavkastningskrav (WACC) på 7 %. Ulike leverandører vil ha ulike avkastningskrav i vurdering av lønnsomhet. En stor kapitalbase kan isolert sett ha lavere lønnsomhetskrav enn virksomheten for øvrig. Bestanden av fripoliser er ventet å nå en samlet forvaltningskapital på nærmere 500 milliarder NOK. Det er godt dokumentert at så store kapitalbaser har betydelig alternativ verdi for leverandører i form av kunderelasjoner, skala (kostnadsfordeling av forvaltning) og omdømme/goodwill. Med tanke på markedets størrelse og alternativ verdi anses derfor denne antagelsen som konservativ.

Lønnsomhet beregnes med forventet avkastning og utvikling i kapitalkrav i perioden. I et solvensperspektiv oppnås lønnsomhet dersom bidraget til Own Funds⁶ fra kunden er positivt. I virkelig verden er dette en feilaktig representasjon av lønnsomhet. For det første er det naturlig å forvente en avkastning over risikofri rente (som er den renten som benyttes i Solvens II). I tillegg er ikke kapitalkravet konstant over tid, og avhengig av blant annet alderssammensetning, buffernivå, garanti og rentenivå.

Flytteantagelser vil påvirke vurdering av både lønnsomhet, nedside og risikostyrbarhet. Fra et lønnsomhetsperspektiv kan flytteantagelser påvirke beregningshorisont. Dersom flytterisikoen er håndterbar vil det være mest naturlig for leverandøren å beregne lønnsomheten av kundeforholdet frem til forventet levealder, selv om resultatet fra individuelle kontrakter kan påvirkes av flytt. Historisk har flytt vært begrenset til noen få prosent av bestanden. Analysen legger til grunn at lønnsomheten baseres på hele kundeforholdet, men inkluderer flytterisiko som definert under Solvens II (se kapittel 5).

Flytterisiko, definert som forventet tap som følge av at kunden flytter⁷, kan påvirke selskapenes nedsiderisiko. Flytterisikoen er svært lav med dagens virksomhetsregler. Det samme vil gjelde ved en løsning hvor kunden ikke får med seg lånt egenkapital ved flytt, som beskrevet i kapittel 3.3 og 3.4. Effekten av eventuelle mellomløsninger er vanskelig å anslå. Analysen legger til grunn at leverandører enten vil forsikre seg mot økt flytterisiko eller redusere sannsynligheten for tap gjennom lavere aksjeandel eller strammere risikostyring. Det presiseres imidlertid at det ikke er gjort en analyse av flytterisiko isolert sett, og at andre antagelser vil kunne påvirke resultatet signifikant.

Endringer i virksomhetsreglene vil øke risikostyrbarheten i forvaltningen betydelig. Mer fleksibel tilleggsavsetning og anledning til lånt egenkapital (se kapittel 3), vil øke risikostyringshorisonten og muliggjøre en betydelig bedre balanse mellom risikostyring av renterisiko og risiko fra aksjer og eiendom.

⁶ Own Funds er summen av egenkapital som leverandør har i dag og nåverdien av fremtidige inntekter. Produktenes bidrag til Own Funds er således nåverdien av fremtidig inntekt.

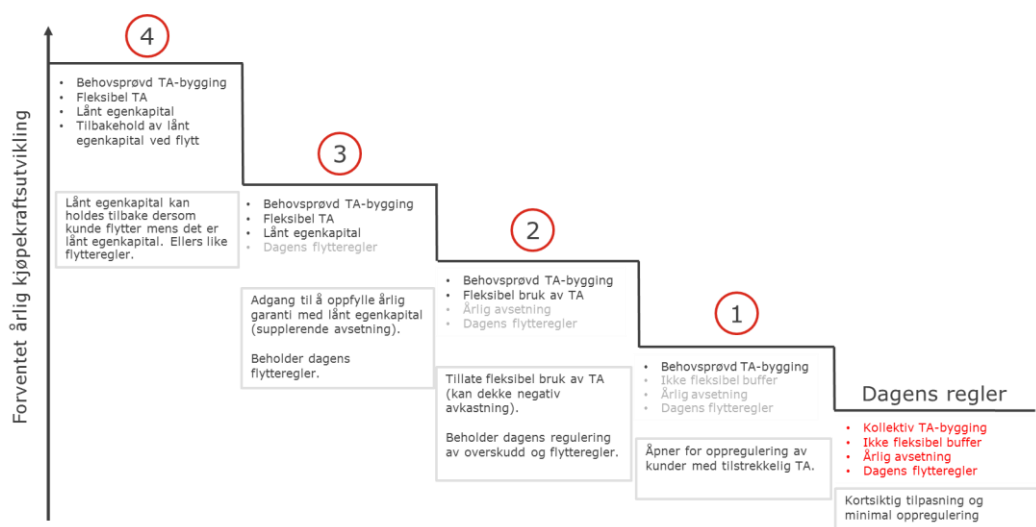
⁷ Vurderingen vil være tilsvarende som ved for eksempel lån, hvor forventet tap (Expected Loss, EL) er definert som $EL = PD * LGD$.

3 Beskrivelse av endringer som er vurdert

Det er fokusert på endringer innenfor rammen av mandatet for selve utredningen, som enkelt vil kunne implementeres av selskapene, og som vil ha liten innvirkning på regnskapsføring og administrasjon av kontraktene. Analysen er av kapasitetshensyn avgrenset til fripoliser i denne omgang, men resultatene antas å være representative for Individualprodukter og retningsgivende for aktive ytelsesordninger. Det er imidlertid enkelte forskjeller på inntektsmodell⁸ og disponering av overskudd⁹ som kan gi andre resultater.

Figur 1 viser endringer som er simulert. Dagens regler vil i forventning medføre avkastning nær garantien, og lite oppregulering av pensjonen med mindre rentene stiger betydelig fra dagens nivå. Gitt en antagelse om 2 prosent inflasjon og at ytelsen ikke reguleres opp, så innebærer det at kjøpekraften til ytelsen faller med om lag 2 prosent per år.

Figur 2 Viktigste forslag til endring av virksomhetsregler



Målsetningene til hvert steg er å innføre en endring av virksomhetsreglene som vil være til fordel for både kunde og leverandør. Tabellen under oppsummerer målsetningen til de ulike endringene.

Tabell 1 Målsetning for endring av virksomhetsregler

Endring	Primære Målgruppe	Løser	Løser ikke
1 Behovsprøvd bygging av TA	Pensjonister (10 % av forpliktelsen)	Manglende oppregulering for pensjonister og evne til å bygge mer buffer når det er lenge til pensjon.	Manglende risikokapasitet og høy kapitalkostnad de neste årene
2 Fleksibel tilleggsavsetning	Kunder med lav garanti (20 % av forpliktelsen)	Manglende risikokapasitet for kunder med høy buffer i forhold til garanti. Inkluderer typiske FMI kandidater.	Manglende risikokapasitet for kunder som er lavt reservert ift markedsverdi av forpliktelse under Solvens II
3 Lånt egenkapital	Kunder med middels/høy garanti(50 – 60 % av forpliktelsen)	Manglende risikokapasitet for kunder med lengre investeringshorisont der kortsiktig renterisiko opptar for mye av risikobudsjett. Inkluderer majoriteten av forpliktelsen.	Flytterisiko for leverandør
4 Endrede flytteregler	Aktive kunder og leverandør.(50 – 60 % av forpliktelsen)	Flyttearbitrasje. Risikoen for at aktive kunder kan spekulere i flytt etter betydelige markedsfall.	Markedsbegrensninger (fortsett lite lange obligasjoner)

⁸ Ytelsespensjon har årlig prising av rentegaranti med mulighet for å endre prisen. Inntektene fra ytelsespensjon er ikke avhengig av avkastningen, mens fripoliser har overskuddsdeling som er basert på avkastning over garantien.

⁹ Overskudd i fripoliser deles mellom fripoliseinnehaveren og leverandør. Overskudd i ytelsespensjon deles mellom kunden (som er en bedrift) og innehaveren av ytelsen (som er en person).

