

**NORGES HANDELSHØYSKOLE**  
**Bergen, våren 2006**

**Utredning i fordypnings-/spesialfagsområdet: Finans**  
**Veileder: Professor Siri Pettersen Strandenes**

**RAMMEBETINGELSENE INNVIRKNING PÅ**  
**KAPITALFORVALTNINGEN I**  
**LIVSFORSIKRINGSSLELSKAPER OG PENSJONSKASSER**

av

Marit D. Holthe

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

## Sammendrag

Livsforsikringselskaper og pensjonskasser er underlagt strenge regler. Loven krever blant annet at kundene gis en årlig rentegaranti, at det er en årlig overskuddsdeling samt at kundene gis flytterett.

I livselskapet er det en interessekonflikt mellom langsiktighet i kapitalforvaltningen, og hensynet til å beskytte livselskapets aksjonærer mot tap. Denne motsetningen eksisterer ikke i en pensjonskasse der eier og kunde er en og samme enhet. Interessecforskjellene kombinert med rammebetingelsene gjør at større pensjonskasser oppnår bedre avkastning enn livselskapene over tid. Avkastningsforskjellen avhenger av kapitalforvaltningen, og kan begrunnes med en timingeffekt og ulik aktivafordeling over tid.

En økning i avkastningen på ett prosentpoeng årlig gjør at selskapets pensjonskostnader reduseres med omkring 20 %. Et større selskap kan derfor over tid tape mye på å være organisert i et livselskap kontra en pensjonskasse. Innføringen av den nye forsikringsloven gjør at livselskapenes insentiver til å oppnå god avkastning reduseres ytterligere i fremtiden da overskuddsdelingen bortfaller.

## Forord

Arbeidet med denne oppgaven har vært en meget spennende og lærerik prosess. Den største utfordringen for meg har vært å få oversikt over dagens regelverk og det nye regelverket som foreligger. Jeg har stadig møtt interessante problemstillinger underveis, noe som har tvunget meg til å prioritere for å kunne avgrense oppgaven.

Formålet med denne utredningen har vært å vise hvordan det norske regelverket for kapitalforvaltning påvirker livsforsikringsselskapenes investeringsstrategi og hvilke konsekvenser dette har for kundene. Dette ønsket jeg å gjøre ved å foreta en sammenlikning mellom den oppnådde avkastningen i livselskapene og i pensjonskassene. Det har imidlertid vært en utfordring å finne sammenliknbare avkastningstall langt nok tilbake i tid.

Underveis i prosessen har jeg vært meget heldig da jeg har fått mye hjelp fra ulike deler av forsikrings- og kapitalforvaltingsmiljøet. De har alle kommet med interessante innspill og god hjelp underveis. En spesiell takk vil jeg rette til alle hos Aon Grieg Investor. Jeg vil også takke min veileder Siri P. Strandenes for flere spennende diskusjoner og verdifull veiledning under arbeidet.

Bergen, april 2006

Marit D. Holthe

## Innholdsfortegnelse

<b>1.0 Innledning</b> .....	7
1.1 Bakgrunn for oppgaven .....	7
1.2 Presentasjon av problemstillingen .....	8
1.3 Avgrensning av oppgaven og strukturpresentasjon .....	11
<b>2.0 Reguleringen av livsforsikring i Norge</b> .....	12
2.1 Historisk bakgrunn.....	12
2.2 Dagens regelverk.....	14
2.2.1 Spesielt om flytterett og rentegaranti .....	14
2.2.2 Spesielt om overskuddsdeling .....	15
2.2.3 Nærmere om bufferkapital .....	16
2.3 Det nye regelverket .....	17
2.3.1 Flytterett og rentegaranti i henhold til det nye regelverket .....	17
2.3.2 Overskuddsdeling i henhold til det nye regelverket.....	18
2.4 Litt om pensjonskasser.....	20
<b>3.0 Presentasjon av teori</b> .....	23
3.1 Porteføljeteori .....	23
3.2 Livselskapenes risikoeksponering .....	26
3.2.1 Egenkapitalrisiko.....	26
3.2.2 Risiko for flytting av poliser .....	29
<b>4.0 Kapitalforvaltning</b> .....	34
4.1 Kapitalmarkedene.....	34
4.2 Livselskapenes kapitalforvaltning .....	36
4.2.1 Nærmere om livselskapenes bufferkapital.....	37
4.2.2 Nærmere om livselskapenes aktivaallokering.....	39
4.2.3 Nærmere om livselskapenes aksjeandel .....	41
4.3 De private pensjonskassenes kapitalforvaltning.....	44

<b>5.0 Historisk avkastning .....</b>	<b>47</b>
5.1 Ulike avkastningsbegreper .....	47
5.2 Historisk avkastning i livselskapene .....	48
5.3 Historisk avkastning i pensjonskassene .....	51
5.4 Sammenlikning av oppnådd avkastning .....	53
<b>6.0 Virkninger av det nye regelverket .....</b>	<b>56</b>
<b>7.0 Konklusjon .....</b>	<b>58</b>
<b>Appendiks .....</b>	<b>60</b>
Vedlegg 1 .....	60
Vedlegg 2 .....	61
Vedlegg 3 .....	62
Vedlegg 4 .....	64
Vedlegg 5 .....	65
Vedlegg 6 .....	66
Vedlegg 7 .....	68
<b>Litteraturhenvisning .....</b>	<b>69</b>
Litteratur og rapporter .....	69
Internett sider .....	71
Intervjuoversikt .....	71

## Figur og tabelloversikt

Figur 1.1 Pensjonskassenes akseeksponering.....	11
Figur 3.1 Avtakende risiko ved økende antall aktiva.....	23
Figur 3.2 Illustrasjon av porteføljefronten og MVP.....	24
Figur 3.3 Porteføljefront med ulike aktivaklasser.....	25
Figur 3.4 Livselskapets balanse.....	26
Figur 3.5 Fordeling av oppnådd avkastning og risiko.....	27
Figur 3.6 Kontantstrøm aksje og obligasjon.....	30
Figur 3.7 Kontantstrøm konvertibel obligasjon.....	31
Figur 4.1 Kapitalmarkedsavkastning.....	34
Tabell 4.1 Kapitalmarkedsavkastning.....	35
Figur 4.2 Gjennomsnittlig avkastning.....	37
Figur 4.3 Bufferkapitalutvikling.....	38
Figur 4.4 Utvikling i aktivaallokeringen.....	39
Figur 4.5 Aktivaallokering og bufferkapitalsutvikling.....	41
Figur 4.6 Historisk avkastning og risiko.....	43
Figur 4.7 Pensjonskassenes aktivaallokering.....	45
Figur 4.8 Pensjonskassenes bufferkapitalutvikling.....	46
Figur 5.1 Historisk avkastning i livselskapene.....	48
Figur 5.2 Oppnådd avkastning i forhold til pengemarked.....	49
Figur 5.3 Pensjonskassenes avkastning.....	51
Figur 5.4 Historisk avkastning i e utvalg av de største private pensjonskassene.....	52
Figur 5.5 Sammenlikning av avkastningen.....	54

## 1.0 Innledning

### 1.1 Bakgrunn for oppgaven

Livsforsikringsselskaperens oppgave er å sørge for at innbetalte midler forvaltes slik at de avtalte pensjonene kan utbetales når de forfaller, ofte langt frem i tid. I tillegg krever gjeldende rett at midlene som forvaltes minst skal få en avkastning hvert år tilsvarende en garantert minsteavkastning, at overskuddet skal fordeles årlig samt at kundene skal kunne flytte sine oppsparte midler når de ønsker det. Årlig garanti og overskuddsdeling krever at livselskapene også har en kortsiktig horisont på sin kapitalforvaltning.

I 2005 ble det innført en ny forsikringslov som vil tre i kraft trinnvis fra og med 01.01.07. Et hovedsynspunkt for Banklovkommisjonen under utarbeidelsen av den nye forsikringsloven har vært at livsforsikringsselskaper og pensjonskasser skal ha like konkurransebetingelser. Begrunnelsen for dette er at de stort sett opererer i det samme markedet.<sup>1</sup>

Lovreglene livselskapene og pensjonskassene står ovenfor, er altså sammenfallende for å skape konkurranselikheter. Det er imidlertid flere forskjeller mellom et livselskap og en pensjonskasse. I livselskapet eksisterer det en interessekonflikt mellom bedriftskundene som ønsker en høyest mulig avkastning på sine pensjonsmidler, og aksjonærene som vil begrense sin egenkapitalrisiko. Denne interessekonflikten mellom forsikringstaker og eier eksisterer ikke i pensjonskassen, der disse to gruppene er en og samme enhet. I tillegg til dette er det i en pensjonskasse relativt større interesse for oppbygning av bufferkapital, og flytteretten eksisterer ikke. Er det da slik at pensjonskassene og livselskapene legger de samme hensynene til grunn i sin kapitalforvaltning?

---

<sup>1</sup> Pensjonskasselovgivning. Konsolidert forsikringslov, NOU 2004:24

## 1.2 Presentasjon av problemstillingen

I denne oppgaven ønsker jeg å se nærmere på livselskapenes rammebetingelser i kapitalforvaltningen, herunder flytterett, overskuddsdeling, bufferkapital og årlig rentegaranti. Jeg vil se på hva kombinasjonen av livselskapets interessekonflikt og rammebetingelser har kostet livselskapets kunder ved å sammenlikne livselskapenes verdijusterte avkastning med private pensjonskassers verdijusterte avkastning. Da det i en pensjonskasse verken eksisterer en interessekonflikt eller konkurranse om kundene, vil man kunne forvente en bedre avkastning enn i livselskapet.

Jeg har derfor formulert følgende problemstilling:

*Virkningene av livselskapenes rammebetingelser på kapitalforvaltningen i kollektive ytelsesbaserte pensjonsordninger. Bør bedriftene velge egen pensjonskasse fremfor å plassere ordningen hos et livselskap?*

Forsikringstagerne er garantert en årlig minsteavkastning på 3 til 4 %. Ved meravkastning ut over dette tildeles forsikringstagerne minst 65 % av det overskytende hvert år. For eierne av livselskapene innebærer dette at de maksimalt kan få 35 % av oppsiden ved oppnådd avkastning ut over den garanterte minsteavkastningen, samtidig som de må bære 100 % av risikoen for tap ved dårligere avkastning. Eiernes egenkapitalrisiko reduseres noe ved at det bygges opp et bufferfond i år med positiv avkastning som kan brukes til å dekke opp for manglende avkastning i dårlige år. Det er først når dette bufferfondet er tømt at selskapet må begynne å tære på sin egenkapital. Det er eierne av livselskapene som bestemmer selskapets finansforvaltning. Med en slik overskudds- og risikodeling vil de lett kunne bli risikoaverse og dermed velge en forsiktig forvaltningsstrategi.

En bedrift som har valgt en ordning med ytelsesbasert pensjon vil ved dårlig avkastning måtte dekke opp for manglende akkumulering av kapital i livselskapet gjennom økte premieinnbetalinger. Det er altså bedriftene som får regningen dersom avkastningen blir svak. Hvis det derimot blir meravkastning, reduseres bedriftens premieinnbetalinger selv om livselskapet har krav på inntil 35 % av den oppnådde meravkastningen ut over garantien.



Dersom bedriften velger å ha sin egen pensjonskasse, vil bedriften få 100 % av oppsiden ved et godt forvaltningsresultat. Dette vil resultere i lavere premieinnbetalinger i fremtiden eller økt utbytte fra pensjonskassen. Ved et dårlig finansresultat vil bedriften måtte dekke opp underskuddet i pensjonskassen, enten ved innskudd av ny egenkapital eller gjennom økte premieinnbetalinger. Det vil si at bedriften får 100 % av opp - og nedsiden ved å ha egen pensjonskasse. Klarer man i tillegg å oppnå en bedre avkastning med et slikt alternativ, blir det relativt sett den klart beste løsningen for bedriften. Pensjonskassene er ikke like følsomme for svingninger på kort sikt da eierne og forsikringstakeren i kassen har sammenfallende interesser. Dette vil gjøre at pensjonskassenes investeringspreferanser vil være annerledes enn livselskapenes. De kan opptre mer langsiktig og dermed tørre å ta større risiko i sine investeringer. Over tid vil dette ventelig gi bedre avkastning enn i livselskapene.

I utgangspunktet har et livselskap følgende hovedaktiva å investere i:

- Pengemarkedsplasseringer (uten kreditrisiko), forventet avkastning blir risikofri avkastning.
- Obligasjoner (med kreditrisiko og risiko for endring av rentenivået) med forventet avkastning på 0,5 til 1 % per år ut over pengemarked
- Aksjer med forventet avkastning på 4 til 5 % ut over pengemarked
- Eiendom, med forventet avkastning på ca 2 til 3 % ut over pengemarked (basert på gjeldfri eiendom)

Tallene på forventet avkastning er basert på historiske erfaringstall over lang tid.<sup>2</sup> De ulike aktivaklassene er imidlertid forbundet med en betydelig forskjell i størrelsen på risiko, målt ved standardavviket. Ved å kombinere disse aktivaklassene på ulike måter, vil porteføljens forventede avkastning og risiko variere. Likeledes vil sannsynligheten for at avkastningen er bedre enn for eksempel den garanterte minsteavkastningen, avhenge av aktivasammensetningen.

---

<sup>2</sup> Dette er omtrentlige tall basert på forventningene i markedet, se for eksempel <http://www.nordea.no/sitemod/default/widecarea.aspx?pid=613972>

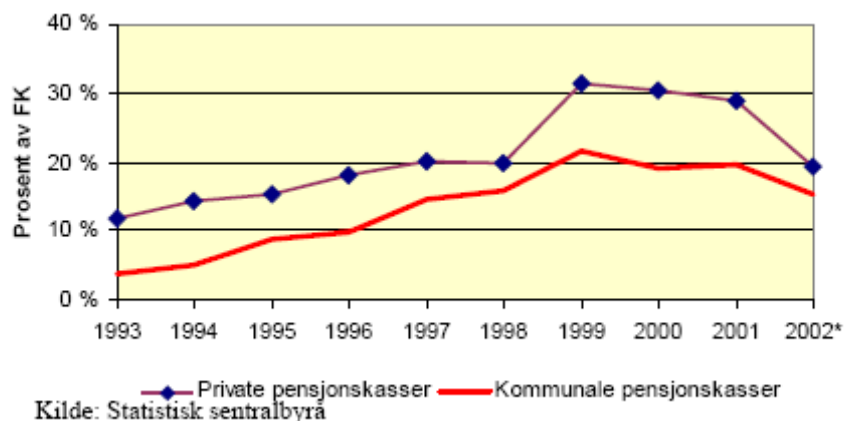
Ved å se på historiske resultater fra livselskapene og pensjonskassene i deler av den perioden flytteretten har bestått, vil jeg teste følgende hypotese: På grunn av rammebetingelsene, og for å redusere sin egenkapitalrisiko, velger livselskapene en aktivaallokering som gir en forventet avkastning som er lavere enn den pensjonskassene oppnår. De strenge bufferkapitalreglene har i så fall gitt en dyr flytterett for livselskapenes kunder. Det samlede tapet for forsikringskundene som følge av livselskapenes kortsiktige horisont er vanskelig å estimere, men Norges Forsikringsforbund har anslått dette tapet til å være 8 milliarder kroner årlig på bakgrunn av en sammenlikning mellom Norge og Storbritannia.<sup>3</sup> Regelverket i Storbritannia åpner for en aksjeandel på 80 % som er betraktelig høyere enn de 35 % som er tillatt i Norge.

---

<sup>3</sup> Øyen, Nils Kristian; Rammebetingelser for kapitalforvaltning i livselskap, Siviløkonomutredning NHH, 1999

### 1.3 Avgrensning av oppgaven

Når det gjelder sammenlikning av oppnådd avkastning, har jeg valgt å sammenlikne de private pensjonsforetakene og dermed ekskludere de offentlige pensjonskassene og KLP. Da det eksisterer store forskjeller i risikovillighet og risikobærende evne mellom offentlige og private pensjonskasser, vil de offentlige kassene ikke være sammenliknbare med de private livselskapene. Dette vises ved forskjeller i deres aktivastruktur der de private pensjonskassene har en vesentlig større eksponering i aksjemarkedene. I utgangen av 2004 hadde for eksempel de private pensjonskassene en aksjeandel på 32 %, mens den tilsvarende andelen for de kommunale pensjonskassene var 19 %. Dette er et representativt bilde for de siste 10 årene, da de private kassene har hatt en høyere aksjeandel enn de kommunale gjennom hele perioden. Dette vises i figuren under som illustrerer pensjonskassenes aksjeeksponering i prosent av forvaltningskapitalen.



Figur 1.1 Aksjeandel, i prosent av forvaltningskapitalen, i de private og kommunale pensjonskassene fra 1993 til 2002.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Kredittilsynets rapport for finansinstitusjoner 2003

## 2.0 Reguleringen av livsforsikring i Norge

### 2.1 Historisk bakgrunn

Forsikringsvirksomhetsloven av 1988 hadde som hovedmål å ivareta forsikringstakernes interesser. I ettertid har man imidlertid sett at regelverket hadde visse utilsiktede virkninger som gjorde at livselskapene ikke alltid hadde incentiver til å maksimere forsikringstakernes avkastning på lang sikt.<sup>5</sup>

Loven la til rette for økt konkurranse på markedet ved at den innførte flytteretten og individuelle kontoer for forsikringstakerne. Det var også med dette regelverket at den årlige rentegarantien ble innført. Loven ble stadig supplert med ulike forskrifter utover 1990-tallet, da det ble oppdaget alvorlige problemer med livselskapenes soliditet. Forskriftene innførte et kapitaldekningsregelverk samt at muligheten for å gjøre tilleggsavsetninger og bygge opp kursreserver ble opprettet.

På tross av disse endringene var regelverket enda ikke tilfredsstillende, da det fortsatt var for små incentiver og muligheter til å bygge opp bufferkapital samt at det var for lite utenlandsk konkurranse på markedet. I tillegg til dette var det problemer med overskuddsdeling, utvikling av nye produkter samt at loven ble oppfattet som omfattende og komplisert.

Forsikringsvirksomhetsloven av 1988 ble utformet med henblikk på de former for livsforsikring som tradisjonelt har vært mest vanlig, nemlig alminnelig ytelsesbasert foretakspensjon.<sup>6</sup> Regelverket bygger på loven om forsikringsselskaper fra 1911 og den praksis som ble utviklet under denne loven. Utviklingen av den norske velferdsstaten i den siste halvdel av det 20. århundre har imidlertid ført til at det i dag er de kollektive pensjonsordningene som dominerer på livsforsikringsområdet.