3.1 Endring 1: Behovsprøvd TA-bygging

Fra den interdepartementale arbeidsgruppen: *Tilleggsavsetninger er kundefordelte avkastningsbuffer. Både adgangen til avsetning til og bruksområdet for tilleggsavsetninger kan tenkes endret.*

- 1. For det første kan man øke rammen for hvor mye av overskuddet i et enkelt år som kan settes av til tilleggsavsetninger og for hvor store tilleggsavsetningene kan bli.*
- 2. Slike grenser kan ev. suppleres med en plikt til å bygge avsetninger inntil et visst nivå for å bidra til at det bygges avkastningsbuffer i gode år og eventuelt også en plikt til å tildele avkastning med endelig virkning når tilleggsavsetningene når en ny terskel.*
- 3. En kan også tenke seg økt adgang til fleksibel oppbygging av tilleggsavsetninger. I dag er hovedregelen at avsetningen til tilleggsavsetninger fastsettes med samme prosentsats for alle kontrakter i kollektivporteføljen.*

Vi støtter alle punktene over. Vi har analysert virkningen av punkt 3, fleksibel bygging av tilleggsavsetning. Verdien av punkt 3 vil øke dersom grensen for maksimal tilleggsavsetning øker (punkt 1). Nedre grenser for tilleggsavsetning (punkt 2) er vanskelig å vurdere fordi behovet for tilleggsavsetning vil variere med garantinivå, alder og rentenivå. En mulig minimumsgrense kan imidlertid være ett års rentegaranti.

Dagens regler for bygging av tilleggsavsetning er ikke til alle kundenes fordel, fordi de ulike kunder er i ulike livsfaser og har ulik garanti. Optimalt buffernivå kan variere betydelig mellom kunder og det er sub-optimalt at bruk og eierskap av tilleggsavsetning er individuelt, mens krav til bygging er kollektivt.

Effekten av å kunne bygge tilleggsavsetning etter behov vil ha liten umiddelbar effekt på risikokapasiteten (det blir ikke mer buffer på dag 1). Det vil imidlertid gi anledning til umiddelbar oppregulering for enkelte kunder. Mange av våre kunder, spesielt pensjonister, har ikke behov for mer tilleggsavsetninger. Disse kundene ville blitt oppregulert allerede i 2017 dersom vi hadde hatt muligheten til å bygge buffer hos andre kunder som trenger det uten også å måtte bygge buffer for disse. For kunder med behov for mer buffer i dag vil leverandørene ha anledning til å styrke risikokapasiteten over tid.

3.1.1 Implementering

Endringen medfører at man ikke lenger må bygge til et gitt målsatt nivå på tilleggsavsetning for alle kunder. Dagens regler er modellert som en statisk strategi, der tilleggsavsetning må bygges inntil alle har et fast nivå uavhengig av alder eller garanti og hvor kunder med over 12 % tilleggsavsetning automatisk oppreguleres.

For å implementere fleksibel bygging av tilleggsavsetning er modellen justert. Istedenfor en statisk strategi bygges buffer avhengig av om aktiva er høyere eller lavere enn antatt markedsverdi av forpliktelsen. For eldre kunder med kort diskonteringshorisont blir derfor bufferbehovet mindre når rentene er lave. Ved høye renter blir også bufferbehovet mindre og oppregulering skjer hyppigere.

3.2 Endring 2: Tillate fleksibel bruk av tilleggsavsetning

Et paradoks med dagens virksomhetsregler at jo lavere garanti man har, desto mindre buffer kan benyttes til å dekke manglende avkastning. En stor andel av dagens fripoliser har lav garanti og god buffer, jfr. figur 1. I dag er kostnaden av å utnytte denne risikokapasiteten uforholdsmessig høy fordi tilleggsavsetninger ikke kan dekke en negativ avkastning. Dette går spesielt ut over kunder med lav garanti fordi leverandøren ikke kan benytte mer enn for eksempel 2 % av tilleggsavsetningene på 1 år.

Tilleggsavsetninger (TA) er en viktig buffer i både finansregnskapet og i solvensregnskapet. TA har en verdi som risikoabsorberende på både kort og lang sikt. På kort sikt fungerer bufferen som risikoabsorberende for normale markedssvingninger. På lang sikt fungerer bufferen mot manglende avkastning for lave renter.

3.2.1 Implementering

Fleksibel bruk av tilleggsavsetninger er modellert gjennom å fjerne restriksjonen på bruk av tilleggsavsetning ved bokført avkastning under null. Det er ikke gjort andre tilpasninger i modellen. Det innebærer at selskapet alltid vil søke å oppnå bokført avkastning lik garanti før bruk av tilleggsavsetning, inkludert realisere kursreserver dersom det er tilgjengelig.

Det er heller ikke gjort endringer i risikostyring i simuleringmodellen. Det innebærer at allokeringen fortsatt rebalanseres årlig til målsatt allokering¹⁰, og Hold-til-forfall oppløses ikke etter ulike markedsstress. Dette er i tråd med dagens modellering¹¹.

3.3 Endring 3: Adgang til bruk av lånt egenkapital

Endringen innebærer at det åpnes for at leverandører ved bokført avkastning under garanti kan sette av egenkapital som senere kan hentes tilbake ved et eventuelt overskudd (avkastning over garantien). Det legges til grunn at beregning av premiereserver ikke endres, og at regler for bruk av tilleggsavsetning er fleksible (Endring 2).

I dag er det krav om at vi må tilføre egenkapital med endelig virkning dersom avkastningen et år blir negativ. Dette gjør at leverandører har svært lav risiko i bokført resultat, men også en høy kapitalkostnad under Solvens II. I praksis gir dette en jevnere, men lavere bokført avkastning over tid fordi leverandørene tvinges til å ha lavere risiko enn hva vi anbefaler for tilsvarende kunder i andre produkter.

Gitt at punkt 1 og 2 forbedres, vil det fortsatt være over 50 % av kundene som ikke vil oppleve en tydelig forbedret situasjon. Om lag 30 % av beholdningen vår har en middels god risikokapasitet fordi garantien i hovedsak kan dekkes i markedet, men det låser inn muligheten for ytterligere investeringer i for eksempel aksjer. Muligheten til å benytte lånt egenkapital innebærer *at leverandører både kan redusere sin risiko og øke andelen realaktiva*.

3.3.1 Implementering

Vi har innført en størrelse som kalles "supplerende reserve" (SR), som beregnes for hver kontrakt hvert år. Når investeringsresultatet for kontrakten er negativt, økes SR med et beløp som er like stort som underskuddet. Omvendt vil et positivt investeringsresultat på kontrakten først redusere SR, før det bygges TA eller tas overskuddsdeling.

Når kunden når pensjonsalderen, tas SR på kontrakten som et tap over utbetalingsperioden. Faktoren for å fordele tapet til hvert år er utbetalt pensjon gjennom året / reserve i begynnelsen av året. I dette steget av analysen regnes flytt av en kontrakt med SR som et tap på flyttetidspunktet.

3.4 Endring 4: Tilbakeholde lånt egenkapital ved flytt

Forslaget til endring innebærer at eventuell lånt egenkapital ikke medfølger ved flytting. Dette er ikke det samme som at kunden flytter til markedsverdi. Det kan f. eks. være underverdier i anleggsobligasjoner som kunden slipper å realisere. Endringen vil således ikke fjerne all risiko for flyttearbitrasje for leverandørene.

Formålet med å kunne holde tilbake lånt egenkapital er å redusere risikoen for arbitrasjemotivert flytting. Dette henger sammen med punkt 3 og er helt sentralt for å legge til rette for et velfungerende flyttemarked.

Den interdepartementale arbeidsgruppen skriver: *Flytting som gjennomføres fordi selve flyttingen utløser gevinster som en ikke ville fått dersom en hadde blitt værende hos pensjonsleverandøren, kalles arbitrasjemotivert flytting. I flytteregelveverket har det vært et viktig hensyn å motvirke slik flytting, både av hensyn til likebehandling med gjenværende kunder og av hensyn til soliditeten hos pensjonsleverandøren det flyttes fra. På den annen side vil regler som i større grad åpner for at pensjonsleverandøren kan holde tilbake bufferfond ved flytting, bidra til at det blir mindre attraktivt å flytte (innelåsingseffekt).*

¹⁰ Målsatt allokering i modellen kan enten være en konstant allokering eller en funksjon av alder. I simuleringene har vi benyttet målsatt allokering som en funksjon av alder for å følge en livssyklus modell (benyttes ofte innen innskuddspensjon).

¹¹ Det kan argumenteres at i virkeligheten vil leverandører benytte CPPI-strategi og oppløse Hold-til-forfall ved behov. I virkeligheten vil leverandører kunne ha en høyere risikokapasitet for kortsiktige markedsstress enn implementert her. For dette formålet (å vise effekt på kundens pensjon) tror vi imidlertid at effekten over lang tid er begrenset, og at simuleringene fortsatt vil gi en forventningsrett verdi, om enn litt konservativ.

Det antas at flytteregler vil påvirke aksjeandelen *a priori*. Risikoen for arbitrasjemotivert flytt er reell for samtlige kunder, men i særlig grad for kunder med lav grunnlagsrente og lang investeringshorisont. Etter vår vurdering vil selskapene ha betydelig flytterisiko (definert som sannsynlighet for tap som følge av flytting) knyttet til ytelseskundene og om lag 20-30 % av fripolisekundene dersom lånt egenkapital medfølger ved flytting.