Kollektive pensjonsordninger skal være ytelsesbaserte og fondsbaserte. Dette innebærer at kundens opptjente rettigheter til enhver tid skal være garantert av selskapet og sikret ved avsetninger i forsikringsfondet. Kollektiv pensjonsforsikring

---

<sup>5</sup> Rystad Kjell-Magne, SNF-rapport 1995:25

<sup>6</sup> Ny livsforsikringslovgivning, NOU 2001:24

med årlig rentegaranti utgjorde i 2004 74,3 % av forsikringsfondet i livselskapene, mens over 95 % var forbundet med en årlig rentegaranti.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Kredittilsynet; Tilstanden i finansmarkedet 2004; Rapport: Mars 2005

## 2.2 Dagens regelverk

Dagens regelverk består av forsikringsvirksomhetsloven av 1988 og et sett forskrifter. Det er hovedsakelig tre årsaker til at reguleringen av livsforsikring er så streng og komplisert som den er. For det første ønsker man å skape sikkerhet rundt pensjonsutbetalingene i fremtiden, for det andre ønsker man likebehandling. Det tredje elementet som nødvendiggjør et omfattende regelverk, er det faktum at det er gunstige skattefradragmuligheter på pensjonsmidlene. Lovgiverne ønsker å legge til rette for en optimal balanse av trygghet og hensiktsmessighet.

### 2.2.1 Nærmere om flytterett og rentegaranti

Flytteretten ble inkludert som en del av norsk rett i 1988, og den oppstod først og fremst etter behov for konkurranse i det norske forsikringsmarkedet.<sup>8</sup> Regelverket ble senere utviklet og spesifisert i flytteforskriften av 1991. Flytteretten gjør det mulig for en forsikringstaker å overføre alle oppsamlede midler på en livsforsikring og på individuell og kollektiv pensjonsforsikring til et annet selskap eller en pensjonskasse. Dette gjelder både verdien av kontrakten på flyttetidspunktet og verdien av opparbeidet overskudd.

Etter dagens regelverk er det en arbitrasjemulighet forbundet med flytting da forsikringstakeren ved å flytte sin polise fra et selskap til et annet også får med sin andel av det opparbeidede overskudd som er avsatt i selskapets bufferfond. Denne andelen blir så inkludert som en del av kundens midler i det nye selskapet. Etter nedgangen i 2000 og 2001 ble denne muligheten mindre gunstig da selskapenes bufferkapital ble kraftig redusert i perioden. Det blir hevdet at flytteretten skaper et likviditetsbehov på kort sikt. Dette er imidlertid ikke et stort problem for selskapene da under 2 % av forvaltningskapitalen flyttes årlig.<sup>9</sup> Livselskapene har i tillegg 4 måneder på å skaffe denne kapitalen, slik at dette ikke skaper noen særlige likviditetsproblemer for livselskapene.

---

<sup>8</sup> Konkurranse i kollektiv livsforsikring, NOU 2003:11

<sup>9</sup> Egne beregninger basert på tall fra Aon Grieg Investor og Finansnæringens Hovedorganisasjon (Vedlegg 1)

Risiko i ytelsesordninger er først og fremst knyttet til rentegarantien og de utfordringene dagens lave rentenivå medfører for kapitalforvaltningen. Tradisjonelt har rentegarantien vært på 4 %, men per 1. januar 2004 ble den justert ned til 3 % for å redusere livselskapenes risiko. Selv om grunnlagsrenten settes ned, kan ikke selskapene redusere den garanterte renten på allerede opparbeidede ytelser. I selskapene er det derfor ulike kontrakter med ulikt nivå på rentegarantien. I 2004 var for eksempel den gjennomsnittlige garantien i livselskapene på 3,7 %.<sup>10</sup> Dette gjør at selskapet fortsatt må oppfylle de samme forpliktelsene som før på de gamle kontraktene, selv om de reelle mulighetene for å få dette til, er redusert.

### **2.2.2 Nærmere om overskuddsdeling**

Forsikringsloven fastslår at den kapital som samles opp i livselskapet skal tilbakeføres til forsikringstakerne, med mindre annet er bestemt i selskapets vedtekter. I selskapet behøves tilbakeholdt overskudd for å betjene selskapets egenkapital og sikre soliditeten i selskapene, noe som på lang sikt også er i forsikringstakernes interesse. På kort sikt er det imidlertid en interessekonflikt mellom forsikringstaker, selskap og aksjonærene som krever avkastning på pengene de har investert i selskapet.

Overskuddsdelingen er basert på en delingsmodell der minst 65 % av overskuddet ut over den garanterte avkastningen tilfaller forsikringstakerne, mens maksimalt 35 % beholdes i selskapet som tilbakeholdt overskudd. I perioder med kursoppgang vil forsikringstakerne få tildelt store beløp, mens selskapet må tære på egenkapitalen i år med kursnedgang for å kunne oppfylle den garanterte minsteavkastningen. Egenkapitalen beskyttes noe ved at selskapene i gode år kan foreta tilleggsavsetninger og overføringer til et kursreguleringsfond. Denne kapitalen blir brukt til å dekke rentegarantien i år med lave finansinntekter. Etter denne modellen får selskapet betalt for rentegarantien avhengig av det faktiske resultatet selskapet genererer.

---

<sup>10</sup> Kredittilsynet; Tilstanden i finansmarkedet 2004; rapport: Mars 2005

### 2.2.3 Nærmere om bufferkapital

Selskapets bufferkapital er den kapitalen som kan eksponeres for investeringsrisiko, og kan gå tapt, uten fare for at lovpålagte kapitalkrav ikke kan innfris.<sup>11</sup> Bufferkapitalen består av kursregulerningsfond, opptjent driftsresultat, tilleggsavsetninger inntil ett års renteforpliktelser og egenkapital utover kravet til ansvarlig kapital (8 % av risikovektet balanse).

Tilleggsavsetninger er avsetninger ut over minstekravet til premiereserve som beskytter selskapets aksjekapital. I år med overskudd kan det altså foretas tilleggsavsetninger til forsikringsfondet som kan belastes før selskapets egenkapital i år der den oppnådde avkastningen ikke er stor nok til å dekke årets pliktige avsetninger. Tilleggsavsetningene kan imidlertid ikke brukes til å dekke negativ avkastning, kun avkastning mellom 0 % og den garanterte minsteavkastningen. Dette reduserer tilleggsavsetningenes verdi som buffer. Dermed er det ikke like attraktivt å bygge opp en stor buffer med tilleggsavsetninger. Premiefondet kan heller ikke benyttes til å dekke underskudd i tradisjonelle ytelsesbaserte ordninger. Dette gjør at kursreserven er det mest verdifulle bufferelementet.

Kursreserven utgjør differansen mellom verdipapirenes markedsverdi ved regnskapsårets utgang og bokført verdi i årsregnskapet.<sup>12</sup> Kursreguleringsfondet gjør at urealiserte kursgevinster virker som en buffer mot en regnskapsmessig virkning av kursfall på et senere tidspunkt. Dette er fordi de urealiserte kursgevinstene ikke inngår som en del av det forsikringstekniske overskuddet.

---

<sup>11</sup> Øistein Medlien, Rammebetingelser og kapitalforvaltning i norske livsforsikringselskap, 2003

<sup>12</sup> Konkurransereflater i finansnæringen; NOU 2000:9



## 2.3 Det nye regelverket

I 2005 ble det vedtatt en ny forsikringslov hvis hensikt er å gi norsk livsforsikring regler som er bedre tilpasset fremtiden. Den nye loven vil bli innført trinnvis fra og med 01.01.07. Man ønsker å bidra til større konkurranse og på sikt gi kundene lavere kostnader samt et bredere produktspekter. I tillegg til dette skjer det en risikooverføring fra selskapet til kunden. Formålet med lovendringen er firedeelt:<sup>13</sup>

- Skape skille mellom de forsikredes og selskapets midler
- Klarere fordeling av risiko mellom kunde og selskap
- Mer oversiktlig prising av livsforsikringsprodukter
- Tillate livsforsikring og fondsforsikringer (unit linked) i samme selskap

### 2.3.1 Flytterett og rentegaranti i henhold til det nye regelverket

I den nye forsikringsloven videreføres flytteretten og det åpnes for differensiert prising av rentegarantien. Prisen på garantien er knyttet til hvor sannsynlig det er at avkastningen vil bli lavere enn det garanterte nivået. Dette er mer sannsynlig i disse dager da renten på de langsiktige statsobligasjonene er tilnærmet lik den gjennomsnittlige garanterte avkastningen i livselskapene. Effekten av den nye prisingsordningen blir at kundene belastes direkte for den rentegarantien som stilles.

Kredittilsynet har foreslått at rentegarantien skal kunne gjelde for en lengre periode enn ett år, for eksempel fem år. Dette kan redusere kostnaden forbundet med rentegarantien. Sannsynligheten for at avkastningen blir lavere enn garantert i et enkelt år er større enn for at det samme skal skje i løpet av en femårsperiode. En femårig rentegaranti kan derfor bidra til å redusere prisen på garantien, samt bidra til at livselskapene kan ta mer risiko i sine investeringer. Det vil imidlertid oppstå konflikter med tilpassning til den årlige flytteretten, da årlig rentegaranti er en naturlig konsekvens av flytteretten.

---

<sup>13</sup> Vital forsikrings årsrapport, 2004

Det er avveiningen mellom sikkerhet og avkastning som har ført til at regelverket stiller en årlig rentegaranti. Et alternativ er at man på lengre sikt kan følge Skogstad Aamos forslag om å gi kunden et tilbud om å velge bort årlig garanti og flytterett til fordel for en mer langsiktig garanti.<sup>14</sup> Et slikt tiltak vil føre til at livselskapene blir mer langsiktige i sin kapitalforvaltning. Dette vil igjen medføre høyere forventet avkastning og dermed redusere kundenes pensjonsinnbetalinger i fremtiden. I så fall velger kunden bort sikkerhet til fordel for en høyere forventet avkastning. Det at kunden velger å si fra seg flytteretten kan imidlertid redusere konkurransen mellom selskapene. Dermed kan selskapenes incentiv til å oppnå høy avkastning og lave kostnader reduseres. Dette kan føre til at effekten av langsiktigheten i kapitalforvaltningen reduseres.

### **2.3.2 Overskuddsdeling i henhold til det nye regelverket**

Etter den nye regelverket deles forvaltningskapitalen inn i tre separate porteføljer, en kollektivportefølje, en investeringsvalgportefølje og en selskapsportefølje. Forsikringstagerne skal få overskuddet fra de to førstnevnte porteføljene, mens selskapet skal beholde hele avkastningen fra den sistnevnte porteføljen. Hver av de tre porteføljene kan deles inn i delporteføljer avhengig av for eksempel risikonivå, størrelse på tilleggsavsetninger eller investeringsstrategi.

I den nye loven skal livselskapet fastsette priser på forhånd som skal inkludere deres fortjenesteelement. Selskapene vil sette individuelle priser avhengig av rentenivået, selskapets bufferkapital og risiko i porteføljen. Den gamle modellen for overskuddsdeling faller bort, slik at selskapene ikke lenger har anledning til å få en andel av oppnådd avkastning utover det garanterte minimumsnivået.

Regelverket fastslår at selskapet må dekke underskudd eller tap som prisen ikke dekker. Det vil ikke lenger være mulig å dekke underskudd på et område med overskudd på et annet. Manglende garantert avkastning kan riktignok dekkes av tilleggsavsetninger som maksimalt kan være 12 % av premieavsetningene. Det spesifiseres også at bufferfondet skal beregnes særskilt for hver enkelt kontrakt.

---

<sup>14</sup> Skogstad Aamo, Bjørn Foredrag ved Finansnæringens Hovedorganisasjons årskonferanse 2003

Den nye overskuddsmodellen innebærer at prisen for forvaltning av kundemidlene, prisen for risikoytelser og prisen for administrasjon fastsettes årlig hver for seg. Forvaltnings- og risikoresultatet inneholder et forhåndsfastsatt fortjenesteelement som tilfaller livselskapet, mens hele administrasjonsresultatet også tilfaller dem. Til gjengjeld må livselskapet dekke eventuelle underskudd i alle de tre porteføljene, slik at de fortsatt bærer egenkapitalrisikoen. Dette gjør at selskapet etter den nye overskuddsmodellen får betalt for å stille rentegarantien uavhengig av den oppnådde avkastningen.

## 2.4 Litt om pensjonskasser

Pensjonsordning i pensjonskasse er et alternativ til pensjonsordning i vanlig livsforsikringsselskap. Pensjonskasser kan etableres både av private foretak, kommuner, fylkeskommuner eller andre institusjoner som ønsker å ha en tjenstepensjonsordning for sine arbeidstakere.<sup>15</sup>

Virksomheten er i hovedsak begrenset til å drive tjenstepensjonsordninger, herunder kollektive pensjonsordninger med ytelsesbasert og fondsbasert tjenstepensjon. Pensjonskassen har ikke anledning til å tilby pensjonsprodukter til andre enn en bestemt arbeidsgiver, eller en avgrenset gruppe av arbeidsgivere innenfor et konsern eller konsernliknende forhold.<sup>16</sup>

Lovreguleringen av pensjonskasser er helt sammenfallende med reguleringen av livselskapenes virksomhet. Den eneste forskjellen i regelverket er at pensjonskassene kun er underlagt årlig, og ikke kvartalsvis, rapporteringsplikt. Dette er et likhetsprinsipp som kun eksisterer i Norden. En konsekvens av konkurranselikheter er at andelen pensjonskasser er betraktelig lavere i Norden enn i resten av Europa.<sup>17</sup>

I en pensjonskasse må kassens sponsor skyte inn den nødvendige egenkapital, samt at avkastningen på egenkapitalen vil tilfalle vedkommende som et ledd i overskuddsdelingen. Ved en kollektiv ordning i et livselskap derimot vil livselskapets egenkapital benyttes, og det er det respektive selskap som bærer risikoen for at det ikke oppnås tilstrekkelig avkastning i et enkelt år. Overskuddet i et livselskap fordeles mellom kunder og eiere, mens det i en pensjonskasse fordeles mellom premiefond og egenkapital. Det er kassen selv som bestemmer fordelingen av overskuddet, og dermed også oppbygningen av bufferkapital.

I pensjonskassen er det sponsoren som eier egenkapitalen og det eksisterer derfor ikke noe skille mellom ulike typer kapital som det gjør i livselskapene. Det eksisterer

---

<sup>15</sup> Pensjonskasselovgivning. Konsolidert forsikringslov, NOU 2004:24

<sup>16</sup> Pensjonskasselovgivning. Konsolidert forsikringslov, NOU 2004:24

<sup>17</sup> Etter samtale med Håkon P. Søderstrøm

derfor heller ingen interessekonflikt mellom kundene og eierne i pensjonskassen. Det er eieren av pensjonskassen som avgjør hvor mye egenkapitalrisiko de ønsker å ta avhengig av egen risikoholdning og likviditetssituasjon. Ved god likviditet kan kassen ta en langt høyere egenkapitalrisiko enn det som er vanlig i livselskapene. Dette vil resultere i at de over tid kan forvente en høyere avkastning til tross for at bufferkapitalen ikke nødvendigvis er spesielt stor. Etablereren må riktignok være forberedt på å skyte inn egenkapital i år med dårlig avkastning. En høyere oppnådd avkastning i dag vil innebære reduserte pensjonskostnader i fremtiden for pensjonskassen. Reduserte pensjonskostnader gjør at kassen vil ha et insentiv til å ta mer risiko i sin kapitalforvaltning enn livselskapet.

Det som er avgjørende for hvor høy avkastning kassen kan oppnå over tid, er hvor høy risikobærende evne kassen har. Størrelsen på bufferkapitalen avgjør hvorvidt pensjonskassen kan stå imot kortsiktige svingninger i kapitalmarkedene og dermed hvor høy aksjeandel kassen kan operere med over tid. Pensjonskassen kan velge å sette bort hele eller deler av forvaltningen til ulike egnede kapitalforvaltere. Dette gjør at en burde kunne forvente minst like gode forvaltningsresultater innenfor de ulike aktiva og markeder i kassene som det livselskapene oppnår. I livselskapet vil mesteparten av kapitalen forvaltes innad i selskapet.

Lønnsomheten i en pensjonskasse er i hovedsak knyttet til to forhold. Det viktigste elementet er den avkastningen kassen kan oppnå over tid i forhold til å være organisert i et livselskap. Reduserte administrasjonskostnader er det andre viktige lønnsomhetselementet. Utover dette kan en pensjonskasse skape en nærhet til pensjonsordningen for de ansatte som kan være en gunstig psykologisk faktor.

Persen har vist at gjennomsnittskostnadene i en pensjonskasse utgjør omtrent 0,4 % av forvaltningskapitalen, og at denne andelen klart er større for de mindre kassene. Gjennomsnittskostnadene for kollektiv pensjon i livselskapene, unntatt KLP, var i 2001 0,77 %.<sup>18</sup> Dette tyder på at administrasjonskostnadene knyttet til å drive mellomstore og store pensjonskasser i alle fall er sammenliknbar, hvis ikke lavere

---

<sup>18</sup> Persen Håkon, foredrag i Sandefjord 2005

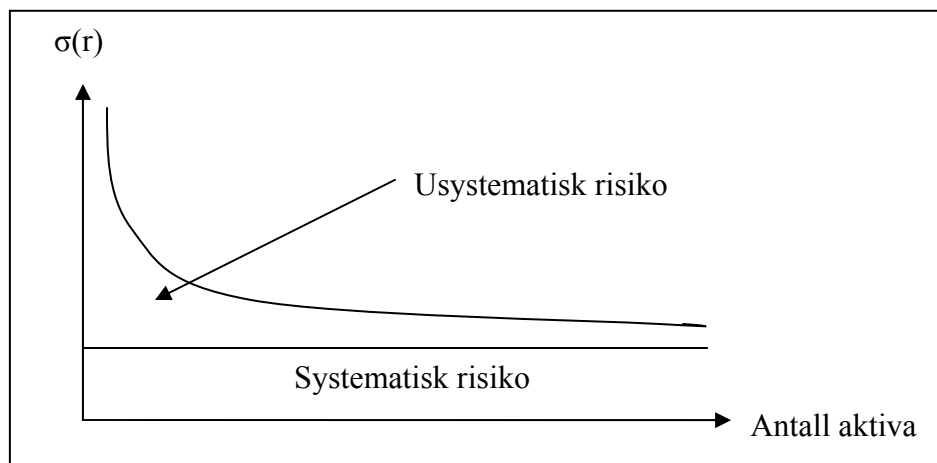
enn, i livselskapene. Dette kan skyldes at pensjonskassene ikke i samme grad som livselskapene har kostnader forbundet med salg, kundeoppfølging og markedsføring.

### 3.0 Presentasjon av teori

#### 3.1 Porteføljeteori

Alle typer risikable aktiva er kjennetegnet med et nivå på risiko, målt som standardavvik  $\sigma(r)$ , og en forventet avkastning  $E(r)$ . Det optimale for en investor vil være å velge det aktivumet som gir høyest mulig forventet avkastning til et gitt nivå på risiko. Risikonivået velges på bakgrunn av investorens risikopreferanser. Dette er imidlertid ikke den optimale investeringen, da man ved å spre investeringen på aktiva som ikke er perfekt korrelert kan oppnå samme forventede avkastning til et lavere risikonivå.

Gjennom slik diversifisering er det ikke være mulig å fjerne all risiko. Bedriftsspesifikk risiko er usystematisk risiko man kan kvitte seg med ved å bygge opp en tilstrekkelig diversifisert portefølje. Den gjenværende systematiske risikoen er markedsrelatert og dermed ikke diversifiserbar.