Det er høy korrelasjon mellom kunder som har risikokapasitet og kunder med risiko for arbitrasjemotivert flytting. Slike kunder kan tenkes å bidra positivt til lønnsomhet og solvensmargin også etter et markedsfall. Leverandører vil derfor ha incentiv til å ta imot slike kunder, samtidig som kunder har et incentiv til å flytte fra eksisterende leverandør for å realisere lånt egenkapital med endelig virkning. Avgivende leverandør vil dermed risikere å tape lånt egenkapital i et scenario hvor for eksempel rentene stiger brått eller at aksjemarkedet faller brått. Det antas også at rådgivere og media vil ha stort fokus på flytting i slike scenarier.

Etter vår mening må juridiske flytterettigheter sees i sammenheng med reelle flyttemuligheter og verdien av mer langsiktig forvaltning. Utformingen av flytteregler har betydning for selskapenes evne å ta risiko og dermed også fremtidige pensjoner. Muligheten til å kunne oppfylle årlig garanti med lånt egenkapital vil være et viktig bidrag til økt risikokapasitet for 50-60 % av fripoliseporteføljen. Dersom lånt egenkapital følger med ved flytting, vil effekten av tiltaket svekkes betydelig.

Vi oppfordrer derfor arbeidsgruppen til å vurdere et regelverk som åpner for å kunne holde tilbake lånt egenkapital ved flytting.

Arbeidsgruppen skriver videre: *Etter arbeidsgruppens vurdering vil flytting til såkalt markedsverdi svekke kundens flytterettigheter sammenlignet med dagens system. Et alternativ kan være at det avtales mellom kunde og selskap at kunden ikke flytter f.eks. de neste fem årene mot at lånt egenkapital tildeles med endelig virkning ved utløpet av denne perioden.*

Som arbeidsgruppen påpeker, finnes det mellomløsninger som kan balansere ulike hensyn. Det er imidlertid vanskelig å se for seg hvordan den løsningen som skisseres her skal kunne fungere i praksis. Det er lite trolig at man vil kunne avtale en tilbakebetalingsperiode for lånt egenkapital etter at tapet har oppstått. Kunden vil i en slik situasjon ha et sterkt incentiv til å flytte med en gang for å slik få tilført lånt egenkapital med endelig virkning med en gang, i stedet for å avtale en 5-års periode for tilbakebetaling.

Et mer realistisk alternativ er etter vår vurdering å innføre en begrensning på hvor mye lånt egenkapital leverandøren kan holde tilbake ved flytting.

For eksempel kan leverandørene ha krav på å tilbakeholde lånt egenkapital inntil 10 % av premiereserven ved flytt. Ved et normalt rentenivå (4 %) vil dette tilsvare noen år med forventet overskudd for en kunde med normal risikokapasitet. For kunder som vurderer å flytte som følge av lav aksjeallokering eller høye kostnader vil beløpet kunne hentes inn relativt raskt. Samtidig kan det holdes tilbake nok til at leverandører vil anse flytterisikoen som lav og gi kunden en mer langsiktig forvaltning. 10 % er et eksempel. Andre satser kan også vurderes.

I simuleringene er det gjort forsøk på å finne likevektsnivå for lønnsomhet med ulike flytteregler og antagelser. Det presiseres at det ikke er gjort en analyse av hvor stort flyttemarkedet i realiteten vil bli. Det er særdeles vanskelig å anslå hva som vil bli oppfattet som stor flytterisiko, men det antas at selv en lav/moderat flytterisiko vil ansees som signifikant og påvirke risikotagning i betydelig grad.

3.4.1 Implementering

Endringen i regelverket er implementert likt som endring 3, med unntak av en flyttesituasjon. Det er ved flytt antatt at lånt egenkapital tilbakeføres til selskapet. Dette gjøres ved å sette posten "supplerende avsetning" (SP) til null.

Analysen endrer ikke dynamikken knyttet til flytt (se kapittel 5), men det beskrives ulike konsekvenser av likevekts løsning for aksjeandel med ulike nivå på flytt.

4 Resultater

Analysen av endrede virksomhetsregler er gjennomført med to ulike simuleringmodeller. En simulering med generell resultatmodell og en simulering med full implementasjon av Solvens II som fokuserer på de mest utfordrende fripolisene.

Resultatene er avhengig av antagelser som er gjort. Rentenivå, risikopremier og detaljer i implementasjon vil kunne påvirke resultatet. I tillegg vil ulike leverandører kunne tilpasse seg ulikt basert på kapital situasjon, ulike kapitalmodeller og ulike preferanser.

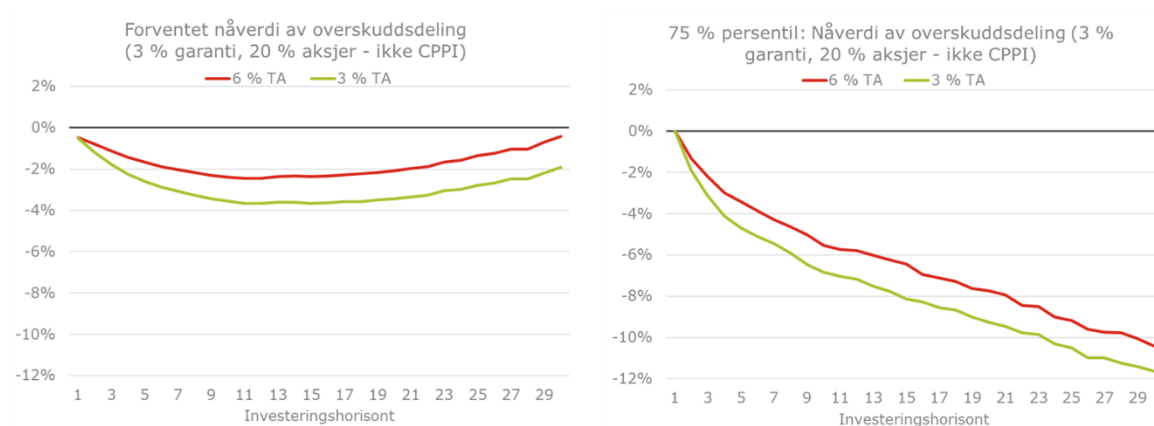
4.1 Generell modell

I dette kapitlet gjennomgås resultatene fra simulering med en generell resultatmodell. Denne er ikke selskaps-spesifikk og gir et derfor godt bilde av effekten av virksomhetsregler for de fleste fripoliser. Ulempen er at den ikke inkluderer endringer i kapitalkrav fra Solvens II.

Utgangspunktet for analysen er dagens virksomhetsregler. Figur 3 illustrerer nåverdien for leverandør av å tilby 20 % aksjer for ulike investeringshorisonter¹². Analysen er basert på 1000 simuleringer hvor rentene er forventet å stige (se vedlegg for nærmere beskrivelse av sentrale antagelser). Analysen inkluderer ikke risikostyring, som CPPI strategier¹³.

Røde linjer viser en kunde med 6 % tilleggsavsetning og grønne linjer viser en kunde med 3 % tilleggsavsetning. Figuren til venstre illustrerer at kundene har negativ nåverdi for leverandør (målt i % av premiereserven), selv før dekning av kapitalkostnad. Figuren til høyre viser at nedsiden er stor. For en leverandør med 100 mrd NOK i premiereserve i fripoliser og gjennomsnittlig investeringshorisont på 20 år vil det altså være en signifikant sannsynlighet for å tape mer enn 10 milliarder NOK dersom aksjeandelen skal holdes på 20 %¹⁴.

Figur 3 Forventet nåverdi (venstre) og 75 % persentil (høyre) av nåverdi for ulike investeringshorisonter. Antar 20 % aksjer, 3 % garanti og henholdsvis 3 % og 6 % tilleggsavsetning.



Den lave lønnsomheten og den enorme nedsiden av å tilby en målsatt aksjeandel på 20 % skyldes delvis virksomhetsreglene. Figur 4 viser effekten av endring i virksomhetsregler. Røde linjer viser nåverdien for ulike aksjeandeler med dagens virksomhetsregler (før kapitalkostnad for Solvens II). De andre linjene viser hvordan nåverdien vurderes med endring av virksomhetsreglene som beskrevet over.

¹² Investeringshorisont er nært knyttet til alder. For en 65-åring er gjennomsnittlig investeringshorisont om lag 20 år.

¹³ CPPI (Constant Proportion Portfolio Insurance) er en rebalanseringsstrategi for å justere aksjeandelen opp eller ned avhengig av avkastning. Ved lav avkastning justeres aksjeandelen (les: risikoen) ned for å redusere potensielt tap dersom markedet skulle falle videre. CPPI muliggjør høyere aksjeandel i utgangspunktet, men gir større variasjon i aksjeandelen over tid.

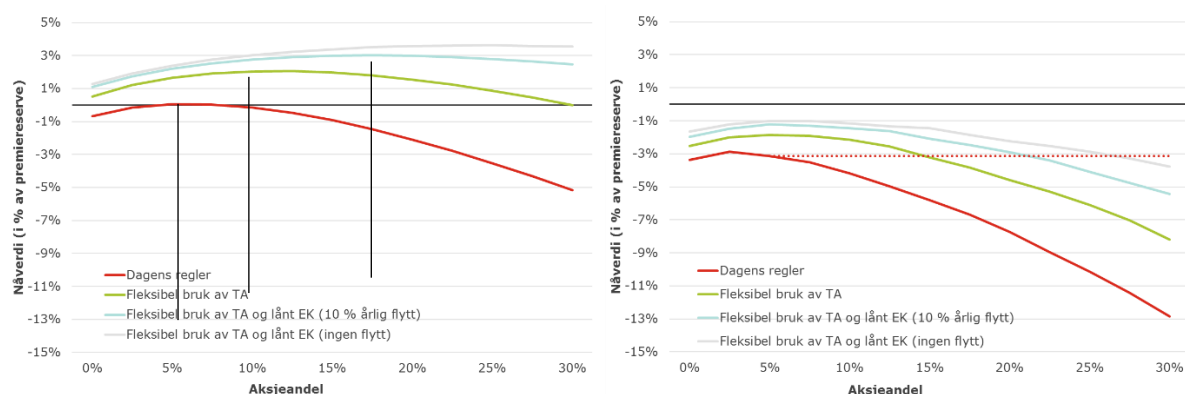
¹⁴ Allokeringen for øvrig er forenklet og består av 10 % eiendom, 50 % anleggsobligasjoner og resten i kreditt- og statsobligasjoner. Det er ikke antatt derivater i porteføljen (som for eksempel swap).

For en kunde med 20 års investeringshorisont, 3% garanti og TA på 3 %, vil den mest lønnsomme tilpasningen (høyeste nåverdi) være en aksjeandel på om lag 5-7 %. Dette stemmer godt overens med dagens allokering i fripoliser. Man kan også se av verdien på y-aksen at en slik kontrakt akkurat møter minimumskrav til lønnsomhet (nåverdien på 0 % betyr at avkastningskravet på 7 % akkurat er oppnådd).

Forskjellen mellom alternativene med ulik flytteverdi er beregnet ved at henholdsvis 0 % og 10 % av premiereserven gjennomfører arbitrasjemotivert flytting hvert år det er lånt egenkapital. En sammenhengende periode med lånt egenkapital vil således medføre at store deler av lånt egenkapital blir tildelt med endelig virkning.

Resultatene indikerer at fleksibel bygging og bruk av tilleggsavsetning (endring 2 & 3) vil gjøre det rasjonelt å doble aksjeandelen for denne kunden fra 5-7 % til 10-15 % (grønn linje). Dersom det i tillegg gis adgang til bruk av lånt egenkapital vil det være rasjonelt å øke aksjeandelen til 15-25 %, dersom man antar at arbitrasjemotivert flytting kan forekomme i moderat omfang (turkis linje). Dersom arbitrasjemotivert flytting blir ansett som en neglisjerbar risiko (grå linje) vil maksimal lønnsomhet oppnås men aksjeandel over 25 %.

Figur 4 Forventet nåverdi (venstre) og 75 %-persentilen av nåverdi (høyre). 20 års horisont for kontrakt med 3 % i garanti og 3 % tilleggsavsetning på dag 1. Benytter 7 % diskonteringsrente (WACC = 7 %).



Høyre del av Figur 4 viser nedsiderisikoen (75 % persentilen av nåverdi). I Solvens II må selskap holde kapital for å håndtere 99,5 % persentilen, men 75 % persentilen gir et forenklet bilde av leverandørenes nedside dersom man i tillegg antar at selskapene har anledning til å gjennomføre risikoreduserende tiltak som å realisere kursreserver, gjennomføre dynamisk risikostyring og oppløse Hold-til-Forfall i krisesituasjoner.

Nedsiderisikoen for leverandør i dag (rød linje) sammenlignes med nedsiderisiko dersom virksomhetsreglene endres. Fra figur 4 (høyre side) ser vi at leverandørenes nedside kan holdes lik som dagens (stiplet rød linje) til tross for økt aksjeandel. Dette indikerer at leverandørene har et reelt incentiv til å øke aksjeandelen og bedre lønnsomheten dersom virksomhetsreglene endres.

Fra fripoliseinnehaverens perspektiv er den beste løsningen å øke risikoen så mye som mulig uten endringer i virksomhetsreglene. Dette er åpenbart ikke en løsning som er tilgjengelig på grunn av nedsiderisikoen for leverandørene. Endring i virksomhetsreglene kan imidlertid gi en pareto-forbedring gjennom at både leverandør og kunde opplever høyere avkastning på sin kapital. Tabell 2 oppsummerer to eksempler på kunder med relativt god risikokapasitet, og som representerer 30-40 % av bestanden. Steg 1 og 2 er slått sammen fordi den kvantitative effekten av steg 1 er liten i eksemplene.

Tabell 2 Effekt av virksomhetsregler på forventet avkastning

	20 års horisont, 3 % garanti, 6 % tilleggsavsetning			30 års horisont, 3 % garanti, 6 % tilleggsavsetning		
	Aksjeandel	Forventet Reserve inkl buffer	Worst case reserve inkl buffer (75 % konfidens)	Aksjeandel	Forventet Reserve inkl buffer	Worst case reserve inkl buffer (75 % konfidens)
0. Dagens regler	5 %	100	83	8 %	100	72
2. Fleksibel bygging og bruk av TA	10 %	102 (+2 %)	84	13 %	103 (+3 %)	72

3. Fleksibel bygging og bruk av TA og lånt egenkapital (10 % årlig flytt)	15 %	106 (+ 6%)	86	18 %	109 (+9 %)	74
4. Fleksibel bygging og bruk av TA og lånt egenkapital (ingen flytt)	20 %	110 (+10 %)	88	25 %	119 (+19 %)	79
Dagens regler (men med maksimal aksjeandel)	20 %	114 (+14 %)	93	25 %	127 (+27 %)	86

Avhengig av investeringshorisont vil økt aksjeandel bidra til 10-20 prosent høyere forventet pensjon for kunder med god risikokapasitet. Til sammenligning viser nederste rad i tabellen at maksimal aksjeandel med dagens regler ville gitt kunden enda mer (14-27 % høyere reserve). Årsaken er at leverandør i svært stor grad ville båret tap knyttet til kortsiktig svingninger i aksjemarkedet. Dagens regelverk gir imidlertid ikke leverandørene incentiver til øke aksjeandelen.

Utfallsrommet for pensjonen øker med økt aksjeandel, men nedsiden er ikke signifikant høyere. I tabell 2 vises normalt utfallsrom gjennom 75 % - persentilen, men bildet er likt også for 95 % -persentilen. Årsaken ser ut til å være todelt. For det første er premiereserven garantert og eventuell lånt egenkapital må betales tilbake, enten ved flytt eller i slutten av beregningsperioden. For det andre gir høyere aksjeandel en høyere forventning, slik at summen av økt forventning og økt utfallsrom ikke gir signifikant økt nedside for kunden.

4.2 Utvidet analyse for fripoliser med lav risikokapasitet

Analysen over er generell i den forstand at den antar konstant kapitalkostnad. I dette kapittelet gjennomgås simuleringsresultater med full solvensmodell, hvor det er fokusert på fripoliser med lav risikokapasitet i den forstand at lønnsomheten er lav og kombinasjonen av buffer og garanti gir et utfordrende utgangspunkt for langsiktig forvaltning. Om lav 40 % av forvaltningskapitalen er i denne kategorien.