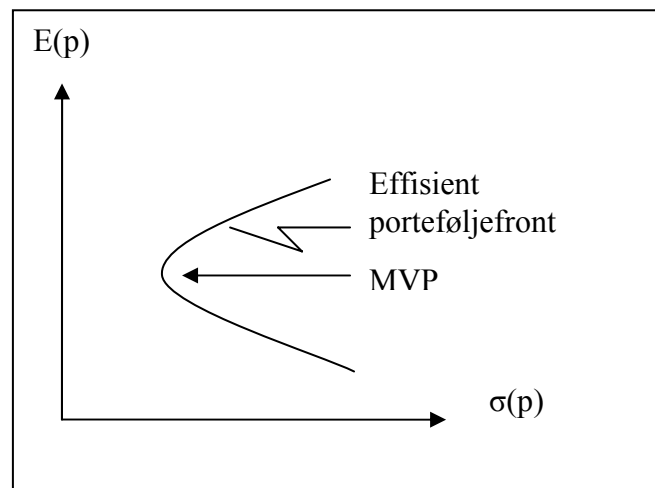


Figur 3.1 Avtakende risiko ved økende antall aktiva

I figuren over illustreres de to typene av risiko og den effekten en mer diversifisert portefølje har på standardavviket. Risikoen reduseres markert frem til antallet aksjer i porteføljen er rundt tjue, deretter er risikoreduksjonen forbundet med å øke antallet aksjer mindre.<sup>19</sup>

<sup>19</sup> Tandberg, Olav; SNF-rapport 1996/49

Ved å kombinere et stort antall risikable aktiva med ulik forventning og varians vil man få et stort antall porteføljer med ulik kombinasjon av forventet avkastning og risiko. Av disse porteføljene er de som ligger på den effektive fronten mest interessante, da det er disse kombinasjonene som gir høyest mulig avkastning for et gitt risikonivå. Det vil derfor være optimalt å tilpasse seg på denne fronten.

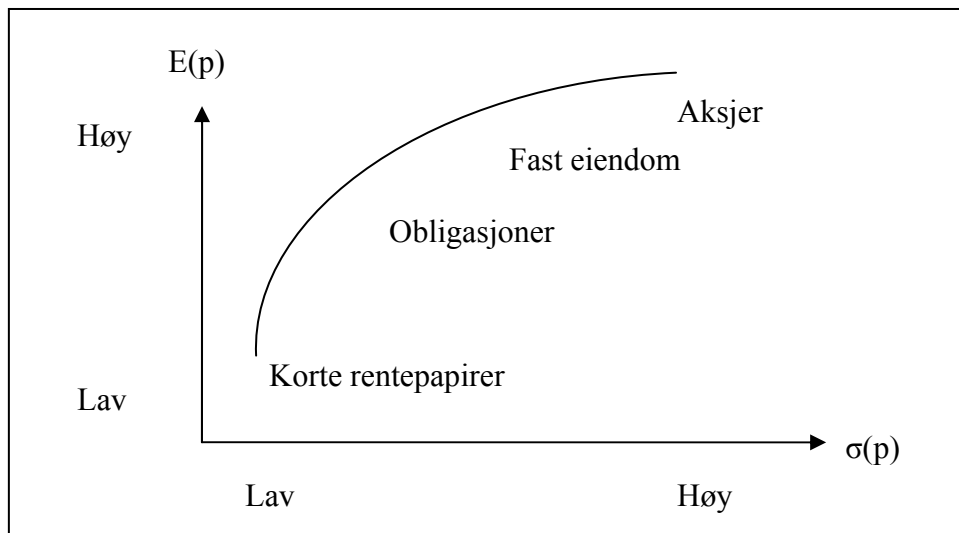


Figur 3.2 Illustrasjon av porteføljefronten og MVP

Minimum varians porteføljen (MVP) er den porteføljen det er forbundet minst risiko til. Risikoaverse investorer vil ikke velge den delen av fronten som ligger under MVP, da man kan oppnå en høyere forventet avkastning til samme nivå på risiko ved å tilpasse seg på fronten over MVP. Denne øvre delen av fronten utgjør de effisiente porteføljene og det er langs denne porteføljefronten investorene vil tilpasse seg. Sterkt risikoaverse investorer vil velge MVP, mens mer risikovillige investorer vil velge porteføljer med mer risiko og dermed høyere forventet avkastning.

Når dette videreføres til ulike aktiva vil en se at en investor med forholdsvis høy risikovillighet vil tilpasse seg mot høyre på den effisiente fronten med en relativt stor andel aksjer i porteføljen. En mindre risikovillig investor vil konstruere en portefølje med en relativt større andel korte rentepapirer. Over tid vil sannsynligheten for meravkastning i aksjemarkedet i forhold til i rentemarkedet imidlertid være stor, selv om aksjemarkedet er forbundet med mer risiko.





Figur 3.3 Porteføljefront med ulike aktivaklasser<sup>20</sup>

<sup>20</sup> Tandberg, Olav; SNF-rapport 1996/49

### 3.2 Livselskapenes risikoeksponering

Et livselskap har risiko både med hensyn til sine forpliktelser på passivasiden og til hvordan de forvalter kundenes midler på aktivasiden. I figuren under vises en oppstilling av livselskapets balanse.

<b>Eiendeler</b>	<b>Egenkapital og gjeld</b>
Finansielle eiendeler <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Aksjer, obligasjoner og sertifikater</li><li>▪ Fast eiendom</li><li>▪ Utlån</li></ul>	Egenkapital <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Aksjekapital</li></ul>
Fordringer	Forsikringsmessige avsetninger <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Forsikringsfond</li><li>▪ Tilleggsavsetninger</li><li>▪ Sikkerhetsfond</li><li>▪ Kursreserver</li></ul>
Andre eiendeler	Gjeld

*Figur 3.4 Livselskapets balanse*

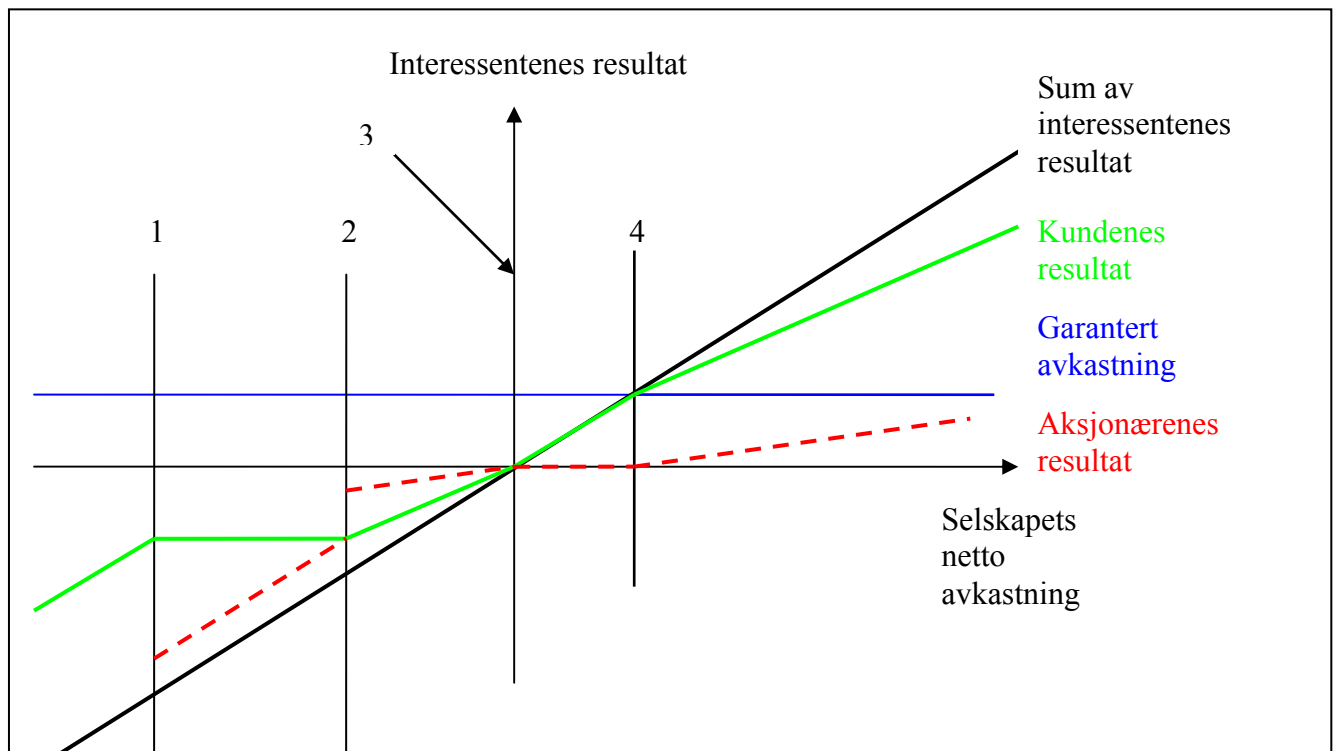
Risikobildet på aktivasiden er tilnærmet likt banker og andre finansinstitusjoner. På passivasiden derimot står forsikringsmessige avsetninger ovenfor en forsikringsmessig risiko samt en egenkapitalrisiko som ikke eksisterer i banker og andre finansinstitusjoner.

#### 3.2.1 Egenkapitalrisiko

Risikoen på passivasiden av balansen oppstår da det er usikkerhet knyttet til når forpliktelsene skal utbetales, i hvor stor grad dette kommer til å skje og hvor store utbetalingene vil bli. Utbetaling kan forekomme av to grunner, enten ved at forsikringstakeren har krav på utbetaling eller at forsikringstakeren ønsker å flytte

kontrakten til et annet selskap. Det førstnevnte er forsikringsteknisk risiko som jeg ikke skal komme nærmere inn på her, mens risikoen for flytting er en risiko jeg skal komme tilbake til i neste avsnitt. Egenkapitalrisiko er faren for at selskapet ikke oppnår den garanterte avkastningen, og at de ikke har tilstrekkelig bufferkapital til å dekke opp for den manglende avkastningen. Da må selskapet selv dekke underskuddet med sin egenkapital.

For å se nærmere på egenkapitalrisikoen vil jeg ta utgangspunkt i modellen under som viser hvordan overskuddet i et livselskap fordeles mellom kunden og aksjonærene.



Figur 3.5 Livselskapets overskudds- og risikodeling

Figuren over viser fire ulike tilfeller:

1. Egenkapitalen er tapt
2. Kursreguleringsfondet er tapt
3. Årets tilgjengelige tilleggsavsetninger er tapt
4. Netto avkastning lik garantert avkastning

Kundenes resultat er i figuren vist ved den grønne linjen, mens den andelen av resultatet som går til livselskapets aksjonærer er vist ved den stiplede røde linjen. Summen av disse to interessentenes resultater er vist ved den sorte linjen. (Summen av interessentenes resultat tilsvarer livselskapets netto oppnådde avkastning.) Livselskapet stiller en årlig avkastningsgaranti på kundenes premiereserver og premiefondet, dette vises ved den blå linjen i figuren. Dersom selskapet oppnår en avkastning som er lavere enn dette, vil den manglende avkastningen dekkes av tilleggsavsetningene og kursreguleringsfondet. Denne delen av bufferkapitalen er ikke en del av premiereserven, derfor knyttes det ingen garanti til denne delen av kapitalen. Hvis den manglende avkastningen er større enn de oppbygde tilleggsavsetningene og kursreguleringsfondet, må selskapet begynne å tære på sin egenkapital. Utover dette kan ikke tilleggsavsetningene benyttes til å dekke negativ avkastning, slik at negativ avkastning kun kan dekkes av kursreguleringsfondet og egenkapital.

Dersom nettoavkastningen er større enn den garanterte minsteavkastningen - tilpassning til høyre for punkt 4 - øker både kundenes og aksjonærenes resultat. Kundene får da minst 65 % av avkastningen utover den garanterte minsteavkastningen, mens aksjonærene har krav på inntil 35 %. Det er i figuren forutsatt at den faktiske overskuddsdelingen blir 65 % til kundene og 35 % til aksjonærene.

Dersom nettoavkastningen blir lavere enn den garanterte avkastningen - tilpassning til venstre for punkt 4 - ser vi at aksjonærenes resultat er uforandret helt til vi når punkt 3. I dette punktet er hele den tilgjengelige andelen av tilleggsavsetningene tapt. Tilleggsavsetningene er kundenes midler som de ville ha fått med sin andel av dersom de flytter sin polise til et annet selskap. Derfor reduseres kundens resultat når tilleggsavsetningene reduseres. I figuren har jeg forutsatt at årets tilgjengelige tilleggsavsetninger er store nok til å dekke den garanterte minsteavkastningen dette året. Dersom de ikke hadde vært store nok, ville punkt 3 ha blitt flyttet mot høyre.

Ved en tilpasning til venstre for punkt 3 må kurseservene dekke opp for den manglende avkastningen. Da tildelingen i kursreguleringsfondet er reversibel kan man si at denne kapitalen eies av både aksjonærene og kundene. I figuren er dette

illustrert med en hypotetisk overskuddsdeling der aksjonærene vil bære inntil 35 % av de tapte kursreservene mens kundene bærer 65 % av dette. Derfor reduseres både kundenes og aksjonærenes resultat mellom punkt 2 og 3. (Dersom kunden flytter sine midler vil vedkommende bli tildelt hele sin del av kursreguleringsfondet, slik at aksjonærenes resultat holdes fast mens kundenes reduseres ved dette spesielle tilfellet.)

Når egenkapitalen er tapt, befinner vi oss i punkt 1. Til venstre for dette punktet har selskapet tapt sin egenkapital, slik at det nå er kundene som taper. Mellom punkt 1 og 2 holdes kundenes resultat fast, da det er aksjonærenes eiendeler som her benyttes for å dekke opp for den manglende avkastningen. Aksjonærenes resultat gjør et hopp ned i punkt 2, da kundenes rentegaranti må dekkes uansett oppnådd avkastning. Her vil hele garantien gå mot selskapets egenkapital slik at aksjonærene taper hele denne garanterte avkastningen.

Forsikringstakerne har altså en førsterisiko gjennom bufferkapitalen som tømmes før selskapets egenkapital taes i bruk. Da det tar lang tid å bygge opp ny bufferkapital, vil livselskapene oppleve perioder der egenkapitalen er tilnærmet ubeskyttet når bufferen har blitt redusert i en nedgangsperiode. I slike perioder vil deres risikobærende evne være svært lav, og en vil kunne forvente at selskapets aktivaallokering reflekterer dette.

### **3.2.2 Risiko for flytting av poliser**

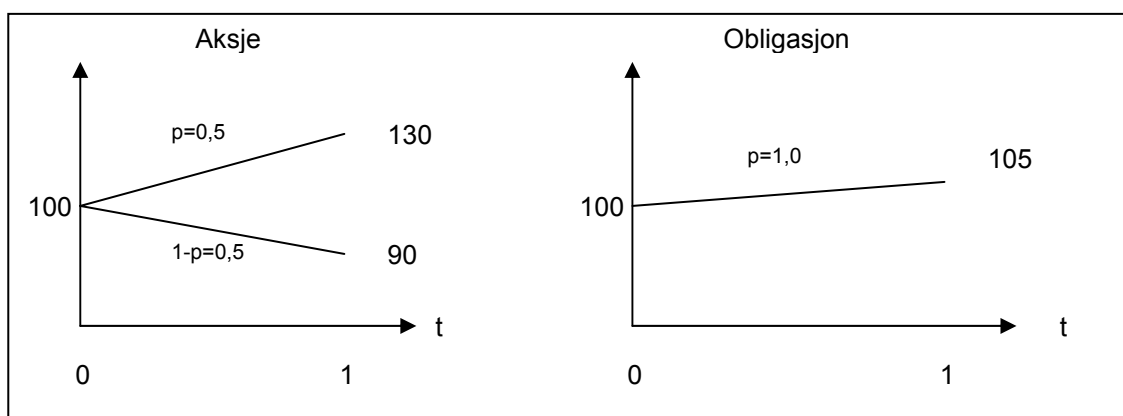
Interessekonflikten i livselskapet kombinert med kravet om en årlig rentegaranti og overskuddsdeling gjør at livselskapene ikke har de nødvendige insentivene til å plassere mye av forvaltningskapitalen i aksjer. Kombinasjonen gjør at selskapene i sin kapitalforvaltning har insentiver til å legge en betydelig kortere tidshorisont til grunn enn det de ideelt sett burde, da forsikringsforpliktelsen har en langsiktig karakter.

Dette skal jeg nå vise ved å sammenlikne livsforsikringskundernes krav på midlene selskapet forvalter med en konvertibel obligasjon, for deretter å undersøke hvordan dette påvirker selskapets optimale porteføljevalg. Selv om dette er en sterk

forenkling, da jeg ikke tar hensyn til muligheten til å gjøre tilleggsavsetninger og bygge opp kursreserver, illustrerer dette eksemplet mitt poeng.<sup>21</sup>

Rentegarantien kan sammenliknes med å holde konvertible put opsjoner med løpetid på ett år. Dette gir innehaveren rett til å innløse obligasjonen i et eller annet risikabelt aktivum, vanligvis aksjer i det selskapet som har utstedt obligasjonen. Innehaveren velger å konvertere dersom aksjen er mest verdt. Opsjonsverdien tilsvarer obligasjonens hovedstol pluss fremtidige kuponginnbetalinger neddiskontert med markedsrenten.

Den konvertible obligasjonen vil være mer verdt enn en tilsvarende obligasjon uten konverteringsrett. Dette er fordi innehaveren kan bytte til seg aksjen dersom den er mest verdt på konverteringstidspunktet. Den konvertible obligasjonen er også mer verdt enn den underliggende aksjen frem til konverteringstidspunktet da innehaveren kan la være å konvertere dersom aksjen er minst verdt. Konverteringsmuligheten gjør at innehaveren ikke står ovenfor den samme nedsiderisikoen som han hadde gjort ved kun å eie aksjen.



Figur 3.6 Utvikling i aksje- og obligasjonsverdi over en periode.<sup>22</sup>

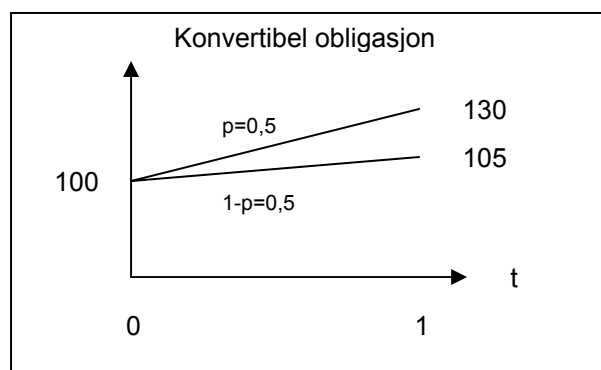
I eksemplet forutsettes det at man har en statsobligasjon med forfall om et år, med pålydende verdi lik 100 kroner. Den har en årlig kupongutbetaling på 5 kroner som betales etterskuddsvis. Jeg antar at obligasjonen prises til pari i markedet, med en markedsrente på 5 %. I tillegg finnes det en risikabel aksje som prises til 100 kroner i

<sup>21</sup> Eksempelet er i sin helhet hentet fra Rystad Kjell-Magne, SNF-rapport 1995:25 side 78 til 83

<sup>22</sup> Rystad, Kjell-Magne, SNF-rapport 1995/25 side 80

dag, om ett år antas prisen å være enten 90 kroner eller 130 kroner med like stor sannsynlighet.

En konvertibel obligasjon vil gi en like bra eller bedre kontantstrøm enn både aksjen og den vanlige obligasjonen uansett om aksjemarkedet går opp eller ned. Innehaveren vil velge å konvertere dersom markedet går opp, og sitter dermed igjen med 130 kroner. I motsatt tilfelle velger innehaveren å ikke konvertere. Dermed sitter vedkommende igjen med 105 kroner. Disse to utfallene er like sannsynlige.



Figur 3.7 Utvikling i verdien av den konvertible obligasjonen over en periode.<sup>23</sup>

Dette vil i forhold til obligasjonens pari gi en avkastning på 17,5 %, som er høyere enn forventet avkastning for både aksjen og den vanlige obligasjonen. For å se på prisingen av denne konvertible obligasjonen i markedet vil jeg benytte en enkel tilstandsprefransmodell (TSP-modell.)

Jeg bruker derfor modellen:

$$P_j = \varphi_s X_{js}$$

der  $P_j$  er prisen for aktivum  $j$ ,  $\varphi_s$  er tilstandsprisen for tilstand  $s$  og  $X_{js}$  er kontantstrømmen som aktivum  $j$  gir i tilstand  $s$ . Da det er to tilstander og to aktiva kan

<sup>23</sup> Rystad, Kjell-Magne, SNF-rapport 1995/25 side 80

vi finne tilstandsprisene ved å løse to likninger med to ukjente. For eksemplet over finner vi tilstandsprisene ved å løse følgende likninger:

$$100 = \varphi_1 * 105 + \varphi_2 * 105$$

$$100 = \varphi_1 * 90 + \varphi_2 * 130$$

Dette gir  $\varphi_1 = 25/42$  og  $\varphi_2 = 15/42$ , dermed får vi at den konvertible obligasjonen prises til:

$$25/42 * 105 + 15/42 * 130 = 108 \frac{13}{14}$$

Dermed blir verdien av å ha muligheten til å konvertere hvis man ønsker  $8 \frac{13}{14}$  kroner. Dette kan igjen brukes til å "prise" livselskapets forpliktelse ovenfor kunden. I henhold til gjeldende rett skal minst 65 % av overskuddet ut over den garanterte avkastningen fordeles til forsikringstakerne hvert år.

Jeg skal i eksemplet anta at forsikringstakeren kjøper en livsforsikring til 100 kroner i et forsikringsselskap, og at forsikringsselskapet videre investerer disse hundre kronene i en aksje med samme avkastningsfordeling som tidligere. Ved årets slutt vil forsikringstakeren motta 103 kroner dersom aksjen har sunket i verdi. (Forutsatt en rentegaranti på 3 %.) Dersom aksjen har steget i verdi vil han motta 120,55 kroner ( $103 + 30 - 3 * 0,65$ ). Dette vil gi forsikringskunden en forventet avkastning på 11,78 % ( $3 * 0,5 + 20,55 * 0,5$ ).

Ved fall i aksjeverdien må selskapet betale 13 kroner ( $90 - 100 - 3$ ) av sin egenkapital til kunden mens selskapet ved kursoppgang får et overskudd på 9,45 kroner ( $30 - 20,55$ ). Forsikringsselskapet får altså et forventet underskudd på 1,78 kroner ( $13 * 0,5 - 9,45 * 0,5$ ). Da dette ikke er en lønnsom investeringspolitikk for selskapet, vil det være optimalt for dem å velge en annen investeringsprofil.

Dersom selskapet isteden investerer i det risikofrie aktivumet, blir situasjonen annerledes. Dette vil gi kunden en sikker avkastning på 4,30 kroner ( $3 + 2 * 0,65$ ), mens selskapet får en avkastning på 0,70 kroner. Dette gjør at selskapet ved å investere i det minst risikable aktivumet får et garantert overskudd som er uavhengig



av markedsutviklingen. Dette skjer på bekostning av kundens avkastning. Kunden ville vært tjent med at midlene ble investert i mer risikable aktiva. Overskuddsdelingen, som gjør at livselskapet må bære hele nedsiderisikoen, gjør at det oppstår en konflikt mellom kunde og selskap med hensyn til hvilken kapitalforvaltning som bør velges.

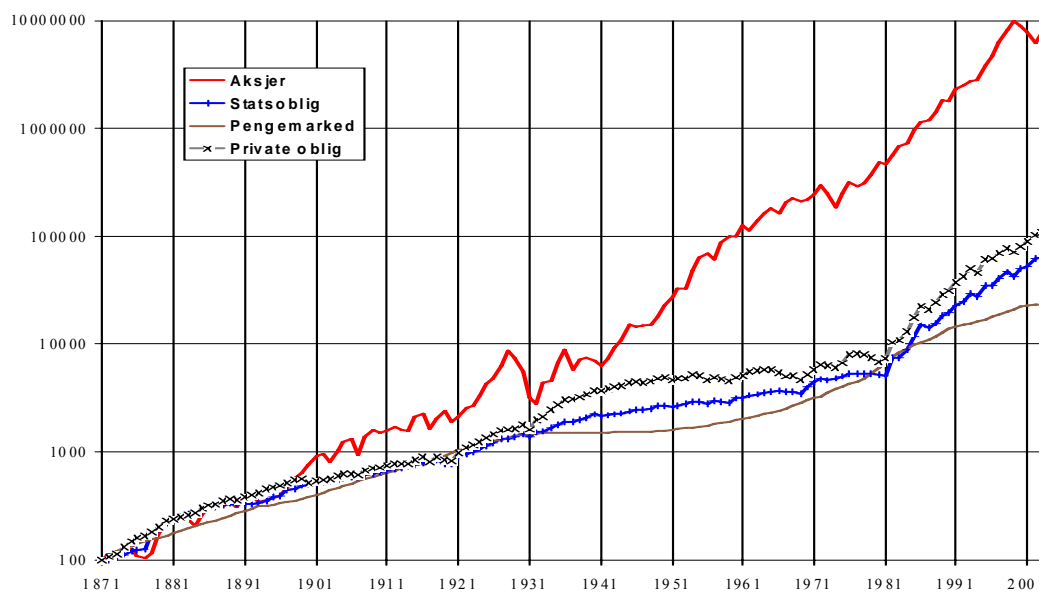
Som beskrevet under egenkapitalrisiko vil selskapet også ha insentiver til å unngå situasjoner der en betydelig del av egenkapitalen kan gå tapt. I likhet med kravet til en årlig rentegaranti vil overskuddsdelingen og interessekonflikten bidra til å redusere selskapets investeringshorisont. Livselskapene har ikke insentiver til å investere i aktiva med høyere forventet avkastning og risiko. Dette gjør at deres aktivaallokering hovedsakelig vil bestå av sertifikater og obligasjoner med en lav andel aksjer. Dermed blir ikke hensynet til en langsiktig effektiv forvaltning av livsforsikringskundernes midler ivaretatt. Resultatet er lavere avkastning.

Pensjonskassene står ovenfor den samme overskuddsdelingen, men det er indifferent for pensjonskassen om avkastningen kommer i form av lavere pensjonskostnader eller avkastning på egenkapitalen. Dette gjør at pensjonskassen velger det alternativet som gir best avkastning for forsikringstaker og selskap som helhet. Derfor vil det være mer lønnsomt for pensjonskassen å investere i den risikofulle aksjen enn i det risikofrie aktivumet. Dermed har pensjonskassene en optimal forvaltning av kapitalen, og man vil forvente at denne avkastningen overstiger livselskapenes avkastning grunnet ulike investeringshensyn i kapitalforvaltningen. Dette skyldes at det ikke er noen interessekonflikt mellom eier og forsikringstaker i pensjonskassen da de i kassen er en og samme enhet.

## 4.0 Kapitalforvaltning

### 4.1 Kapitalmarkedene

De ulike kapitalmarkedene er forbundet med forskjeller i forventet avkastning og et ulikt nivå på risiko. Selv om avkastningen i perioder vil være lav eller negativ for de mest risikable aktivaene, vil avkastningen over tid bli større enn for de mindre risikable aktivaene. Utviklingen i USA fra 1872 til 2003 viser at man ville ha oppnådd en betydelig meravkastning ved å være plassert i aksjer i forhold til de andre aktivaklassene. Figuren viser også at svingningene i avkastningen er mye større for aksjer enn for noen av de andre aktivaklassene. Dette gjør at aksjer er forbundet med større risiko.



Figur 4.1 Utviklingen i de Amerikanske markedene for aksjer, statsobligasjoner, pengemarked og private obligasjoner i perioden 1872 til 2003.<sup>24</sup>

Svingningene i avkastningen, målt ved standardavviket, viser at aksjer er mer enn dobbelt så volatil som det nest mest risikable aktivumet, nemlig private obligasjoner. Aksjenes standardavvik er på 18,84 %, mens det for private obligasjoner er 8,60 %. Til gjengjeld kan en over tid forvente en avkastning som er nesten det dobbelte ved å være plassert i aksjer. Risikopremien viser hvor mye meravkastning man ville ha

<sup>24</sup> Tall hentet fra Aon Grieg Investor

opnådd ut over pengemarked i perioden. Dersom standardavviket hadde blitt beregnet for perioder på fem år, og ikke årlig, ville standardavviket for aksjer ha blitt redusert betraktelig. Reduksjonen i standardavvik ville også ha vært større for aksjer enn for obligasjoner.

	Aksjer	Pengemarked	Statsobligasjoner	Private obligasjoner
Gjennomsnittsavkastning	10,60 %	4,26 %	5,30 %	5,78 %
Standardavvik	18,84 %	2,70 %	7,90 %	8,60 %
Risikopremie	6,34 %		1,03 %	1,52 %

*Tabell 4.1 Tabellen viser gjennomsnittsavkastning, standardavvik og risikopremie for de ulike aktivaklassene i USA i perioden 1872 til 2003.<sup>25</sup>*

---

<sup>25</sup> Tall hentet fra Aon Grieg Investor

## 4.2 Livselskapenes kapitalforvaltning

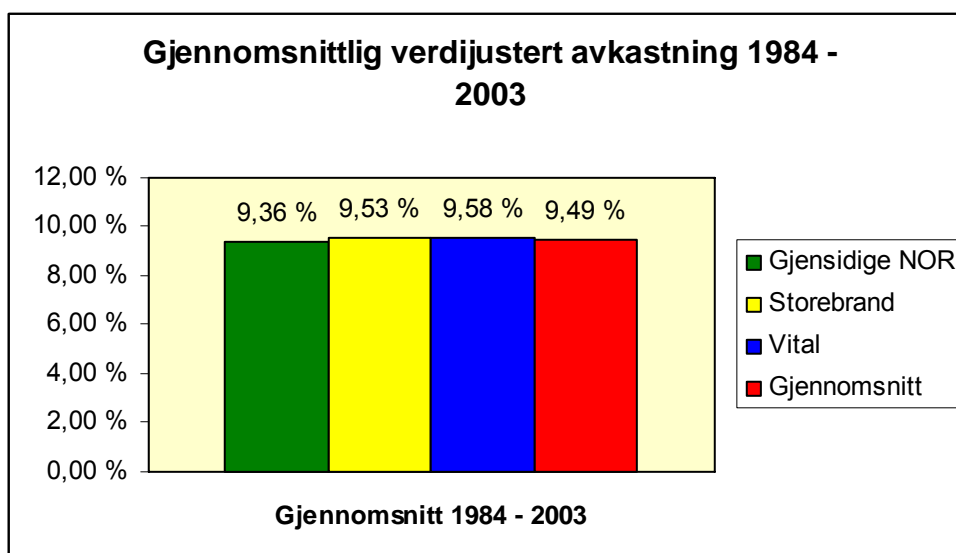
Livselskapene tilpasser sin aktivaallokering slik at de oppnår en høyest mulig avkastning til et akseptabelt risikonivå. Livselskapene må gjennom sin kapitalforvaltning sørge for å kunne oppfylle sine forpliktelser til en hver tid. Norske livselskaper har tilnærmet lik sammensetning av sin forsikringsportefølje og har derfor omtrent samme risikoprofil på passivasiden.<sup>26</sup> I tillegg til dette skal kapitalforvaltningen sørge for at den garanterte minsteavkastningen nås hvert år, selv om noe kan dekkes av opparbeidet bufferkapital. Kapitalforvaltningen er altså en meget sentral del av livselskapenes virksomhet, og hele 80 % av premien kundene betaler inn til selskapet, går direkte til kapitalforvaltning. (Premie for forsikringsrisiko og administrasjonskostnader utgjør henholdsvis 15 og 5 % av premieinnbetalingene.)

Vel 90 % av forskjellene i avkastning på investeringsaktiva mellom ulike livselskap kan forklares gjennom forskjeller i aktivaallokeringen.<sup>27</sup> Livselskapene er imidlertid forsiktige med å avvike for mye fra konkurrentene da de konkurrerer seg imellom både om egenkapital og kunder. Derfor vil de ulike livselskapene også få en relativt lik avkastning seg imellom. Dette illustreres i figuren under som viser de ulike selskapenes gjennomsnittlige avkastning i perioden fra 1984 til 2003. Jeg har valgt ikke å ta med de to siste årene da Gjensidige NOR ble en del av Vital etter DnBNOR fusjonen i 2004. Det er også verdt å legge merke til at gjennomsnittlig avkastning i pengemarkedet i samme periode var 9,09 % med en KPI på 3,5 % i gjennomsnitt. Dermed ser vi at livselskapene kun har generert en liten avkastning utover pengemarked i perioden. Dette vil jeg komme tilbake til senere i oppgaven.

---

<sup>26</sup> Kredittilsynet; tilstanden i finansmarkedet 2004; rapport: Mars 2005

<sup>27</sup> Etter samtale med Øystein Medlien, Aon Grieg Investor



Figur 4.2 Gjennomsnittlig verdijustert avkastning fra 1984 til 2003 for Storebrand, Vital og Gjensidige NOR samt de tre selskapene samlet. Figuren bygger på bokført avkastning frem til 1989 og deretter verdijustert avkastning.<sup>28</sup>

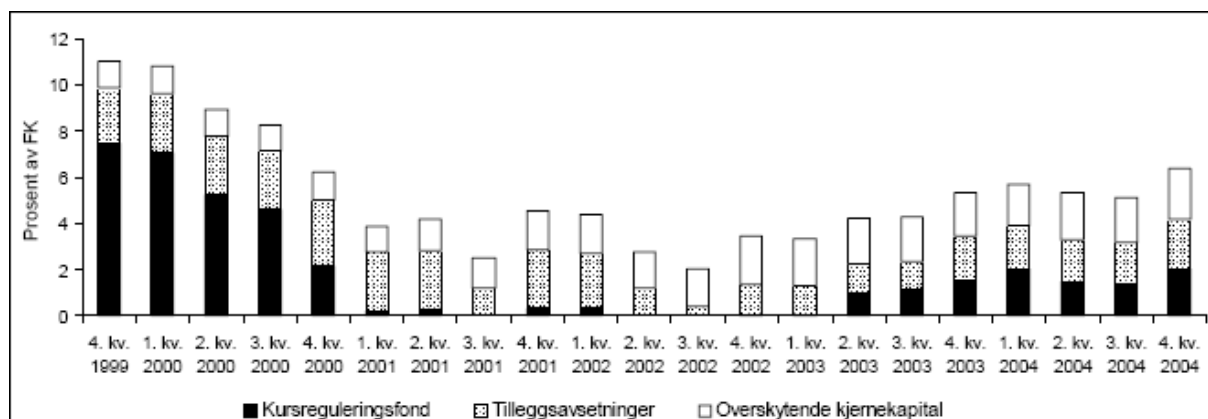
#### 4.2.1 Nærmere om livselskapenes bufferkapital

Livselskapenes finansielle styrke påvirkes av to forhold. For det første er bufferkapitalens størrelse viktig da den påvirker selskapets risikobærende evne. For det andre virker karakteren på livselskapets forpliktelser inn, da det er større usikkerhet forbundet med en kontrakt med lang levetid enn en med kortere levetid. Det kan hevdes at selskapene på grunn av liten bufferkapital driver med kortsiktig kapitalforvaltning for å oppfylle langsiktige pensjonsforpliktelser.<sup>29</sup> Det er kun aksjer, og til en viss grad eiendom, som har en så langsiktig karakter at de er i samsvar med selskapenes forsikringsforpliktelser. På grunn av kortsiktige hensyn og interessekonflikten investerer livselskapene i andre, mer kortsiktige aktiva som obligasjoner og sertifikater.

Størrelsen på selskapets bufferkapital påvirker som påpekt, over livselskapets risikobærende evne. I figuren illustreres utviklingen i livsforsikringsselskapenes bufferkapital.

<sup>28</sup> Egne beregninger basert på tall fra Kredittilsynet og Aon Grieg Investor (Vedlegg 2)

<sup>29</sup> Kredittilsynet; tilstanden i finansmarkedet 2004; rapport: Mars 2005



Figur 4.3 Kvartalsvis utvikling i livselskapenes bufferkapital fra utgangen av 1999 til utgangen av 2004.<sup>30</sup>

I 2004 utgjorde livselskapenes bufferkapital 6,4 % av selskapenes forvaltningskapital. Dette er imidlertid ikke en tilfredsstillende andel, da et livselskap ikke vil tåle en stresstest med en så liten buffer. En stresstest definert av kredittilsynet innebærer et samtidig fall på 30 % i totalindeksen ved Oslo Børs, et fall på 20 % i tilsvarende indekser i de internasjonale aksjemarkedene og en generell renteøkning på to prosentpoeng i norske og internasjonale rentemarkeder. Ved utgangen av 2005 hadde bufferkapitalen økt ytterligere til 7,5 % av forvaltningskapitalen. Dette er den største bufferandelen siden 1999, da den var på 11,1 %. Med et slikt nivå på bufferkapitalen tåler fem av seks selskaper en stresstest.

Den negative utviklingen i aksjemarkedet i 2000 og 2001 gjorde at bufferkapitalen ble redusert fra ca. 10 % til under 2 % av forvaltningskapitalen. Dermed ble selskapenes finansielle styrke betydelig svekket, og selskapene ble tvunget til å redusere sin aksjeandel. Dette har gjort at livselskapene i liten grad har tjent på oppgangen i aksjemarkedet i 2003 og 2004. Større bufferkapital er en forutsetning for at livselskapene skal kunne ta mer risiko i sin kapitalforvaltning i fremtiden.