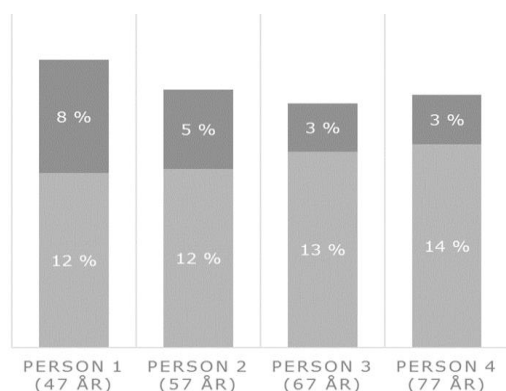
4.2.1 Utgangspunkt

I den utvidete analysen er det tatt utgangspunkt i 4 fiktive personer som representerer kunder som har relativt lav risikokapasitet. Fripolisebestanden består også av kunder med høyere risikokapasitet som vil oppleve større fordeler av endring i virksomhetsreglene. Det er imidlertid valgt å fokusere på lav/middels risikokapasitet for å fange opp delbestanden hvor det er høyest risiko for at endring i reglene kan være til ulempe for kunden.

Tabell 3 Beskrivelse av fiktive personer som er inkludert i simulering

	Person 1	Person 2	Person 3	Person 4
Alder	47 år	57 år	67 år	77 år
Garanti	2 %	3 %	4 %	4 %
TA	3 %	3 %	4 %	4 %
Kommentar	40 års investeringshorisont. Lav garanti, men har ikke rukket å bygge opp mye tilleggsavsetning enda.	30 års investeringshorisont. Middels garanti, men har ikke mye tilleggsavsetning.	20 års investeringshorisont. Høy garanti, og for lite tilleggsavsetning i forhold til gjenværende tid og garanti.	10 års investeringshorisont. Høy garanti, men middels tilleggsavsetning i forhold til tid og utbetalingstakt

Figur 5 startallokering for personene i simuleringen



Figur 5 viser aksjeandel og andel eiendom for de ulike personene. Alle simuleringene inkluderer faktiske investeringer i porteføljen med tilhørende markedsprising, kursreserver og kapitalkrav per Q1 2018. Porteføljene inneholder om lag 4000 verdipapirer som simuleres i tillegg til rentekurver.

Investeringer i anleggsobligasjoner inkluderer eventuelle oververdier og porteføljene inneholder derivater som i den faktiske porteføljen.

4.2.2 Resultater

For å finne optimal tilpasning er det definert ulike risikonivå med ulik aksjeandel og nedtrapping av risiko (se vedlegg for mer detaljer). Deretter er finansresultatet og kapitalkostnaden av allokeringen beregnet årlig neddiskontert. Optimal tilpasning er definert som det risikonivået med høyest gjennomsnittlig nåverdi for leverandør. Nåverdien er beregnet frem til kundens alder er 87 år. En kunde på 77 år har derfor en kortere horisont enn en kunde på 47 eller 57 år. Jo korter horisont, jo lavere blir naturligvis implikasjonen av endring i virksomhetsregler.

Tabell 4 oppsummerer optimal endring av aksjeandel som følge av endringer i virksomhetsreglene. Simuleringsmodellen benytter en enkel rebalanseringsstrategi. I virkeligheten er det mulig for leverandørene å bruke dynamisk risikostyring eller derivater som gir høyere eksponering til aksjemarkedet. Tabellen indikerer effekten av risikostyringsstrategier gjennom å vise et intervall for gjennomsnittlig aksjeandel, hvor øvre del av intervallet vil kreve en risikostyringsstrategi, mens nedre del av intervallet innebærer en enklere rebalanseringsstrategi.

Tabell 4 Gjennomsnittlig aksjeandel for testpersoner i simuleringene (gjennomsnitt over alle 1000 scenarioene og alle år)

Potensiell økning i aksjeandel som følge av endring i regelverk (dagens rentenivå) (øvre intervall viser aksjeandel med risikostyringsstrategi)	Behovsprøvd bygging av TA	Fleksibel bruk av TA	Lånt egenkapital (dagens flytteregler)	Lånt egenkapital (lånt egenkapital medfølger ikke)
47 åring (g = 2 % , TA = 3%)	+ 0 - 5 %	+ 5 - 10 %	+ 10 - 15 %	+ 15 - 20 %
57 åring (g = 3 % , TA = 3%)	+ 0 - 5 %	+ 5 - 10 %	+ 10 - 15 %	+ 15 - 20 %
67 åring (g = 4 % , TA = 3%)	+ 0 - 5 %	+ 3 - 5 %	+ 5 - 10 %	+ 5 - 10 %
77 åring (g = 4 % , TA = 3%)	+ 0 - 5 %	+ 0 - 5 %	+ 3 - 5 %	+ 3 - 5 %

Risikostyringsstrategier eller derivater vil i teorien ikke gi høyere forventet pensjon, men vil i praksis hindre leverandører å bli stoppet ut eller miste evnen til å ta risiko på vegne av kunden. I tillegg vil risikostyringsstrategier kunne redusere kapitalkostnaden og dermed øke lønnsomheten av å holde aksjer. Det er derfor sannsynlig at risikostyringsstrategier har en positiv effekt på forventet pensjon, selv om denne effekten ikke er inkludert i resultatene i denne analysen.

Tabell 5 oppsummerer forventet økning i årlig utbetalt pensjon, inkludert buffere. Med unntak av 77-åringen viser simuleringresultatene at utbetalingene i forventning kan heves med 2 - 8 % for fripoliser med lav risikokapasitet. For en kunde med årlig pensjon på 100 000 NOK innebærer dette 2 - 8000 kr mer i årlig pensjon, og ansees som en signifikant økning. Effekten er naturligvis størst for 47-åringen og 57-åringen fordi investeringshorisonten er lenger.

Tabell 5 Forventet endring i utbetalt pensjon frem til 87 år

Forventet økning i årlig utbetalt pensjon (frem til 87 år)	Dagens regler	Behovsprøvd bygging av TA	Fleksibel bruk av TA	Lånt egenkapital (dagens flytteregler)	Lånt egenkapital (lånt egenkapital medfølger ikke)
47 åring (g = 2 % , TA = 3%)	100	101 (+ 1 %)	103 (+ 3 %)	107 (+7 %)	108 (+8 %)
57 åring (g = 3 % , TA = 3%)	100	100 (+ 0 %)	103 (+ 3 %)	106 (+ 6 %)	107 (+ 7 %)
67 åring (g = 4 % , TA = 3%)	100	100 (+ 0 %)	101 (+ 1 %)	102 (+ 2 %)	103 (+ 3 %)
77 åring (g = 4 % , TA = 3%)	100	100 (+ 0 %)	100 (+ 0 %)	101 (+ 1 %)	101 (+ 1 %)

Endring i virksomhetsreglene vil gi kunden høyere kortsiktig risiko i de verste markedsscenarioene. En slik dynamikk er helt nødvendig for at det blir lønnsomt og/eller mulig å heve aksjeandelen på dagens rentenivå. Tabell 5 og 6 oppsummerer nedsiderisikoen til fripoliseinnehaveren.

Tabell 6 illustrerer en normal nedside for fripoliseinnehaveren (Gjennomsnitt av scenario under forventning¹⁵) i forhold til en forventet årlig utbetaling på 100. Til tross for at forventet pensjon stiger, vil det være over 75 % sannsynlighet for at kunden faktisk mottar mer pensjon dersom reglene endres. Konklusjonen gjelder for alle eksemplene som er vurdert. 67 og 77 åringen er tatt ut av tabellene fordi de allerede er under utbetaling. Analysene viser imidlertid at nedsiderisikoen for fripoliser under utbetaling ikke endres signifikant i våre eksempler.

Tabell 6 Normal nedside (expected shortfall) endring i pensjon

Normal nedside for utbetalt pensjon (versus forventet utbetaling)	Dagens regler	Behovsprøvd bygging av TA	Fleksibel bruk av TA	Lånt egenkapital (dagens flytteregler)	Lånt egenkapital (lånt egenkapital medfølger ikke)
47 åring (g = 2 % , TA = 3%)	91 (- 9 %)	92 (- 8 %)	92 (- 8 %)	92 (- 8 %)	92 (- 8 %)
57 åring (g = 3 % , TA = 3%)	96 (-4 %)	97 (-3 %)	98 (-2 %)	98 (-2 %)	99 (-1 %)

Økt nedsiderisiko er således ikke veldig stor. I de verste scenarioene vil allikevel kunden komme noe dårligere ut enn med dagens allokering og dagens regler. Tabell 7 viser hvordan worst case nedsiden til fripoliseinnehaverne er i forhold til forventet årlig utbetaling (tilsvarende 95 %-persentilen¹⁶).