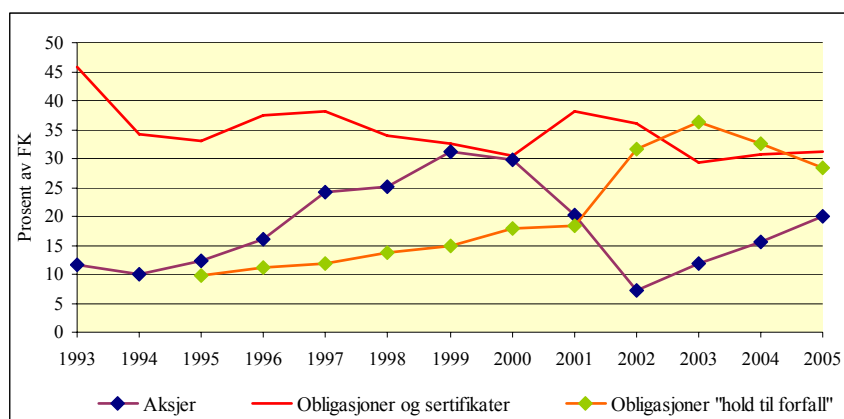
Det er flere grunner til at det er vanskelig for selskapene å få bygget opp en tilstrekkelig bufferkapital raskt nok. Overskuddsdelingen har ført til at majoriteten av overskuddet har blitt avsatt i et premiefond som ikke inngår i selskapets bufferkapital.

<sup>30</sup> Kredittilsynet; tilstanden i finansmarkedet 2004; rapport: Mars 2005

Tilleggsavsetningene har gjort det mulig å bygge opp en viss bufferkapital, men det er mange restriksjoner på hvor mye som kan settes av og hvordan avsetningene kan benyttes. Et annet problem er at dersom selskapet avsetter til tilleggsavsetninger så kan det være lite igjen til å betjene egenkapitalen. Dette kan føre til et stort press fra aksjonærene for å få fortjeneste av sin egenkapital, som gjør at majoriteten av overskuddet overføres til kundenes premiefond selv om det er et stort behov for å øke bufferkapitalen. Interessekonflikten gjør altså at aksjonærene ikke ønsker å bygge opp en tilstrekkelig stor bufferkapital raskt nok. Livselskapenes mulighet til å reise ytterligere bufferkapital i fremtiden avhenger av selskapets resultat, herunder utviklingen i rentenivået, aksjemarkedet og balansesammensetningen.

#### 4.2.2 Nærmere om livselskapenes aktivaallokering

Selskapene har måttet redusere risikoen på sin portefølje i takt med manglende bufferkapital. Dette illustreres i figuren under som viser utviklingen i livsforsikringsselskapenes balanse. Svak risikobærende evne etter nedgangen i 2001 og 2002 har gjort at selskapene først og fremst har redusert sin aksjeandel og økt andelen av obligasjoner som skal holdes til forfall. Dette innebærer at selskapene har bygget opp en portefølje som med stor sannsynlighet oppfyller rentegarantien de nærmeste årene.



Figur 4.4 Utviklingen i livselskapenes beholdning av aksjer, obligasjoner og sertifikater samt obligasjoner klassifisert som "hold til forfall" i perioden 1993 til 2005.<sup>31</sup>

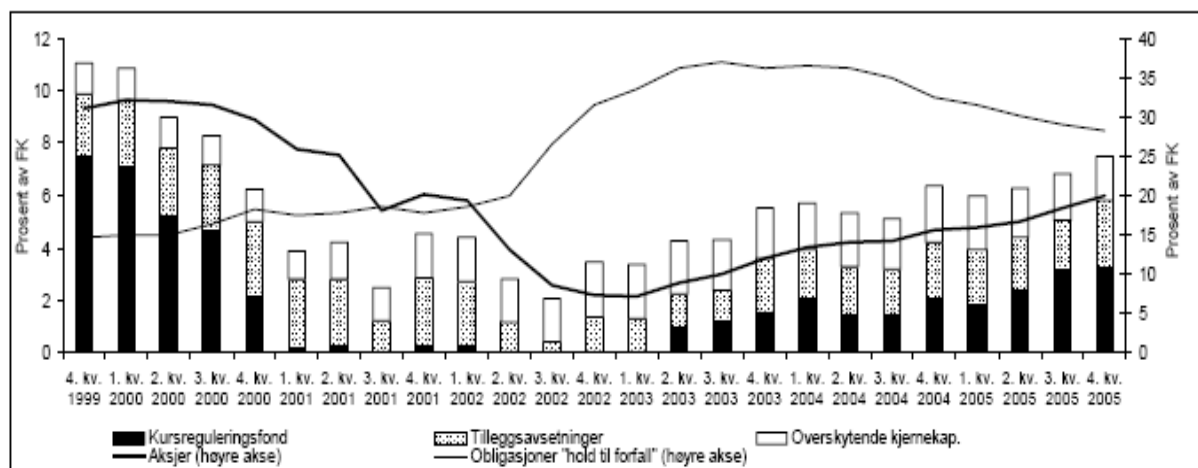
<sup>31</sup> Kredittilsynet; rapport for finansinstitusjoner; rapport: Mars 2005

Livselskapene blir tvunget til å selge seg ut av aksjer i takt med fall i aksjemarkedet etter hvert som bufferkapitalen reduseres. Selskapene har heller ikke mulighet til å komme seg inn igjen på aksjemarkedet før oppturen begynner, da bufferkapitalen fortsatt er lav. Når selskapene over tid får bygget opp sin bufferkapital, kan de igjen øke sin aksjeandel. Da har selskapene imidlertid gått glipp av en del av oppturen på markedet. Satt på spissen kan det derfor hevdes at selskapene, på grunn av svingninger i risikobærende evne, blir tvunget til å selge aksjer på bunn og kjøpe på topp. En slik investeringsstrategi resulterer i at livselskapene ikke klarer å oppnå en tilstrekkelig meravkastning over tid. Det er derfor viktig at det legges til rette i selskapenes rammebetingelser for rask oppbygning av bufferkapital, slik at selskapene kan opptre langsiktig i sin investeringsatferd.

Siden 2003 har aksjeandelen i livselskapene økt noe, men andelen var fortsatt relativt lav, 20 %, ved utgangen av 2005. Utenlandske verdipapirer har blitt mer og mer vanlig siden midten av 1990-tallet, særlig gjelder dette for aksjer. To tredjedeler av livselskapenes aksjer er nå plassert i utlandet. Selskapene fikk høye aksjegevinster i 2005, da både innenlandske og utenlandske børser var preget av sterk oppgang. I 2003 og 2004 gikk imidlertid livselskapene glipp av fortjeneste på det norske aksjemarkedet som steg mye i forhold til de internasjonale børsene. Rentepapirene har det vært svak avkastning på, da rentenivået fortsatt er lavt. I 2005 økte andelen av sertifikater og obligasjoner noe, mens andelen med "hold til forfall" obligasjoner ble redusert med omtrent fire prosent.

Figuren under viser utviklingen i bufferkapital, aksjeandel og "hold til forfall" obligasjoner fra 1999 til 2005. Figuren er en oppsummering av det jeg har søkt å forklare over, nemlig hvordan aktivaallokeringen påvirkes av livselskapenes beholdning av bufferkapital.





Figur 4.5 Kvartalsvis utvikling i livselskapenes bufferkapital samt andelen aksjer og obligasjoner som holdes til forfall fra utgangen av 1999 til utgangen av 2005.<sup>32</sup>

#### 4.2.3 Nærmere om livselskapenes aksjeandel

Livselskapene kan i dag ikke investere mer enn 35 % av sine forsikringstekniske avsetninger i aksjer. Høsten 1997 ble denne andelen satt opp fra 20 %. Kapitaldekningsreglene i Norge innebærer et dobbelt sett egenkapitalkrav for forsikringsselskaper. Reglene utgjøres av et solvenskrav etter EU-direktivene og et kapitalkrav for kredittrisiko (BIS-reglene). I resten av EØS gjelder disse kapitalkravene for kredittrisiko kun for banker og andre kredittinstitusjoner. For tiden arbeides det med et nytt regelverk i EU, Solvency II, som også vil få betydning i Norge. Da regelverket fortsatt er under utarbeidelse, er det i dag uklart hvilken virkning disse endringene vil få.

De gjeldende kapitaldekningsreglene er i utgangspunktet utarbeidet for banker og kredittforetak som i all hovedsak har kredittrisiko. De er derfor ikke tilpasset pensjonsforetakene. Regelverket ble utformet for å skape like konkurransevilkår den gang livselskapene også bedrev utlånsvirksomhet. Etter dereguleringen av kapitalmarkedene har denne utlånsvirksomheten blitt betydelig redusert i pensjonsforetakene. Livselskapene er utsatt for mindre kredittrisiko enn bankene, og forsikringskundene bærer en stor del av markedsrisikoen. Dette gjør at livselskapene har større evne til å bære risiko i kapitalforvaltningen sammenliknet med andre

<sup>32</sup> Kredittilsynets rapport for finansinstitusjoner 2005

kredittforetak. I pensjonsforetak ville det derfor ha vært mer hensiktsmessig med en kombinasjon av solvenskapitalregler og krav til bufferkapital.

Da aksjer er den aktivaklassen som over tid gir høyest avkastning burde aksjeandelen være langt høyere enn det den er i selskapene i dag, kanskje høyere enn 50 %. Avkastningen ville ha gjenspeilet den økte aksjeandelen ved at den hadde blitt utsatt for større svingninger, men over tid ville man med en større aksjeandel forventet en høyere avkastning enn det livselskapene har klart å oppnå med den historiske aktivaallokeringen. I EU ligger livselskapenes aksjeandel på mellom 50 til 80 %. Dette viser at man i land med et annet regelverk får en annen aktivaallokering.

Ved å konstruere en portefølje med 35 % aksjer ville avkastningen og risikoen ha økt.<sup>33</sup> En slik portefølje ville gitt en avkastning på 11,27 % i forhold til 9,37 % som livselskapenes historiske aksjeallokering har gitt. Standardavviket ville ha økt fra 4,81 % til 8,23 %. Dette innebærer at risikoen ville ha økt med omtrent fire prosentpoeng mens den forventede avkastningen ville ha økt med omtrent to prosentpoeng. Livselskapet får nå betalt for å ta mer risiko. En slik avkastning fordrer imidlertid at selskapet har en langsiktig investeringsstrategi slik at de tar mindre hensyn til kortsiktige svingninger i markedet. For at livselskapene skal kunne ha en tilstrekkelig langsiktig horisont i sine investeringer kreves en bedre risikobærende evne.

---

<sup>33</sup> Porteføljen består for øvrig av 40 % obligasjoner, 10 % anleggsobligasjoner, 10 % pengemarked og 5 % eiendom. Av aksjene er 65 % utenlandske og de resterende 35 % norske aksjer.



Figur 4.6 Historisk avkastning og risiko for ulike kapitalmarkeder samt livselskaperenes gjennomsnitt og hvor livselskapene ville vært plassert med en aksjeandel på 35 % til enhver tid i perioden 1984 til 2004. Livselskaperenes tall bygger på bokført avkastning frem til 1989, deretter verdijustert.<sup>34</sup>

Det er flere årsaker til at aksjeandelen ikke er så høy som avkastningen over tid skulle tilsi. Dagens norske regnskapsregler spesifiserer at aktiva og passiva skal føres opp til markedsverdier i balansen. Dermed vil endringer i det norske rentenivået påvirke både verdien av aktivasiden og verdien av pensjonsforpliktelsene. Det at forpliktelsene er forbundet med høy rentefølsomhet tilsier at aktivaene også burde ha en tilsvarende høy rentefølsomhet. Livselskapene er tjent med å tilpasse aktivasidens og passivasidens egenskaper. Aksjer, eiendom og obligasjoner med lang løpetid er aktiva forbundet med høy rentefølsomhet. Problemet er at på kort sikt er det også andre forhold enn renten som påvirker verdien av aksjer og eiendom.

Et annet forhold som påvirker selskapets aksjeandel er deres kortsiktige evne til å bære risiko. Dersom livselskapet i et år ikke klarer å oppnå den garanterte avkastningen, må manglende avkastning dekkes av selskapets egenkapital, gitt at det ikke finnes annen bufferkapital tilgjengelig. Egenkapitalrisikoen legger derfor en begrensning på selskapenes mulighet til å investere i volatile aktiva som aksjer og langsiktige obligasjoner.

<sup>34</sup> Egne beregninger basert på tall fra Kredittilsynet og Aon Grieg Investor (Vedlegg 3)

### 4.3 De private pensjonskassenes kapitalforvaltning

Strengt regler for pensjonskassenes kapitalforvaltning gjør at heller ikke de følger en langsiktig optimal investeringsstrategi. I pensjonskassene eksisterer riktignok ikke den samme interessekonflikten som i livselskapene. Dette gjør at egenkapitalrisikoen ikke er like fremtredene i pensjonskassene. Tandberg identifiserer i sin rapport tre ulike grunner til at pensjonskassene ikke tilpasser sin investeringsstrategi optimalt.<sup>35</sup>

- Regelverket for ansvarlig kapital medfører at kapitaldekningen i pensjonskassene blir meget lav, på tross av store premiefond. Den lave kapitaldekningen gjør at pensjonskassene må begrense sin risiko, noe som fører til en lav aksjeandel i investeringsporteføljen.
- Regelverket tar ikke hensyn til at norske pensjonsordninger gjennomgående er ytelsesbaserte.
- Dagens regelverk tar lite hensyn til pensjonssparingens langsiktige karakter, for eksempel ved at det kreves en årlig garantert minsteavkastning.

Også for pensjonskassenes kapitalforvaltning er det overordnede målet å oppnå en størst mulig langsiktig avkastning til et akseptabelt nivå på risiko. Avkastningen må på lang sikt være stor nok til å dekke de fremtidige pensjonsforpliktelsene, samt at det må være sammenheng mellom kassens aktiva- og passivaside. Verdien av pensjonsforpliktelsene varierer over tid. Dette medfører at en aktivaallokering som samvarierer med pensjonsutbetalingene er fordelaktig. Aksjer og fast eiendom er realaktiva som gir god beskyttelse mot økte fremtidige utbetalinger som følge av reallønnsvekst. Obligasjonsinvesteringer, derimot, gir faste nominelle rentebetalinger. Sertifikater kan være greit da de kan reinvesteres til den gjeldende nominelle renten i løpet av rimelig kort tid.

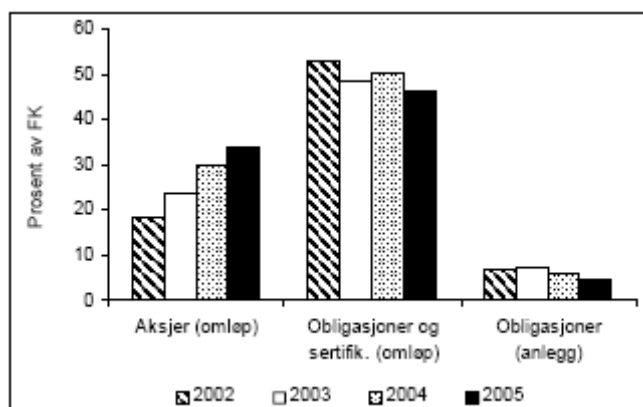
Flere av de store pensjonskassene har en høy andel aksjer i balansen, og andelen har økt de senere årene.<sup>36</sup> Sammenliknet med livselskapene har pensjonskassene en høyere aksjeandel. I 2004 hadde pensjonskassene en aksjeandel på 32 % sammenliknet med livselskapenes 15,7 %. Pensjonskassene sitter med en relativt

---

<sup>35</sup> Tandberg, Olav, SNF-rapport 49/96

<sup>36</sup> Kredittilsynet; tilstanden i finansmarkedet 2005; rapport: Februar 2006

stor andel utenlandske aksjer på 49 %. Dette er allikevel en betydelig lavere andel enn livselskapene som har drøyt 2/3 av den totale aksjeporteføljen plassert i utenlandske aksjer.<sup>37</sup> Dette har gjort at pensjonskassene i større grad enn livselskapene har tjent på oppgangen i det norske aksjemarkedet fra 2003. En lavere andel utenlandske aksjer i pensjonskassene i forhold til i livselskapene kan skyldes størrelsesforskjeller. Da livselskapene er store aktører på det norske markedet kan de ikke gå inn og ut av Oslo Børs uten å påvirke kursene. De aller fleste pensjonskassene er mindre aktører slik at de ikke må ta hensyn til faren for at kursene på aksjemarkedet påvirkes av deres handlinger. I figuren under vises utviklingen i de private pensjonskassens aktivaallokering.



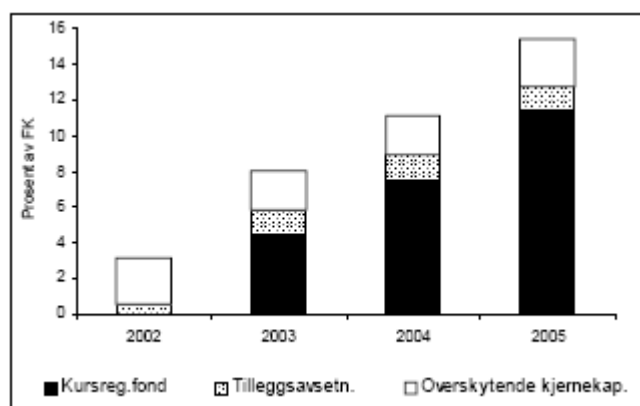
*Figur 4.7 Utviklingen i de private pensjonskassenes beholdning av aksjer, anleggsobligasjoner og obligasjoner og sertifikater i prosent av forvaltningskapitalen fra 2002 til 2005.<sup>38</sup>*

Da sponsorene til pensjonskassene skyter inn ekstra kapital når det er nødvendig, kan kassene opprettholde en høyere aksjeandel enn livselskapene gjennom nedturer i aksjemarkedet. Dette gjorde at kassene nøt godt av oppgangen i 2003. Som et resultat av dette viste pensjonskassene en sterk resultatforbedring i 2003 etter et veldig svakt år i 2002. Livselskapene måtte som beskrevet over redusere sin aksjeandel betraktelig, og fikk derfor ikke tilsvarende gode resultater i 2003.

<sup>37</sup> Kredittilsynet; tilstanden i finansmarkedet 2004; rapport: Mars 2005

<sup>38</sup> Kredittilsynet; tilstanden i finansmarkedet 2005; rapport: Februar 2006

I utgangen av 2005 hadde pensjonskassene en bufferkapital på 15,4 % av forvaltningskapitalen, sammenliknet med livselskapenes 7,5 %.<sup>39</sup> En større bufferkapital gir pensjonskassene en bedre risikobærende evne enn livselskapene. Dette gjør igjen at pensjonskassene kan operere med en relativt sett høyere aksjeandel. I løpet av 2005 økte kassenes aksjeandel med fire prosentpoeng til 34 %. Utviklingen i aksjemarkedet de senere årene har, kombinert med en høy andel norske aksjer, bidratt til å styrke pensjonskassenes bufferkapital de siste årene. Figuren under viser utviklingen i de private pensjonskassenes bufferkapital.



*Figur 4.8 Utviklingen i de private pensjonskassenes bufferkapital i perioden 2002 til 2005.*<sup>40</sup>

I henhold til dagens regelverk kan premiefondet bare benyttes til å dekke inn underskudd når all annen bufferkapital og egenkapital er tapt. For ytelsesbaserte ordninger med investeringsvalg derimot kan premiefondet benyttes til å dekke inn manglende avkastning, og er dermed en del av den tradisjonelle bufferkapitalen. Pensjonskassene hadde i tillegg til bufferkapitalen et premiefond på 6 % av forvaltningskapitalen. Dersom premiefondet hadde blitt inkludert som en del av bufferkapitalen ville dette ha bedret pensjonskassens risikobærende evne betraktelig.

<sup>39</sup> Kredittilsynets rapport for finansinstitusjoner 2005

<sup>40</sup> Kredittilsynet; tilstanden i finansmarkedet 2005; rapport: Februar 2006

## 5.0 Historisk avkastning

### 5.1 Ulike avkastningsbegreper

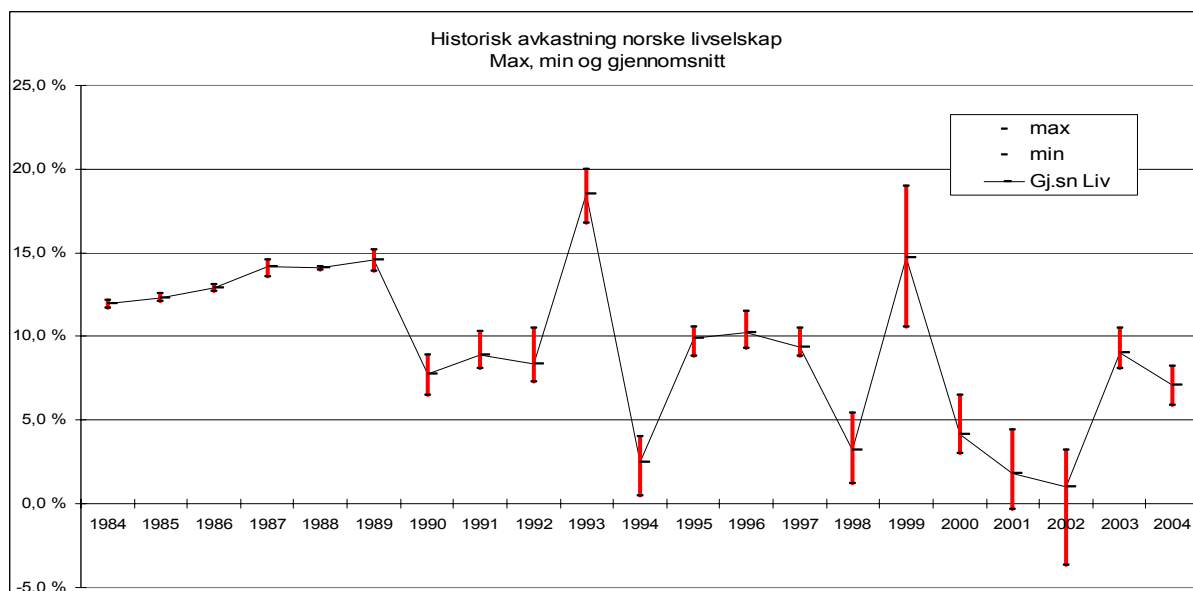
Det finnes tre måter å måle selskapets kapitalavkastning på, de ulike variantene er definert av Kredittilsynet. Kapitalavkastningen, kapitalavkastning 1, viser netto realiserte inntekter av finansielle eiendeler inklusive verdiregulering på fast eiendom uttrykt i prosent av selskapets gjennomsnittlige forvaltningskapital i året.

Verdijustert kapitalavkastning, eller kapitalavkastning 2, viser realiserte inntekter av finansielle eiendeler, verdiregulering av fast eiendom og årets endring i kursreserver, uttrykt i prosent av selskapets gjennomsnittlige forvaltningskapital i året målt etter markedsverdi. Kapitalavkastning 3 beregnes som kapitalavkastning 1, men inkluderer også totale endringer i merverdier. Kapitalavkastning 3 inkluderer altså anleggsobligasjoner, hold til forfall, som i noen selskaper utgjør opptil 40 % av eiendelene.

Jeg vil i det påfølgende benytte den verdijusterte avkastningen da det er denne størrelsen som viser selskapets faktiske inntjening. Mye taler for at kapitalavkastning 3 har blitt et viktigere måltall de siste årene ettersom andelen anleggsobligasjoner i selskapenes portefølje har økt. Da kapitalavkastning 3 er et relativt nytt måltall, finnes det også lite historiske data. Jeg velger derfor å benytte kapitalavkastning 2, da dette er den tradisjonelle størrelsen som benyttes ved måling av selskapenes avkastning.

## 5.2 Historisk avkastning i livselskapene

Som beskrevet tidligere er livselskapene relativt like i sin kapitalforvaltning, slik at deres avkastning blir relativt lik. Det er imidlertid relativt store avkastningsforskjeller i topp og bunnperioder som skyldes forskjeller i aktivaallokeringen. Figuren under viser livselskapenes gjennomsnittlige, beste og dårligste avkastning fra 1984 og frem til i dag. Den beste avkastningen i 1999 oppnådde for eksempel KLP som hadde en stor andel av sine aksjer i nordiske aksjer. Dette gjorde at de fikk være med på oppturen i det nordiske aksjemarkedet drevet av Nokia og Ericsson. Det er også interessant å legge merke til at forskjellen mellom beste og dårligste selskap har blitt større over tid, selv om det ikke er et selskap som systematisk gjør det best eller dårligst gjennom perioden.



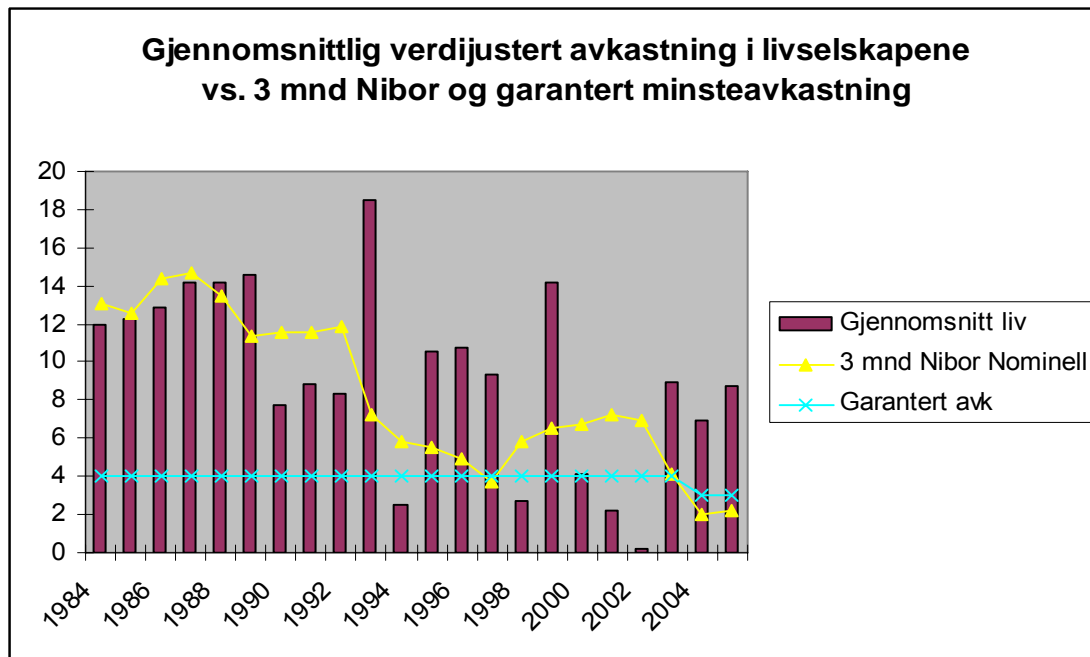
Figur 5.1 Livselskapenes gjennomsnittlige avkastning, samt maksimums- og minimumsverdier for perioden 1984 til 2004. Avkastningen er bokført frem til 1989 og deretter verdijustert.<sup>41</sup>

Avkastningen i livselskapene har stort sett fulgt markedsutviklingen. Avkastningen er mindre volatil enn aksjemarkedet da livselskapene justerer sin risikoeksponering i forhold til deres risikobærende evne. Livselskapene har historisk ikke vært i stand til å generere noen særlig meravkastning utover pengemarkedsrenten. Fra 1984 til 2003 var denne i snitt 9,09 %, mens livselskapenes gjennomsnittlige avkastning i den

<sup>41</sup> Egne beregninger basert på tall fra Kredittilsynet og Aon Grieg Investor (Vedlegg 4)



samme perioden til sammenlikning var på 9,48 %.<sup>42</sup> I figuren under vises livselskapenes gjennomsnittlige verdijusterte avkastning fra 1984 til 2005 og utviklingen i pengemarkedsrenten. Vi ser at den avkastningen livselskapene har oppnådd er lav, sammenliknet med den risikofrie pengemarkedsrenten.



Figur 5.2 Gjennomsnittlig oppnådd avkastning i Livselskapene i forhold til pengemarkedsrenten, 3 måneders Nibor, i perioden 1984 til 2005. Tallene er bokført frem til 1989 og deretter verdijustert.<sup>43</sup>

I begynnelsen av perioden var det en fallende rentekurve kombinert med en plasseringsplikt i obligasjoner. Dette gjorde det spesielt vanskelig for selskapene å oppnå en meravkastning ut over pengemarked. Men også i senere år har meravkastningen vært liten. Selv om dette er en meget spesiell tidsperiode, kan mye av den lave avkastningen trolig forklares med interessekonflikten i livselskapet som gjør at aksjonærene beskytter sin egenkapital. I perioder med liten bufferkapital reduserer selskapet sin aksjeeksponering på grunn av lavere risikobærende evne. Selskapet bygger da opp en portefølje som med stor sannsynlighet oppfyller den

<sup>42</sup> Avkastningstallet bygger på Storebrand, Gjensidige NOR og Vital, og er bokført avkastning frem til 1989 deretter verdijustert.

<sup>43</sup> Egne beregninger basert på tall fra Kredittilsynet, Norges Bank og Aon Grieg Investor (Vedlegg 5 og 7)

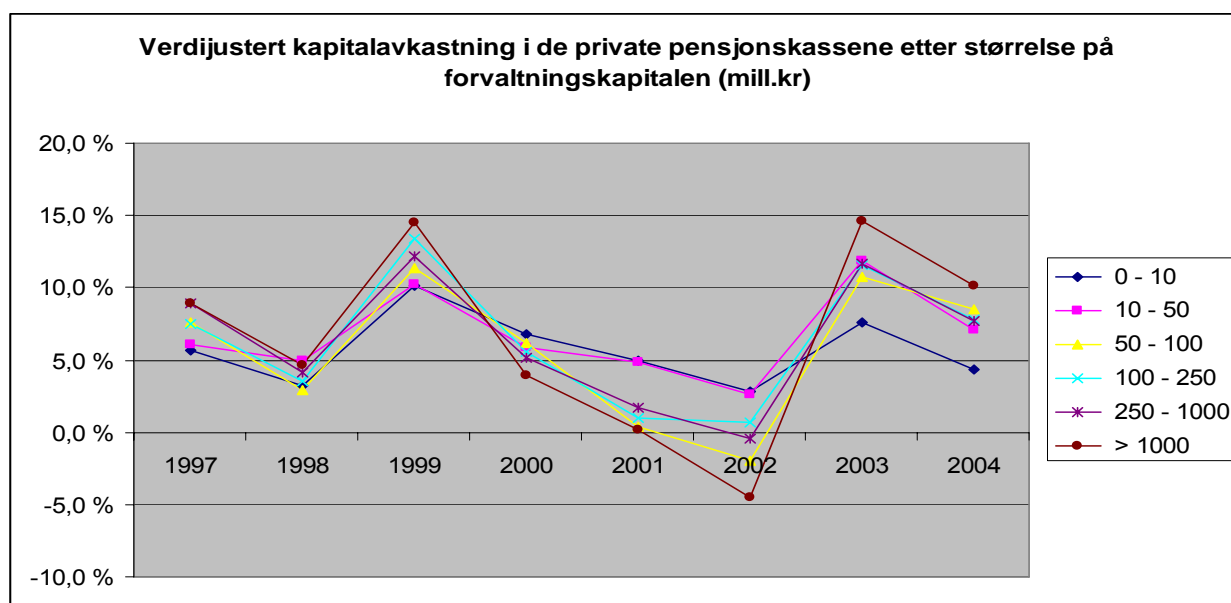
garanterte minsteavkastningen. Når bufferkapitalen over tid bygges opp igjen, forbedres den risikobærende evnen og risikoen i porteføljen tillates å øke.

På 1980-tallet var ikke garantien et tema, da rentene lå langt over det garanterte nivået. Etter hvert som renten har blitt svekket, har utfordringen med å oppfylle rentegarantien blitt atskillig større. For å gjøre dette lettere, har Kredittilsynet satt ned grunnlagsrenten med et prosentpoeng fra 2004. Men da dette kun gjelder for nytegninger, tar det lang tid før effektene av endringen får betydning for selskapenes garanterte avkastning.

### 5.3 Historisk avkastning i pensjonskassene

Pensjonskassene er ikke like homogene som livselskapene når det gjelder aktivaallokering og oppnådd avkastning. Figuren under viser den verdijusterte kapitalavkastningen i de private pensjonskassene fra 1997 til 2004. Figuren viser at de største pensjonskassene, i form av forvaltningskapital, svinger mer enn de mindre kassene. Dette skyldes at de større kassene har en større aksjeeksponering enn de mindre kassene, grunnet en annen risikoprofil. For å kunne ha en større aksjeeksponering i pensjonskassen må det være nok egenkapital slik at kassen har en tilstrekkelig stor buffer og et akseptabelt risikonivå. Det at de større kassene har en sterkere sponsor i bakgrunn, gjør at de har muligheten til å ta mer risiko enn de mindre kassene. En annen grunn til at de større pensjonskassene gjør det bedre kan være at de legger mer vekt på kapitalforvaltningen.

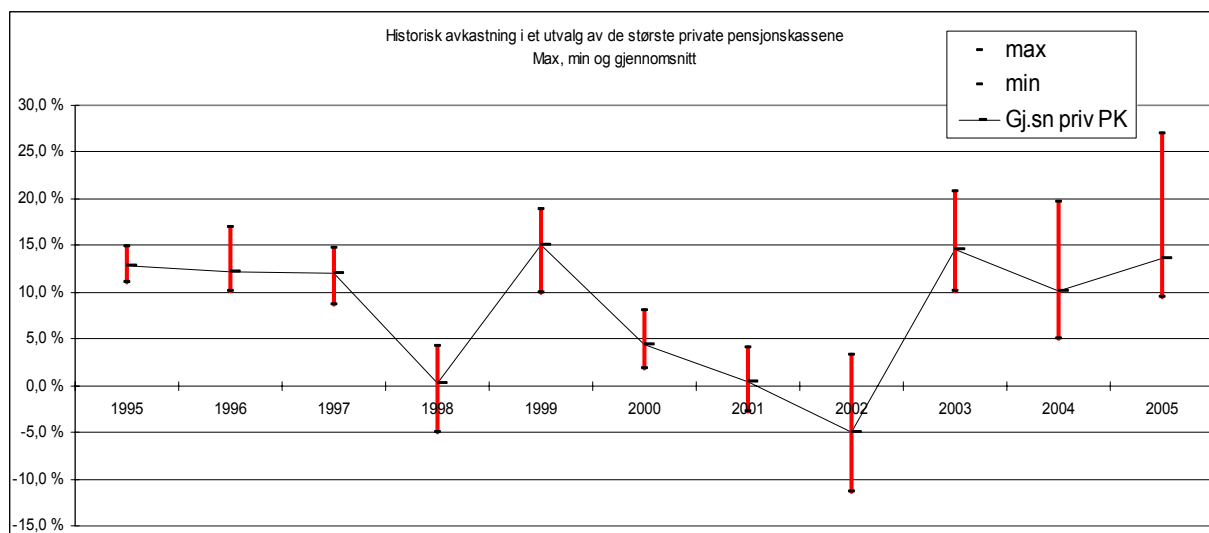
For at en pensjonskasse skal kunne drives lønnsomt bør forvaltningskapitalen være større enn 100 millioner kroner i følge Håkon P. Söderström.<sup>44</sup> Dersom kompetansen allerede finnes i bedriften vil denne kritiske størrelsen reduseres noe.



Figur 5.3 Verdijustert avkastning i de private pensjonskassene i perioden 1997 til 2004. Pensjonskassene er inndelt i forhold til størrelsen på deres forvaltningskapital.<sup>45</sup>

<sup>44</sup> Etter samtale med Håkon P. Söderström

I figuren under vises resultatene i et utvalg av de største private pensjonskassene. Den illustrerer at det også er store forskjeller i den årlige avkastningen mellom de ulike pensjonskassene. De senere årene har forskjellene mellom beste og dårligste selskap har blitt større, noe som kan skyldes de senere års svingninger i de ulike kapitalmarkedene. Det er ikke er en pensjonskasse som systematisk gjør det bedre eller dårligere gjennom perioden, men hvilken kasse som utmerker seg er mindre tilfeldig enn hos livselskapene. Det er et utvalg av kassene som gjør det bedre enn resten over tid, men de er også utsatt for større svingninger i løpet av perioden. Dette tyder på at kassene har ulik risikoprofil, ved at noen av de utvalgte kassene tar større risiko enn andre i sin kapitalforvaltning.



Figur 5.4 Gjennomsnittlig verdjustert avkastning, maksimums- og minimumsavkastning i et utvalg av de største private pensjonskassene i Norge.<sup>46</sup>

<sup>45</sup> Tall hentet fra Norske Pensjonskassers Forening (Vedlegg 6)

<sup>46</sup> Dette utvalget består av 10 av de 15 største private pensjonskassene i Norge og tallene er hentet fra disse pensjonskassene. (Vedlegg 6)

## 5.4 Sammenlikning av oppnådd avkastning

I 2005 oppnådde pensjonskassene en verdijustert avkastning på 14,4 %, det beste livselskapet fikk derimot en avkastning på 9,2 %.<sup>47</sup> Håkon Persen Søderstrøm uttalte til Finansavisen:<sup>48</sup> ”Det er ingen hokuspokus som ligger bak. I ytelsesordninger må man ha risikobærende evne og vilje til å ta risiko. Pensjonskassene har større evne til å ta risiko siden de har større bufferkapital.” Som vist tidligere reflekteres det at livselskapene har for lav bufferkapital og dermed ikke kan ta tilstrekkelig risiko i deres aksjeandel. Storebrand hadde for eksempel en aksjeandel på 26 % ved utgangen av 2005. Da oppnådde de en verdijustert avkastning på 7,5 %. En av landets største private pensjonskasser oppnådde en verdijustert avkastning på 25 % i samme periode da de hadde en aksjeandel på nær 50 %. Søderstrøm uttalte videre at: ”Det er bufferkapitalen som er nøkkelen, ikke forvaltningen.”