Tabell 7 Worst case endring i pensjon

Worst case endring i utbetalt pensjon (versus dagens regler)	Dagens regler	Behovsprøvd bygging av TA	Fleksibel bruk av TA	Lånt egenkapital (dagens flytteregler)	Lånt egenkapital (lånt egenkapital medfølger ikke)
47 åring (g = 2 % , TA = 3%)	85 (-15 %)	85 (-15 %)	85 (-15 %)	81 (-14 %)	80 (-20 %)
57 åring (g = 3 % , TA = 3%)	96 (-4 %)	97 (-3 %)	97 (-3 %)	96 (-4 %)	96 (-4 %)

47-åringen med lav garanti har en noe større nedside i de verste scenarioene, mens de øvrige eksemplene indikerer at worst case utbetaling ikke blir signifikant høyere. En viktig årsak til dette er at forventet pensjon er høyere. Kundene vil således oppleve et noe større utfallsrom, men i forhold til dagens regler vil nedsiden være om lag den samme. Intuitivt kan man si at fripolisene i de verste tilfellene vil miste oppsiden, men i forventning vil ikke særlig mer.

¹⁵ Beregnet som Expected shortfall gitt at utfallet er dårligere enn forventning. Tilsvarende en 75 %-persentil, men fanger bedre opp halerisiko derom utfallsrommet ikke er normalfordelt.

¹⁶ Beregnet som Expected Shortfall med 90 % konfidens (altså gjennomsnittet av de 10 % dårligste utfallene). Tilsvarende om lag Value at Risk med 95 % konfidens.

Resultatene over gjelder kunder med relativt lav risikokapasitet. 47-åringen gir en indikasjon på tilpasning og konsekvens for fripoliser med bedre risikokapasitet. Utfallsrommet er imidlertid avhengig av horisont. Majoriteten av fripoliseinnehaverne er over 57 år og vil således oppleve at det er mindre utfallsrom i utbetalt enn 47-åringen.

4.3 Konklusjon

Uten endringer i dagens virksomhetsregler er leverandører forventningsvis avhengig av stigende renter for å kunne oppnå lønnsomhet for fripoliser. En typisk fripolisekunde med 3 % garanti og 3 % tilleggsavsetning har negativ nåverdi for leverandør dersom dagens rentekurve materialiserer seg. Leverandører har generelt sett ikke incentiv til å heve aksjeandelen ut over dagens nivå.

Fripoliseinnehavere er ikke en homogen kundegruppe. Endringer i virksomhetsregler vil ikke påvirke alle kunder i like stor grad. De vurderte endringene vil, med dagens rentenivå, samlet sett gi et teoretisk grunnlag for å heve aksjeandelen med 2 – 15 %-poeng, avhengig av kundens alder, garanti og buffernivå. En slik økning av aksjeandel vil i forventning medføre 2-20 % økning i utbetalt pensjon over tid¹⁷.

Økt fleksibilitet i bruk av tilleggsavsetninger og adgang til lånt egenkapital vil redusere kortsiktig risiko for leverandør. En konsekvens er at potensiale for overskuddsdeling gjør det lønnsomt for selskapene å øke aksjeandelen. Kunden vil på sin side få en høyere forventet pensjon mot å akseptere noe mer svingning i bufferne. Analysen viser at sannsynligheten for økt pensjon er over 75 %

Økt aksjeandel gir økt utfallsrom, men nedsiderisikoen målt mot dagens nedside i absoluttverdi er begrenset. Ytelsene er garantert og nedsiderisiko virker å bli lite påvirket for kunder som allerede er under utbetaling. For kunder i spareperioden vil pensjonen i de verste scenarioene blir 0 - 5 % lavere enn med dagens allokering og regulering.

Kombinasjonen av økt lønnsomhet, høyere forventet pensjon med 75 % sannsynlighet. Nedsiderisikoen øker i de verste scenariene, men er likevel begrenset fordi ytelsene er garanterte. Forholdet mellom sannsynligheten for økt pensjon og nedsiderisiko gir, på grunn av at ytelsen er fullt ut garantert, således en klar fordel av å heve forventet pensjon til kunden. Resultatene virker å være robuste med begge modellene og for ulike kundegrupper. Modellen legger til grunn at rentene stiger fremover i tråd med rentekurven, og en forventet økning i rentenivå vil ikke endre konklusjonen.

For kunder med lav risikokapasitet og som i dag er under utbetaling vil ikke forventet utbetalt pensjon i snitt stige signifikant, men vi forventer at denne kundegruppen vil oppleve hyppigere og større oppreguleringer istedenfor bygging av buffer. Dette ansees som en klar fordel for kunden fordi det sikrer høyere utbetaling i nær fremtid, samtidig som risikoen for å avgi dødelighetsarv reduseres.

¹⁷ Tall bygger på antagelser om forventet avkastning og normalisering av rentenivå. Se vedlegg for beskrivelse av ESG.

5 Sentrale antagelser

Kapittelet gir en kort redegjørelse av antagelser i simuleringsmodellene. Dette er ikke en full dokumentasjon av hverken solvensmodell eller ESG, men har som formål å gi forståelse for de mest sentrale valgene som kan påvirke resultatet av simuleringene.

5.1 Benytte egen Economic Scenario Generator (ESG)

En simulering må naturligvis ta utgangspunkt i en stokastisk modell for å generere scenario. Valg av underliggende stokastiske prosesser, risikopremier og volatilitetsantagelser påvirker utfallsrommet og resultatet. For denne analysen ble det forutsatt at Storebrand skulle benytte sin egen ESG. Dette dokumentet inneholder ikke en full beskrivelse av modellen, både av konfidensialitetshensyn og fordi modellen er beskrevet i andre dokument.

Å benytte egen ESG har noen styrker. For det første gir en konsistent rentemodell anledning til å sammenligne beregningen av effekt på solvens og kapitalkrav med dagens virksomhetsregler. For det andre gir det anledning til å vurdere tiltakene i et realistisk forretningsmessig perspektiv. Det gir et mer presist bilde av effekt på lønnsomhet og beslutningsgrunnlag til investeringsstrategi.

Ulempen er mindre transparens og mer kompleksitet enn å benytte enklere forutsetninger. Vi har kalibrert risikopremier i modellen til NOU2016:20, men på grunn av ulike rentemodeller og potensielt annen implementasjon av stokastikk, så vil ikke resultatene være helt like. I tillegg inkluderer vi flere aktivaklasser i simuleringen, inkludert obligasjoner til amortisert kost. En annen ulempe er naturligvis at andre leverandører vil ha andre implementasjoner av ESG.

Storebrand benytter en egenutviklet scenariogenerator (ESG) for å simulere fremtidig renteutvikling og avkastning for ulike aktivaklasser. Rentemodellen som benyttes er en CIR++ modell som kalibreres til swaprentekurven fra ett til ti år, og til markedspriser på renteswaps¹⁸ i det norske markedet. Aksjer og eiendom simuleres som korrelerte geometrisk brownske bevegelser og obligasjonsavkastningen fremkommer fra CIR++ rentemodellen uten stokastisk kredittrisiko.

Simuleringsmodellen er utviklet for å beregne stokastiske scenarioer for Solvens II beregninger under prinsippene om risikonøytral verdsettelse og fravær av arbitrasje. I en slik modell er forventet avkastning til alle aktivaklasser lik den risikofrie rentekurven.

Modellen er også utviklet for å simulere "real world" avkastning for de ulike aktivaklassene. Dette innebærer at den forventede aktivaavkastningen tar utgangspunkt i de simulerte rentebanene og legger til konstante risikopremier. Ved å inkludere risikopremier i analysene er det mulig å analysere utfallsrom for framskriving av resultat, balanse og avkastning til kunde og eier.

For analysene i dette notatet benyttes 1000 stokastiske scenarioer. Risikopremiene er målt mot swapkurven. Risikopremier og gjennomsnittlig volatilitet over ti år som benyttes i analysene er gitt i tabellen under.

Tabell 8 Risikopremier og volatilitet.

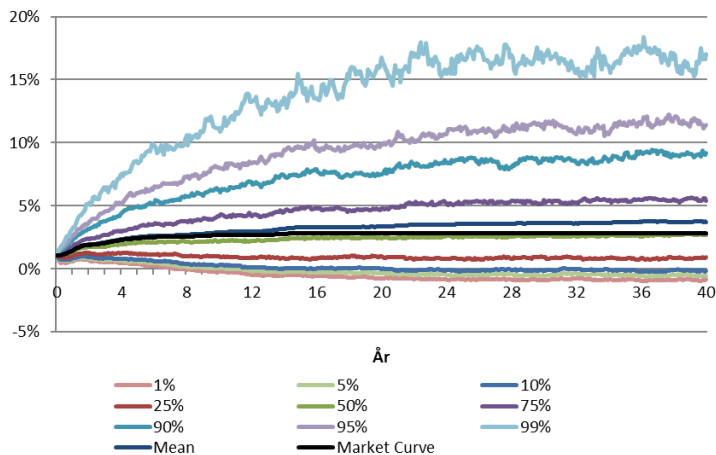
Aktivklasse	Risikopremier	Volatilitet
Globale aksjer	4.5 %	19.5 %
Norske aksjer	4.5 %	21.0 %
Eiendom	3.5 %	7.0 %
Obligasjoner	0.5 %	

¹⁸ CIR++ modellen kalibreres til et sett av implisitte swaption volatiliteter med ulike tenorer og løpetider

I simuleringsmodellen antas det en korrelasjon mellom norske og globale aksjer på 0,8. Korrelasjonen mellom aksjer og eiendom er satt til 0,45 og modellen forutsetter at obligasjonsavkastningen er ukorrelert med både eiendom og aksjer.