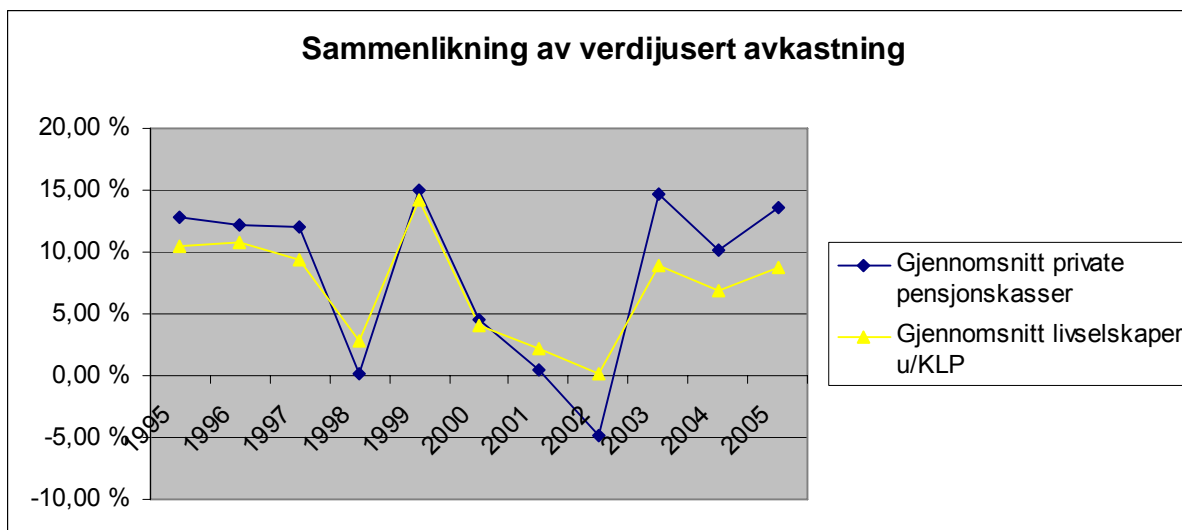
Figuren under viser gjennomsnittelig verdijustert avkastning i livselskapene, utenom KLP, og et utvalg av de største private pensjonskassene fra 1995 og frem til 2005.<sup>49</sup> Det går frem at pensjonskassenes avkastning er mer volatil, men at den ligger på et høyere nivå enn livselskapenes i samtlige år bortsett fra bunnene i 1998, 2001 og 2002. Dette er rimelig, da pensjonskassenes relativt høyere aksjeandel gjør at de vil merke disse nedturene mer enn livselskapene. Pensjonskassenes gjennomsnittlige verdijusterte avkastning i perioden var på 8,25 %, mens den tilsvarende verdijusterte avkastningen i livselskapene var 7,15 %. Dette gir en meravkastning i kassene på omtrent et prosentpoeng.

---

<sup>47</sup> Kredittilsynets rapport for finansinstitusjoner 2005

<sup>48</sup> Pensjonskasser knuser livselskapene; Finansavisen 21.02.06

<sup>49</sup> Dette utvalget består av 10 av de 15 største private pensjonskassene i Norge



*Figur 5.5 Gjennomsnittlig verdijusert avkastning i livselskapene foruten KLP i forhold til gjennomsnittet i de private pensjonskassene i perioden 1995 til 2005.<sup>50</sup>*

En undersøkelse foretatt av Håkon P. Søderstrøm støtter mine funn da den viste at den gjennomsnittlige årlige verdijuserte avkastningen i private pensjonskasser de siste 10 årene har vært vel 0,5 % høyere enn avkastningen i livselskapene. Pensjonskassene har hatt et snitt på 6,9 til 7 %, mens livselskapene har ligget på 6,4 til 6,5 %. Disse resultatene er noe lavere enn de jeg har kommet frem til, noe som kan forklares med at jeg i min undersøkelse i tillegg har fått med de to gode årene 1995 og 2005. Dette vil bidra til å dra gjennomsnittsavkastningen opp.

Resultatene bygger riktignok på en meget kort tidshorisont. Dette gjør at resultatene ikke er spesielt robuste. Det er imidlertid ingen indikasjoner på at pensjonskassene som gruppe gjør det dårligere enn livselskapene, snarere tvert imot. Det er vel og merke store variasjoner innen gruppene, særlig for kassene, som påpekt over.

For å få et korrekt bilde av hva kundene sitter igjen med av avkastning på pensjonsmidlene i en pensjonskasse kontra et livselskap, må avkastningstallene korrigeres for ulikhetene i overskuddsdelingen. Dette innebærer at det må justeres for eieruttaket i livselskapene og for en rimelig avkastning på den egenkapitalen som er skutt inn i pensjonskassene. I beregningene legges det til grunn et eieruttak i livselskapene på 20 til 25 % av overskuddet og et avkastningskrav på 10 % på

<sup>50</sup> Egne beregninger basert på tall fra Kredittilsynet og et utvalg av de største private pensjonskassene (Vedlegg 2 og 6)

egenkapitalen i pensjonskassene. Når det korrigeres for disse effektene i Søderstrøms undersøkelse øker meravkastningen på pensjonsmidlene i en egen pensjonskasse fra vel 0,5 % til 0,6 – 0,7 % til fordel for pensjonskassene.

Forskjellene i avkastning kan forklares på bakgrunn av tre forhold:

- Forskjeller i aktivaforordelingen over tid
- Ulik seleksjon av markeder, aksjer og obligasjoner
- Timing, det vil si hvilken grad og på hvilket tidspunkt investeringsporteføljen skifter mellom ulike aktivaklasser og instrumenter.

Av størst betydning er effekten av en høyere aksjeandel over tid i pensjonskassene i forhold til i livselskapene. De ti siste årene har pensjonskassene hatt en gjennomsnittlig aksjeandel på 23 % mot livselskapenes 16 % av forvaltningskapitalen. Ved å benytte historiske tall for meravkastning i aksjemarkedet, i forhold til rente- og eiendomsmarkedet, fant Søderstrøm at ulik aksjeandel kan forklare omtrent halve meravkastningen.

En stor del av den øvrige meravkastningen kan sannsynligvis tilskrives timingeffekten. Interessesmotsetningene i livselskapet gjør at livselskapene tenderer til å selge seg ned i aksjemarkedet når kursene er fallende og lave, for så å øke sin aksjeeksponering når kursene er oppadgående og høyere. I pensjonskassen eksisterer ikke denne interessekonflikten da eier og forsikringstaker er en og samme enhet. Pensjonskassens sponsor har vært mer villige enn livselskapets aksjonærer til å spytte inn ekstra kapital når det er dårlige tider i finansmarkedene. Dette har gjort at kassene ikke i like stor grad som livselskapene har måttet selge seg ut av aksjemarkedet i nedgangsperioder. Forvaltningsdyktighet har trolig liten forklaringskraft når det gjelder ulik oppnådd avkastning.

## 6.0 Virkninger av det nye regelverket

Som følge av den nye forsikringsloven fjernes den gamle overskuddsdelingen. Nå er det er kunden som skal få all avkastning fra investeringsvalg- og kollektivporteføljen. En virkning av dette er at livselskapet ikke har det samme incentivet til å forvalte kapitalen på en best mulig måte, da de ikke lenger får en del av det overskuddet de generer. Det vil allikevel være i livselskapets interesse å gjøre det bedre enn konkurrentene, slik at de reduserer risikoen for at kundene flytter sine midler til et annet selskap. Problemet med en lite optimal kapitalforvaltning på grunn av interessemotsetninger i livselskapet vil heller ikke forsvinne som følge av den nye lovgivningen.

Livselskapene skal nå få fortjeneste ved å prise sine tjenester og rentegarantien på forhånd. Da det er konkurranse på markedet om å tiltrekke seg kunder, vil denne prisen kunne bli et konkurranseelement. Det at selskapene underpriser sine tjenester kan i ettertid føre til at selskapene reduserer porteføljens risiko for å begrense sin egenkapitalrisiko. Dette vil gjøre at selskapenes forventede avkastning reduseres ytterligere og kundene taper i form av redusert avkastning.

Det er viktig med konkurranse på markedet for å unngå en monopoltilpasning, men dersom prising av rentegarantien og livselskapets tjenester blir det eneste konkurranseelementet, vil dette kunne gå utover kundenes avkastning. Dermed kan det bli en dyr pris å betale for feilprisingen på markedet. På lang sikt er det sannsynlig at oppnådd avkastning også blir et konkurranseelement. Det er imidlertid flere i bransjen som mener at prisingen vil kunne bli livselskapenes hovedfokus, i alle fall på kort sikt.<sup>51</sup> En løsning der oppnådd avkastning også blir et konkurranseelement vil sannsynligvis være en bedre løsning for kunden, da dette samtidig med priskonkurranse vil gi selskapet en egeninteresse av å oppnå god avkastning.

Utover dette øker kompleksiteten innen ytelsesbaserte ordninger betraktelig. Dette gjør at innskuddsordninger vil bli mer og mer aktuelle i fremtiden. Dersom ikke

---

<sup>51</sup> Etter samtale med Øistein Medlien



reglene for anvendelse av bufferkapitalen endres, vil mye tale for å gå over til investeringsvalgordninger som gir større tilgang på bufferkapital. En mulighet er å la premiefondet bli en del av bufferkapitalen i pensjonskassen, eller å la tilleggsavsetningene dekke negativ avkastning.

Ny lovgivning vil også skape større usikkerhet for kundene, da kundene nå kan få utskrevet ekstrapremier for pensjonsopptjening. Dette gjør at risikoen overføres fra livselskapet til kunden. Dermed forsvinner bedriftens argument om å bruke et livselskap fremfor en pensjonskasse for å redusere risiko. Dette vil gjøre en pensjonskasseløsning mer fordelaktig enn med det gamle regelverket.

## 7.0 Konklusjon

Dersom en pensjonskasse klarer å oppnå en meravkastning i forhold til et livselskap på rundt et prosentpoeng, vil dette gi en reduksjon i pensjonskostnadene over tid med i overkant av 20 %.

En slik kostnadsbesparelse er imidlertid kritisk avhengig av kapitalforvaltningen. Et fortsatt lavt rentenivå tvinger pensjonskassene til å ta mer risiko i sin aktivaallokering for å oppnå en tilfredsstillende avkastning. For å være i stand til å bære den økte risikoen er pensjonskassene avhengig av å bygge opp en større bufferkapital enn det som tidligere har vært den optimale størrelsen på denne kapitalen. Dette gjelder ikke minst i form av kursreserver som det ikke er knyttet noen anvendelsesbegrensninger til.

Pensjonskasser som har de rette rammebetingelsene i form av risikobærende evne, oppnår betydelig bedre resultater enn livselskapene. Livselskapene har generert en lav meravkastning over tid utover pengemarkedsrenten. Dette er tilfellet mye på grunn av rammebetingelsene som gjør det vanskelig å bygge opp tilstrekkelig bufferkapital raskt nok, og egenkapitalrisikoen som gjør livselskapene passive i sin investeringsstrategi.

Tendensen til at livselskapene ved fallende aksjemarkeder reduserer sin aksjeeksponering i porteføljen for å redusere eiernes egenkapitalrisiko, er en av årsakene til de skuffende resultatene. Dette fører til at kundene går glipp av deler av den påfølgende kursoppgangen, og dermed blir resultatet en lavere kapitalavkastning som igjen vil medføre høyere pensjonskostnader. Interessekonflikten eksisterer ikke i pensjonskassen der lavere driftskostnader, god risikostyring og høy avkastning over tid reduserer bedriftens pensjonskostnader. Den nye loven vil sannsynligvis gjøre livselskapene insentiver til å oppnå en god avkastning enda mindre, da livselskapene nå ikke får en del av overskuddet ved positiv avkastning utover garantien.

Det at lovreglene er sammenfallende for livselskapene og pensjonskassene har uheldige virkninger. De to institusjonene er ikke like, da det er forskjeller i interessene som påpekt over. Hvorvidt livselskapene og pensjonskassene faktisk konkurrerer, er et interessant spørsmål jeg ikke har diskutert her. Dersom dette ikke er tilfellet, er reglene lite hensiktsmessige. Det er kunden som taper på interessekonflikten og egenkapitalrisikoen i livselskapet i form av lavere avkastning som vist over.

En mer optimal tilpassning, og dermed et bedre utfall for kundene kan oppnås ved å foreta noen endringer i selskapenes rammebetingelser. En endring som tillater at tilleggsavsetningene kan dekke negativ avkastning i pensjonskassene, og andre kapitaldekningsregler for både livselskaper og pensjonskasser, er elementer som vil gjøre bufferkapitalen mer anvendelig. Ved å gi kunden et tilbud om å velge bort årlig garanti og flytterett til fordel for en mer langsiktig garanti kan også mulighetene for økt avkastning bedres da selskapene blir mer langsiktige i sin kapitalforvaltning.

Den observerte forskjellen i avkastning mellom større og mindre pensjonskasser gjør at en pensjonskasse ikke er et reelt alternativ for små bedrifter. Dagens regelverk åpner ikke for en felles pensjonskasse for flere bedrifter. En egen pensjonskasse er derimot aktuelt for mellomstore og større bedrifter da de kan forsvare den økte kompleksiteten, de økte kravene til kompetanse samt at de tilfredsstillt kravet til en kritisk masse for å kunne drive lønnsomt.

Livselskapene har i relativt stor grad oppnådd lik avkastning over tid, da de er preget av større homogenitet enn kassene. Variasjonsbredden i avkastning mellom de beste og de dårligste pensjonskassene er noe større enn i livselskapene. Dette er imidlertid ikke veldig overraskende da det er store størrelsesforskjeller på pensjonskassene.

## Appendiks

### Vedlegg 1

#### Flytting av reservemidler fra kollektiv pensjon (sum tradisjonelle livselskaper)

Kilde: FNH /

NFØ

"Overførte reserver til / avgitte premiereserver" (sum bransjen kollektiv pensjon), NOK mill

År	Flytting	Forv.kap (FK)	Kursreg.fond (KRF)	Fors.m.avsetn (FMA)	Flytting i % av FK	KRF i % av FK	FMA i % av FK	KRF i % av FMA	Flytting lagget
1998	4 682	308 264	5 449	276 271	1,52 %	1,77 %	89,62 %	1,97 %	1,52 %
1999	3 550	360 804	27 102	298 853	0,98 %	7,51 %	82,83 %	9,07 %	0,98 %
2000	4 548	368 644	7 846	323 620	1,23 %	2,13 %	87,79 %	2,42 %	1,23 %
2001	5 078	374 237	1 049	335 508	1,36 %	0,28 %	89,65 %	0,31 %	1,36 %
2002	8 066	390 607	0	351 289	2,06 %	0,00 %	89,93 %	0,00 %	2,06 %
2003	7 510	432 585	6 175	384 702	1,74 %	1,43 %	88,93 %	1,61 %	1,74 %

## Vedlegg 2

### Verdijustert avkastning - Kapitalavkastning 2\*

År	Gjensidige NOR spareforsikring	KLP	Norske Liv	Sparebank 1 Liv	Storebrand	Vesta Liv	Vital Liv	Nordea	Gjennomsnitt
2005		8,00 %		9,20 %	7,50 %		8,30 %	10,00 %	8,60 %
2004		6,87 %		7,47 %	7,17 %		7,10 %	5,87 %	6,90 %
2003	9,01 %	8,15 %		8,51 %	8,82 %		10,30 %	8,08 %	8,81 %
2002	1,89 %	3,01 %		-3,64 %	1,91 %		1,17 %	-0,45 %	0,65 %
2001	-0,20 %	-0,27 %	4,40 %	2,63 %	1,51 %	2,40 %	1,25 %	3,30 %	1,88 %
2000	4,00 %	3,00 %	6,30 %	4,10 %	3,12 %	2,50 %	4,21 %	4,32 %	3,94 %
1999	14,30 %	18,98 %	10,30 %	14,90 %	15,70 %	15,50 %	15,90 %	12,77 %	14,79 %
1998	1,20 %	3,90 %	2,20 %		3,50 %	2,10 %	5,40 %	2,16 %	2,92 %
1997	9,30 %	8,80 %	8,80 %		10,50 %	9,30 %	9,00 %		9,28 %
1996	11,00 %				10,40 %	12,10 %	9,70 %		10,80 %
1995	10,10 %				10,70 %	10,90 %	10,40 %		10,53 %
1994	2,90 %				2,50 %	0,50 %	4,00 %		2,48 %
1993	17,40 %				19,90 %	20,00 %	16,80 %		18,53 %
1992	7,30 %				7,80 %	10,50 %	7,80 %		8,35 %
1991	8,60 %				8,50 %	10,30 %	8,10 %		8,88 %
1990	8,90 %				6,50 %		7,90 %		7,77 %
1989	15,20 %				13,90 %		14,60 %		14,57 %
1988	14,20 %				14,20 %		14,00 %		14,13 %
1987	14,60 %				13,60 %		14,30 %		14,17 %
1986	12,70 %				13,10 %		12,90 %		12,90 %
1985	12,60 %				12,20 %		12,10 %		12,30 %
1984	12,10 %				12,20 %		11,70 %		12,00 %
<b>Snitt hele</b>	9,36 %	6,72 %	6,40 %	6,17 %	9,33 %	8,74 %	9,41 %	5,76 %	9,33 %
<b>Snitt 84-03</b>	9,36 %				9,53 %		9,58 %		9,49 %

\* Bokførte tall til og med 1989, deretter verdijustert kilde Aon Grieg Investor, Kredittilsynet, FNH

## Vedlegg 3

### Verdijustert avkastning med 35 % aksjer

År	Nom.statsoblig. rente	Nom. 3 mnd rente	Inflasjon	Lønnsvekst	G-regulering	Lang realrente	Kort realrente	Gj.sn Livselskap	35 % Aksjer
1984	12,62 %	13,10 %	5,91 %	7,60 %	7,08 %	6,71 %	7,19 %	12,00 %	14,44 %
1985	12,91 %	12,50 %	5,58 %	7,50 %	7,02 %	7,33 %	6,92 %	12,30 %	21,97 %
1986	13,30 %	16,87 %	8,91 %	9,10 %	8,10 %	4,39 %	7,96 %	12,90 %	18,12 %
1987	13,31 %	15,29 %	7,37 %	8,70 %	6,79 %	5,94 %	7,92 %	14,17 %	11,83 %
1988	12,88 %	11,98 %	5,70 %	5,90 %	3,67 %	7,18 %	6,28 %	14,13 %	20,87 %
1989	10,86 %	12,45 %	4,20 %	4,30 %	5,48 %	6,66 %	8,25 %	14,57 %	18,32 %
1990	10,68 %	11,66 %	4,33 %	4,80 %	4,28 %	6,35 %	7,33 %	7,76 %	1,04 %
1991	9,99 %	10,80 %	2,92 %	5,10 %	4,11 %	7,07 %	7,88 %	8,88 %	10,44 %
1992	9,62 %	15,42 %	2,20 %	3,90 %	2,82 %	7,42 %	13,22 %	8,35 %	4,26 %
1993	6,86 %	5,57 %	1,91 %	2,90 %	2,19 %	4,95 %	3,66 %	18,53 %	26,21 %
1994	7,46 %	6,24 %	1,87 %	2,70 %	2,09 %	5,59 %	4,37 %	2,48 %	1,53 %
1995	7,42 %	5,43 %	2,16 %	3,00 %	3,02 %	5,26 %	3,27 %	9,90 %	14,62 %
1996	6,77 %	4,14 %	1,69 %	4,40 %	4,51 %	5,08 %	2,45 %	10,24 %	12,36 %
1997	5,89 %	3,87 %	2,39 %	4,30 %	3,66 %	3,50 %	1,48 %	9,38 %	12,14 %
1998	5,40 %	8,20 %	2,34 %	6,20 %	6,75 %	3,06 %	5,86 %	3,22 %	6,10 %
1999	5,52 %	5,97 %	2,78 %	5,10 %	3,50 %	2,74 %	3,19 %	14,74 %	13,95 %
2000	6,22 %	7,42 %	2,99 %	5,20 %	4,60 %	3,23 %	4,43 %	4,17 %	1,62 %
2001	6,24 %	6,59 %	2,06 %	5,60 %	4,60 %	4,18 %	4,53 %	1,80 %	-1,43 %
2002	5,83 %	6,34 %	2,75 %	5,70 %	5,50 %	3,08 %	3,59 %	1,02 %	-2,84 %
2003	4,57 %	2,30 %	0,63 %	4,50 %	4,96 %	3,94 %	1,67 %	9,06 %	19,58 %
2004	4,10 %	2,00 %	1,07 %	3,75 %	3,30 %	3,03 %	0,93 %	7,12 %	11,56 %
<b>Gj.sn '84-</b>	<b>8,50 %</b>	<b>8,77 %</b>	<b>3,42 %</b>	<b>5,25 %</b>	<b>4,67 %</b>	<b>5,08 %</b>	<b>5,35 %</b>	<b>9,37 %</b>	<b>11,27 %</b>
<b>Std.avv '84-</b>	<b>3,17 %</b>	<b>4,49 %</b>	<b>2,15 %</b>	<b>1,78 %</b>	<b>1,70 %</b>	<b>1,63 %</b>	<b>2,96 %</b>	<b>4,81 %</b>	<b>8,23 %</b>

## Avkastning ulike aktivaklasser

År	Norske aksjer	Globale aksjer	Norske oblig	Norsk Pengem	Utlån	Eiendom	Nom.statsoblig. rente	Gj.sn Liv	Aksjer 35%
1983	90,52 %	21,93 %	14,70 %	14,13 %		23,98 %			
1984	23,92 %	4,72 %	15,00 %	13,82 %	13,10 %	35,89 %	12,62 %	12,00 %	14,44 %
1985	30,74 %	40,57 %	10,85 %	13,09 %	12,50 %	40,65 %	12,91 %	12,30 %	21,97 %
1986	-8,88 %	41,89 %	11,26 %	14,59 %	16,87 %	47,67 %	13,30 %	12,90 %	18,12 %
1987	-11,83 %	16,16 %	13,73 %	15,93 %	15,29 %	23,66 %	13,31 %	14,17 %	11,83 %
1988	37,72 %	23,29 %	20,47 %	14,87 %	11,98 %	-0,15 %	12,88 %	14,13 %	20,87 %
1989	54,45 %	16,61 %	15,41 %	11,85 %	12,45 %	-11,27 %	10,86 %	14,57 %	18,32 %
1990	-13,45 %	-17,02 %	11,90 %	11,25 %	11,66 %	-7,89 %	10,68 %	7,76 %	1,04 %
1991	-9,42 %	18,28 %	12,94 %	10,41 %	10,80 %	4,29 %	9,99 %	8,88 %	10,44 %
1992	-10,02 %	-5,23 %	11,15 %	10,73 %	15,42 %	3,67 %	9,62 %	8,35 %	4,26 %
1993	64,75 %	22,50 %	24,59 %	8,38 %	5,57 %	36,10 %	6,86 %	18,53 %	26,21 %
1994	7,13 %	5,08 %	-2,87 %	5,39 %	6,24 %	-12,70 %	7,46 %	2,48 %	1,53 %
1995	11,60 %	20,72 %	16,10 %	5,40 %	5,43 %	15,20 %	7,42 %	9,90 %	14,62 %
1996	32,43 %	13,48 %	8,50 %	5,25 %	4,14 %	14,43 %	6,77 %	10,24 %	12,36 %
1997	32,20 %	15,76 %	7,27 %	3,90 %	3,87 %	14,51 %	5,89 %	9,38 %	12,14 %
1998	-26,99 %	24,34 %	4,54 %	4,83 %	8,20 %	20,60 %	5,40 %	3,22 %	6,10 %
1999	48,45 %	24,94 %	2,90 %	6,43 %	5,97 %	-0,20 %	5,52 %	14,74 %	13,95 %
2000	3,18 %	-13,18 %	5,84 %	6,40 %	7,42 %	12,70 %	6,22 %	4,17 %	1,62 %
2001	-14,61 %	-16,82 %	5,62 %	7,65 %	6,59 %	11,10 %	6,24 %	1,80 %	-1,43 %
2002	-27,93 %	-19,89 %	8,73 %	6,89 %	6,34 %	6,80 %	5,83 %	1,02 %	-2,84 %
2003	48,40 %	33,11 %	12,21 %	4,79 %	2,30 %	6,00 %	4,57 %	9,06 %	19,58 %
2004	39,05 %	11,80 %	7,47 %	1,92 %	2,00 %	10,00 %	4,10 %	7,12 %	11,56 %
<b>Gj.sn '84-</b>	<b>14,80 %</b>	<b>12,43 %</b>	<b>10,65 %</b>	<b>8,75 %</b>	<b>8,77 %</b>	<b>12,91 %</b>	<b>8,50 %</b>	<b>9,37 %</b>	<b>11,27 %</b>
<b>Std.avv '84-</b>	<b>28,55 %</b>	<b>18,17 %</b>	<b>6,08 %</b>	<b>4,13 %</b>	<b>4,49 %</b>	<b>16,58 %</b>	<b>3,17 %</b>	<b>4,81 %</b>	<b>8,23 %</b>

## Vedlegg 4

Historisk verdijustert avkastning i norske livselskaper												
År	Storebrand	KLP	Vital	Gjensidige (til 03)	Nordea/Vesta	Sparebank1	Oslo Pensjons forsikring					
								Gj.sn Liv	max	min	Gj.sn Liv	Diff max og min
1984	12,20 %		11,70 %	12,10 %				12,00 %	12,20 %	11,70 %	12,00 %	0,50 %
1985	12,20 %		12,10 %	12,60 %				12,30 %	12,60 %	12,10 %	12,30 %	0,50 %
1986	13,10 %		12,90 %	12,70 %				12,90 %	13,10 %	12,70 %	12,90 %	0,40 %
1987	13,60 %		14,30 %	14,60 %				14,17 %	14,60 %	13,60 %	14,17 %	1,00 %
1988	14,20 %		14,00 %	14,20 %				14,13 %	14,20 %	14,00 %	14,13 %	0,20 %
1989	13,90 %		14,60 %	15,20 %				14,57 %	15,20 %	13,90 %	14,57 %	1,30 %
1990	6,51 %		7,89 %	8,88 %				7,76 %	8,88 %	6,51 %	7,76 %	2,36 %
1991	8,50 %		8,10 %	8,60 %	10,30 %			8,88 %	10,30 %	8,10 %	8,88 %	2,20 %
1992	7,80 %		7,80 %	7,30 %	10,50 %			8,35 %	10,50 %	7,30 %	8,35 %	3,20 %
1993	19,90 %		16,80 %	17,40 %	20,00 %			18,53 %	20,00 %	16,80 %	18,53 %	3,20 %
1994	2,50 %		4,00 %	2,90 %	0,50 %			2,48 %	4,00 %	0,50 %	2,48 %	3,50 %
1995	9,90 %	8,80 %	10,10 %	10,10 %	10,60 %			9,90 %	10,60 %	8,80 %	9,90 %	1,80 %
1996	10,00 %	9,30 %	9,40 %	11,00 %	11,50 %			10,24 %	11,50 %	9,30 %	10,24 %	2,20 %
1997	10,50 %	8,80 %	9,00 %	9,30 %	9,30 %			9,38 %	10,50 %	8,80 %	9,38 %	1,70 %
1998	3,50 %	3,90 %	5,40 %	1,20 %	2,10 %			3,22 %	5,40 %	1,20 %	3,22 %	4,20 %
1999	15,70 %	19,00 %	15,90 %	14,30 %	12,77 %	14,90 %	10,60 %	14,74 %	19,00 %	10,60 %	14,74 %	8,40 %
2000	3,10 %	3,00 %	4,20 %	4,00 %	4,30 %	4,10 %	6,50 %	4,17 %	6,50 %	3,00 %	4,17 %	3,50 %
2001	1,50 %	-0,30 %	1,30 %	-0,20 %	3,30 %	2,63 %	4,40 %	1,80 %	4,40 %	-0,30 %	1,80 %	4,70 %
2002	1,90 %	3,00 %	1,20 %	1,90 %	-0,45 %	-3,64 %	3,20 %	1,02 %	3,20 %	-3,64 %	1,02 %	6,84 %
2003	8,80 %	8,20 %	10,30 %	9,00 %	8,10 %	8,51 %	10,50 %	9,06 %	10,50 %	8,10 %	9,06 %	2,40 %
2004	7,20 %	6,90 %	7,10 %		5,90 %	7,40 %	8,20 %	7,12 %	8,20 %	5,90 %	7,12 %	2,30 %
<b>Gj.snitt '84-'04</b>	<b>9,36 %</b>		<b>9,43 %</b>	<b>9,35 %</b>				<b>9,37 %</b>	<b>10,73 %</b>	<b>8,05 %</b>		<b>2,69 %</b>



## Vedlegg 5

### Verdijustert avkastning i livselskapene vs. 3 mnd. Nibor og garantert minimumsavkastning

År	Gjennomsnitt liv	3 mnd Nibor reell*	3 mnd Nibor Nominell*	Garantert avk
1984	12	13,87	13,02	4
1985	12,3	13,32	12,53	4
1986	12,9	15,42	14,39	4
1987	14,17	15,77	14,71	4
1988	14,13	14,41	13,5	4
1989	14,57	12,04	11,37	4
1990	7,77	12,21	11,53	4
1991	8,88	11,15	11,57	4
1992	8,35	12,63	11,87	4
1993	18,53	7,53	7,21	4
1994	2,48	6,09	5,87	4
1995	10,53	5,67	5,48	4
1996	10,8	5,07	4,9	4
1997	9,38	3,85	3,74	4
1998	2,76	6,06	5,83	4
1999	14,2	6,78	6,52	4
2000	4,08	7,03	6,75	4
2001	2,18	7,53	7,23	4
2002	0,18	7,2	6,92	4
2003	8,94	4,21	4,08	4
2004	6,9	2,05	2	3
2005	8,75	2,27	2,22	3

\* Kilde: Norges bank

## Vedlegg 6

### Kapitalavkastning private pensjonskasser\*

Forvaltnings- kapital i mill kroner	1997		1998		1999		2000		2001		2002		2003		2004	
	Antall	Verdijustert kapital- avkastning	Antall	Verdijustert kapital- avkastning	Antall	Verdijustert kapital- avkastning	Antall	Verdijustert kapital- avkastning	Antall	Verdijustert kapital- avkastning	Antall	Verdijustert kapital- avkastning	Antall	Verdijustert kapital- avkastning	Antall	Verdijustert kapital- avkastning
0 - 10	30	5,7 %	25	3,3 %	22	10,1 %	22	6,8 %	19	5,0 %	16	2,8 %	10	7,6 %	8	4,3 %
10 - 50	31	6,0 %	33	4,9 %	30	10,2 %	28	5,9 %	29	4,8 %	26	2,6 %	19	11,8 %	15	7,1 %
50 - 100	23	7,6 %	22	2,9 %	23	11,4 %	18	6,2 %	13	0,4 %	11	-2,0 %	12	10,7 %	15	8,5 %
100 - 250	18	7,5 %	18	3,6 %	16	13,3 %	19	5,6 %	19	1,0 %	17	0,7 %	17	11,5 %	14	7,8 %
250 - 1000	19	8,9 %	21	4,2 %	26	12,2 %	25	5,1 %	25	1,7 %	29	-0,4 %	31	11,7 %	28	7,7 %
> 1000	12	9,0 %	12	4,7 %	13	14,5 %	12	4,0 %	13	0,2 %	12	-4,5 %	13	14,6 %	15	10,2 %
Gjennomsnitt	133	7,1 %	131	3,9 %	130	11,6 %	124	5,7 %	118	2,8 %	111	0,3 %	102	11,6 %	95	7,8 %

\* Kilde: Norske Pensjonskassers forening

### Verdijustert avkastning i et utvalg av de største private pensjonskassene\*

År	Gjennomsnitt utvalg av private PK
1991	10,36 %
1992	7,32 %
1993	17,22 %
1994	6,10 %
1995	12,89 %
1996	12,24 %
1997	12,10 %
1998	0,20 %
1999	12,99 %
2000	4,47 %
2001	0,44 %
2002	-4,91 %
2003	14,64 %
2004	10,08 %
2005	13,60 %

\* Kilde: de ulike PK

## Vedlegg 7

Norges Bank Pengepolitikk

### Diverse renter, årlig gjennomsnitt av daglige noteringer

	Nominell rente		Nominell rente		Effektiv rente	
	Styringsrente		NIBOR		NIBOR	
	Foliorente <i>Sight deposit rate</i>	Døgnlånsrente <i>Overnight lending rate</i>	3 mnd <i>3 month</i>	12 mnd <i>12 month</i>	3 mnd <i>3 month</i>	12 mnd <i>12 month</i>
Refresh	Refresh	Refresh	Refresh	Refresh	Refresh	Refresh
2003	4,21	6,21	4,08	3,95	4,21	4,01
2002	6,73	8,73	6,92	6,92	7,20	7,01
2001	6,98	8,98	7,23	7,09	7,53	7,19
2000	6,22	8,22	6,75	7,08	7,03	7,18
1999	6,35	8,35	6,52	6,02	6,78	6,10
1998	5,51	7,51	5,83	5,67	6,06	5,75
1997	3,38	5,38	3,74	4,16	3,85	4,21
1996	4,48	6,48	4,90	5,11	5,07	5,18
1995	4,75	6,75	5,48	5,86	5,67	5,94
1994	4,78	6,78	5,87	6,33	6,09	6,42
1993	6,50	7,95	7,21	6,87	7,53	6,97
1992	9,50	10,64	11,87	10,83	12,63	10,98
1991	8,34	9,94	10,57	10,55	11,15	10,70
1990		10,82	11,53	11,62	12,21	11,79
1989		10,60	11,37	11,33	12,04	11,48
1988		13,08	13,50	13,65	14,41	13,84
1987		13,90	14,71	14,80	15,77	15,01
1986		14,16	14,39	14,32	15,42	14,52
1985		11,36	12,53	12,61	13,32	12,78
1984		10,80	13,02		13,87	
1983		10,06	13,30		14,18	
1982		11,03	15,37		16,53	
1981			13,13		14,00	
1980			12,23		13,00	
1979			10,73		11,35	
1978			12,32		13,10	

## Litteraturhenvisning

### Litteratur og rapporter

Finansavisen ” *Pensjonskasser knuser livselskapene*”, 21.02.06

Kommunal rapport ” *Best avkastning i pensjonskassene*”, 08.03.06

Kredittilsynet, Rapport for finansinstitusjoner 2003, 2004, 1-3 kvartal 2005 og 2005

Kredittilsynet, 2006 ” *Tilstanden i finansmarkedet 2005*”, Rapport: Februar 2006

Kredittilsynet, 2005 ” *Tilstanden i finansmarkedet 2004*”, Rapport: Mars 2005

Lov 2005-06-10 nr 44: Lov om forsikringsselskaper, pensjonsforetak og deres virksomhet mv. (forsikringsloven)

Medlien, Ø., 2003, ” *Rammebetingelser og kapitalforvaltning i norske livsforsikringsselskap*” Kapittel 5 i Pensjon – pensjonsordninger, regnskapsføring og økonomiske konsekvenser, publikasjon i samarbeid mellom Aon Grieg og Ernst & Young

Myre, H., 2005, ” *Nye rammevilkår og nye forskrifter*”, Foredrag på NPFs Pensjonskonferanse i Sandefjord 07.04.05

Nordea, Årsrapport 2004 og 2005

Norges Handelshøyskole, 2005, Forelesningsnotater i FIE400N – Finansmarkeder, Høsten 2005

Norske offentlige utredninger, 2004, ” *Pensjonskasselovgivning. Konsolidert forsikringslov*”, NOU 2004:24

Norges offentlige utredninger, 2003, *"Konkurransen i kollektiv livsforsikring"*, NOU 2003:11

Norges offentlige utredninger, 2001, *"Ny livsforsikringslovgivning"*, NOU 2001:24

Norges offentlige utredninger, 2000, *"Konkurransflater i finansnæringen"*, NOU 2000:9

Persen, H., 2005, *"Ny lovgivning for pensjonskasser – nye utfordringer og nye muligheter"*, Foredrag på NPFs pensjonskonferanse i Sandefjord 07.04.05

Rystad, K. M., 1995, *"Rammebetingelser for livsforsikring i Norge"*, SNF-rapport 25/95

Skogsatd Aamo, B., 2003, *"Hvordan sikre tryggere og attraktive rammevilkår for økt pensjonssparing"*, Foredrag ved FNHs årskonferanse 2003

Sparebank 1 Livsforsikring AS, Årsrapport 2004

Spetalen, Ø., Johnsen, T., 2003, *"Hvordan fungerer aksjemarkedet og hvordan arbeider en investor"*, Foredrag ved Plenumsmøtet i den polytekniske forening 11.03.03.

Storebrand Livsforsikring; Årsrapport 2004 og 2005

Tandberg, O., 1996, *"Rammebetingelser for investeringsaktiviteten i pensjonskasser"*, SNF-rapport 49/96

Vita Forsikring ASA; Årsrapport 2004 og 2005

Winther, C., Øverland, S., 1997, *"Porteføljeforvaltning i norske livsforsikringselskaper"*, Utredning ved siviløkonomutdanningen, Norges Handelshøyskole

Øyen, N. C., 1999, "Rammebetingelser for kapitalforvaltning i livselskap", Utredning ved siviløkonomutdanningen, Norges Handelshøyskole

## Internett sider

Finansnærings hovedorganisasjon; den 27.03.06 klokken 13.00

- <http://www.fnh.no/digimaker/documents/Tab2!A1>
- [http://www.fnh.no/digimaker/documents/Aktivaplasseringer\\_FouSJA1914er.xls](http://www.fnh.no/digimaker/documents/Aktivaplasseringer_FouSJA1914er.xls)

Nordea; den 27.03.06 klokken 12.05

- <http://www.nordea.no/sitemod/default/widecarea.aspx?pid=613972>

Norges Bank; den 28.03.06 klokken 09.09

- <http://www.norgesbank.no/stat/renter/renter.html>

Norske Pensjonskassers forening; den 27.03.06 klokken 13.13

- <http://www.pensjonskasser.no/>

Statistisk sentralbyrå; den 27.03.06 klokken 13.08

- <http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/> 10.13.10 herunder tabell 04183, 04083, 04184, 04084, 04164, 04165
- <http://www.ssb.no/emner/10/13/10/forsikring/> tabell 1, 2, 3
- <http://www.ssb.no/emner/10/13/10/pensjonsfond/> tabell 1, 2

## Intervjuoversikt

- Kristian Semmen, Storebrand kapitalforvaltning
- Håkon Persen Søderstrøm, Styreformann i Norske Pensjonskassers Forening
- Øistein Medlien, Aon Grieg Investor
- Jostein Sørvoll, Protector forsikring