Figuren under viser simulerte kortrenter på ulike tidspunkter frem i tid. Markedskurven er stigende opp til 10 år og er deretter flat på 2,9%. Det er betydelig spredning i rentenivå for de fremtidig simulerte rentene. Ved år 20 er hvert tiende simulerte kortrente er over 8 % og hvert tiende utfall har en rente som er 0% eller lavere.

Figur 6 Fordeling av kortrenter på ulike fremtidige tidspunkt

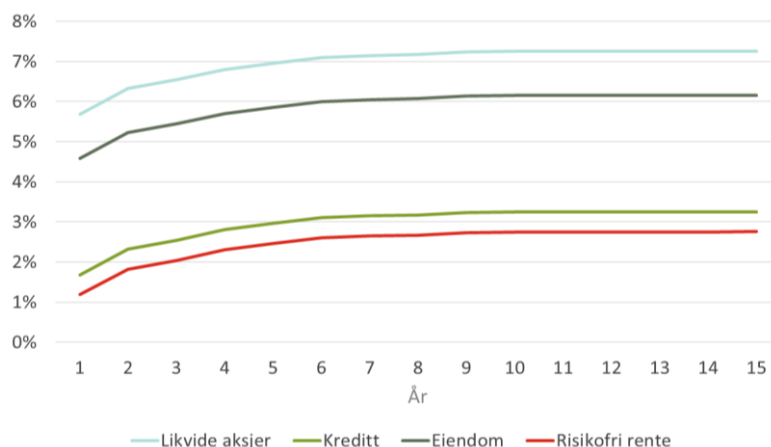


En stigende rentekurve vil gi høyere forventet avkastning for aktivklassene fremover i tid. Figuren under viser at i første år i modellen gir aksjer en forventet avkastning på 5,7 % som stiger til 7,3 % ved år 10.

Mork-utvalget (NOU 2016:10) knytter forventninger til realavkastning for aksjer og obligasjoner, mens Storebrands modell benytter risikopremier som påslag på rentekurven. I Mork-utvalget legges det til grunn en forventet realavkastning på 3,5 % for aksjer. Ved et inflasjonsmål på 2,5 % tilsvarer det en nominell forventet avkastning på 6 % for aksjer. Dette er lavere enn det Storebrands forutsetninger på 6,6 % forventet avkastning over ti år og 6,8 % over 15 år. Mork-utvalget benytter 0,5 % realavkastning for obligasjoner som tilsvarer 3,0 % forventet nominell avkastning. I Storebrands modell er forventet avkastning noe lavere de første årene, med over 15 år er snittet nær 3 % forventet avkastning.

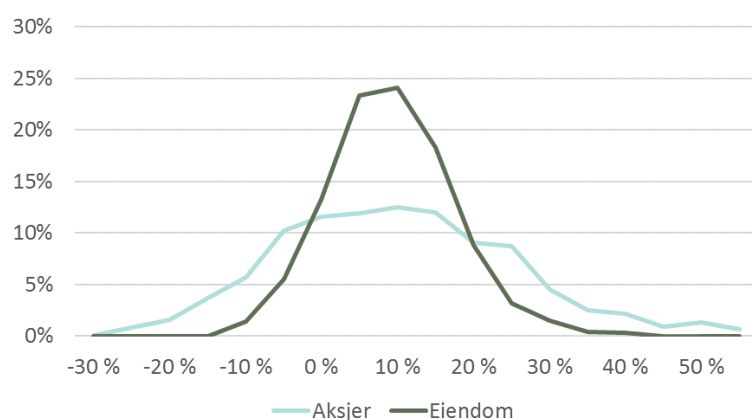
Eiendom modelleres ikke eksplisitt i Mork-utvalgets rapport, men legger til grunn en realavkastning som ligger mellom aksjer og eiendom. Dette tilsvarer forventet avkastning på 4,5 %, som er lavere enn Storebrands forventet avkastning på rundt 5,5 %. Det antas en korrelasjon på 0,4 mellom aksjer og obligasjoner i Mork-utvalget, mens det er antatt at aksjer og obligasjoner ikke er korrelerte i Storebrands forutsetninger. Dette gjør at diversifiseringseffekten mellom aksjer og obligasjoner vil være større i Storebrand modell.

Figur 7 Forventede avkastninger for ulike fremtidige tidspunkt



Spredningen i årlige avkastninger for eiendom og aksjer er illustrert i figuren under. Aksjer gir én prosent høyere forventet årlig avkastning enn eiendom, men også betydelig større utfallsrom for årlig avkastning.

Figur 8 Eksempel på utfallsrom avkastning ved $t = 10$ år for aksjer og eiendom

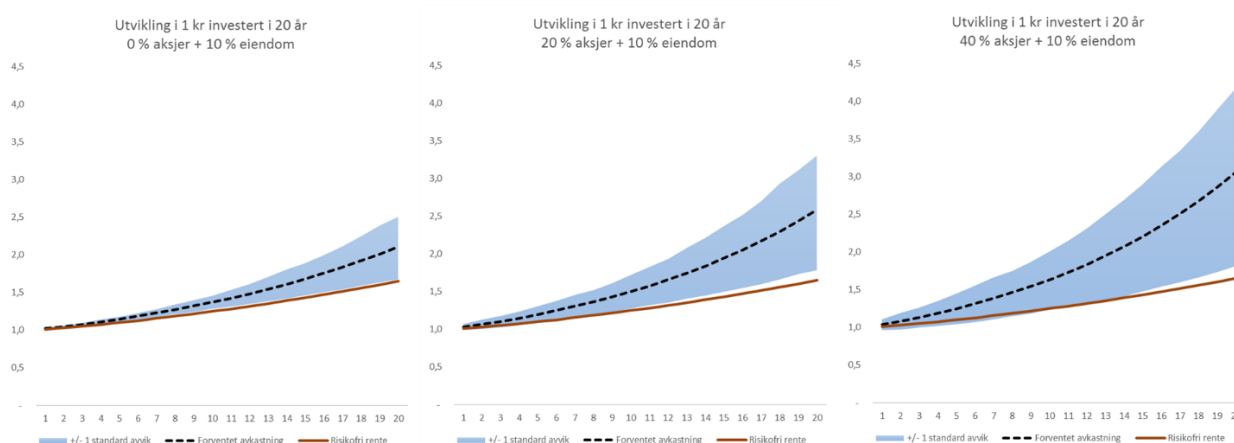


I analysene benyttes en porteføljesammensetning bestående av flere aktivaklasser. Siden den ikke er perfekt positiv korrelasjon mellom aktivaklassene, vil diversifisering redusere risikoen. I figuren under vises utviklingen i 1 krone investert over 20 år med tre ulike allokeringen. Til venstre vises utfallsrommet for en lavrisiko portefølje med 10 % eiendom og 90 % i obligasjoner. Forventet årlig avkastning er ca 3,5 %, som gir en 2 kroner i sluttverdi etter 20 år. Med ett standardavvik dårligere avkastning enn forventning oppnås en avkastning tilnærmet risikofri rente. Dette skjer omtrent hvert sjette simulerte scenario.

I bildet i midten er 20 % investert i aksjer, 10 % i eiendom og de resterende midlene i obligasjoner. Her er årlig forventet avkastning 4,7 %, som gir en sluttverdi på 2,5 kroner etter 20 år. Utfallsrommet er større, men på grunn av diversifiseringseffekten vil nedsiderisikoen målt ved ett standardavvik være omtrent likt som risikofri rente også her.

Det tredje allokeringsalternativet innebærer en aksjeandel på 40 % og 10 % i eiendom. Forventet avkastning for porteføljen er 5,6%, som gir en sluttverdi på 3 kroner ved 20 år. Figuren viser at nedsiderisikoen målt ved ett standardavvik ikke øker sammenlignet med porteføljene med mindre aksjer, samtidig som både forventet avkastning og mulig oppside øker.

Figur 9 Verdiutvikling for 1 krone investert ved ulike allokeringer. Forventning og utfallsrom.



Nedsiderisikoen målt som ett standardavvik svakere avkastning enn forventning, gir ikke økt nedsiderisiko i porteføljen over 20 år når aksjeandelen øker. Høyere risikopremier for aksjer og diversifisering motvirker økt eksponeringen mot aksjer som har høyere volatilitet enn andre aktivaklasser. Den økte risikoen fremkommer derimot om vi studerer mer ekstrem halerisiko.

Figuren under viser ulike gjennomsnittlig avkastning for ulike persentiler. 10 % persentilen tilsvarer avkastningen som oppnås hvert tiende utfall, og alle tre porteføljealternativene gir rundt 2,5 % årlig avkastning. På 5 % nivå, eller hvert 20 utfall, ser vi derimot at avkastningen er rundt 0,4 % lavere for allokeringen med 40 % aksjer sammenlignet med de to andre. I ekstremtilfellet som inntrer hvert hundrede utfall vil derimot porteføljen med 40 % aksjer gi 0,7 % lavere årlig avkastning enn porteføljen uten aksjer.

Figur 10 Nedsiderisiko. Årlig avkastning for ulike allokeringer og risikonivå (t = 20).



5.2 Forenklet rebalanseringsstrategi

En simuleringsmodell kan implementere ulike antagelser om rebalansering av risiko. De fleste selskaper benytter en eller annen form for rebalanseringsstrategi. Enkelte leverandører, inkludert Storebrand, benytter i tillegg dynamisk risikostyring for å kontrollere nedsiderisikoen til finansresultatet.

I simuleringene er det valgt å utelate bruk av dynamisk risikostyring (CPPI strategier¹⁹). I stedet benyttes en årlig rebalanseringsstrategi, hvor aksjeandelen starter høyt og gradvis reduseres basert på kunden sin alder, uavhengig av om det er mye eller lite buffer tilgjengelig.

Fordelen med denne metoden er at det er enkelt å sammenligne lønnsomhet og pensjon for de ulike stegene i analysen. Det gjør det også enklere å sammenligne med andre sparestrategier som FMI og innskuddspensjon, hvor årlig nedtrapping av risiko er markedsstandard (livssyklus). En annen viktig fordel med implementert modell er at man unngår eventuelle kalibreringsproblemer av risikostyringen, som kan gi ustabile resultater eller resultater som er vanskelig å tolke.

Ulempen med implementert modellen er at nedsiderisikoen for leverandør blir noe høyere enn hva man kan forvente seg med dynamisk risikostyring. Man kan således forvente at analysen er noe konservativ i forhold til "mest lønnsomme aksjeandel".

Forskjellen i forventet pensjon mellom en årlig rebalanseringsstrategi og en dynamisk risikostyring er liten. Siden hovedformålet med analysen er å kvantifisere effekt i forventet pensjon er hensynet til enkelhet i modellen gått foran, og det valgt en mer konservativ antagelse knyttet til rebalansering.

5.3 Flytteantagelser

Flytteantagelse kommer inn på to ulike steder i beregningen, scenarioavhengig flytt og masseflytt (mass løpse).

Scenarioavhengig flytt oppstår likt for alle kunder basert på rentenivå, og er modellert uavhengig av virksomhetsregler. Dette er en forenkling av virkeligheten, og det kan tenkes at flytteantagelsene bør tilpasses dersom virksomhetsreglene endres. Vi har imidlertid ingen informasjon å basere disse antagelsene på, og har derfor valgt å benytte samme antagelser som i dagens solvensmodell.

¹⁹ CPPI – Constant Proportion Portfolio Insurance.

Storebrand innførte scenarioavhengig avgang for fripoliser pr. Q4 2017. Som følge av at fremtidig avgang hovedsakelig er forventet som følge av konvertering til FMI, enten internt eller som følge av ekstern konkurranse, er forutsetning for flytting og konvertering til FMI satt felles. Årlig avgang/konvertering er satt til 1% for rentenivåer under 2,5% og 2,5% for renter over 2,5%. Dette kan begrunnes ved at det uansett rentenivå vil forventes en viss konvertering til FMI (~1%) samtidig som det ved rentenivåer over 2,5% vil forventes at fripoliser gjenopptar tidligere observerte flyttenivåer (~1,5%). Valg av rentenivået på 2,5% for varierende avgang er satt ut fra at dette er nivået man med 1% risikopremier på eiendeler må oppnå for å innfri en gjennomsnittlig garanti på 3,5%. I denne rapporteringen har vi derfor satt 1% FMI konvertering flatt og 1.5% scenarioavhengig flyttesansynlighet.

Masseflytt er modellert som at 40 % av bestanden flytter dersom kontrakten er lønnsom. Dette gir opphav til kapitalkrav. En kontrakt er definert som lønnsom dersom Own Funds er positiv, og vil derfor bli påvirket av endringer i virksomhetsreglene.

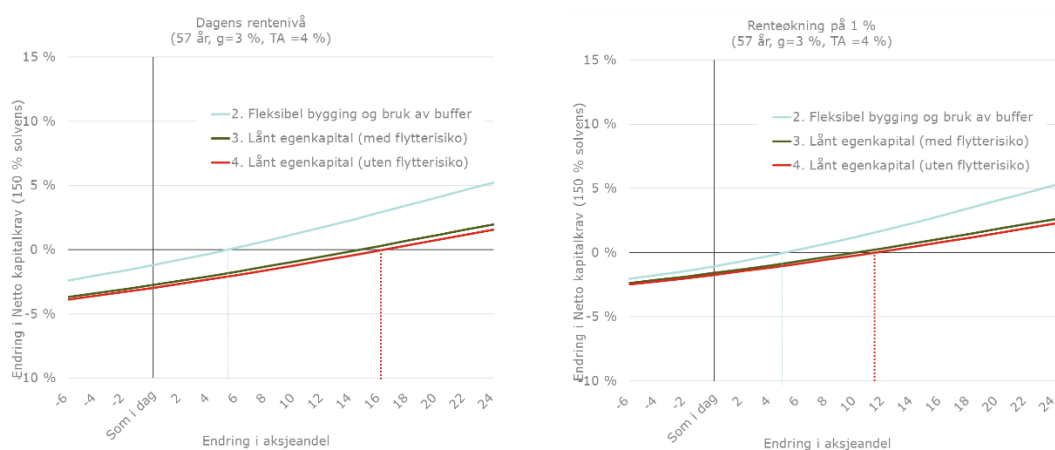
5.4 Beregning av kapitalkostnad

For å beregne lønnsomheten beregnes det kapitalkrav for hvert tidspunkt i simuleringen. Kapitalkravet påvirkes av en rekke faktorer, inkludert virksomhetsreglene. Det er derfor beregnet kapitalkravet for ulike kombinasjoner av faktorene (1500 kombinasjoner). I simuleringsmodellen beregnes det årlig et kapitalkrav basert på kombinasjonen av de ulike faktorene. Det benyttes en multiplert lineær interpolasjonsmetode for å approksimere kapitalkravet for de ulike kombinasjonene av aksjeandel, rentenivå, garanti, alder og virksomhetsregler.

Endring av virksomhetsreglene vil redusere kapitalkostnaden av å forvalte fripoliser. Årsaken er at Solvens II fokuserer på den verst tenkelige markedsituasjonen som kan oppstå på kort sikt (1 år). Endring av reglene vil gjøre leverandører mer i stand til å tåle denne kortsiktige risikoen og kostnaden av å tilby høyere aksjeandel faller.

Figur 11 viser hvor mye aksjeandelen kan økes med dersom virksomhetsreglene endres. Eksempelet er vist for en 57 åring med 3 % i garanti og 4 % tilleggsavsetning. Figuren til venstre viser dagens rentenivå, mens figuren til høyre viser effekten dersom rentene stiger 1 % mer enn det som allerede er forventet i rentemarkedet. Det er ikke inkludert eventuelle effekter av risikostyringsstrategier som kan redusere kapitalkosten ytterligere.

Figur 11 Eksempel på endring i kapitalkrav for ulike virksomhetsregler



På dagens rentenivå anslås det at aksjeandelen kan heves med 6-16 %-poeng for denne kunden uten å øke kapitalkravet. Om rentene stiger mer enn ventet vil effekten av endrede virksomhetsregler være noe mindre. Aksjeandelen vil allikevel kunne heves med 5-12 % uten at kapitalkravet øker.

Kapitalkravet er ikke den eneste driveren til lønnsomhet. Leverandører vil gjøre lønnsomhetsvurderinger basert på forventet avkastning og utfallsrom som kan avvike fra Solvens II modellen. Gjennom å høste risikopremier vil også kapitalkravet falle over tid. Dette er inkludert i modellen ved at alle simuleringer av resultat inkluderer risikopremier.