

Hvordan bør Fripolisene forvaltes for å gi mer pensjon og sikre kjøpekraft?
Er dette mulig med dagens regelverk ?

Kjetil Svihus, Grieg Investor
13. Juni 2014

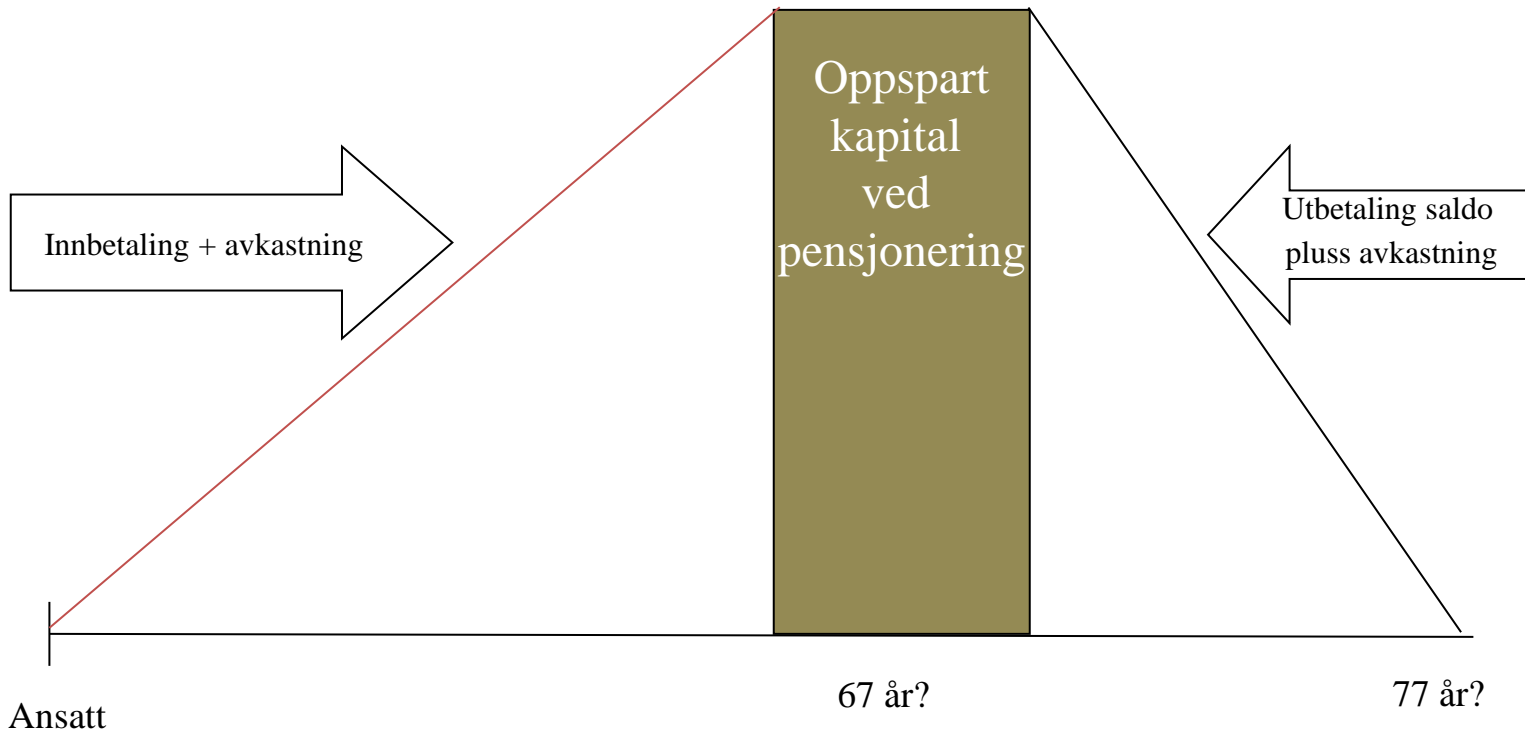


- Uavhengig investeringsrådgiver etablert i 1998
- 60 oppdragsgivere med NOK ca. 40 mrd under forvaltning
- Selskapet er eiet av ansatte, Grieg Gruppen og Grieg Foundation
- 18 ansatte, kontorer i Oslo, Stavanger, Bergen og Trondheim
- Vi har verdipapirforetakskonsesjon og er underlagt tilsyn og kontroll av Finanstilsynet



Pensjon = sparing

Ikke forsikring....



To særdeles viktige spørsmål

1. Hvorfor er det viktig at fripoliser får avkastning utover rentegarantien?
2. Hvordan oppnå høy avkastning på fripoliser?

Hvor mye penger er det snakk om?

Avsatte midler per 2013

<i>Tall i mrd NOK</i>	2013	
Individuell kapital	39.0	
Individuell pensjon	74.1	
Privat ytelsesbasert	152.0	} Potensielt 492 MRD!
Fripoliser	180.0	
Private pensjonskasser	160.0	
Innskuddsbasert	69.9	
Pensjonskapitalbevis	25.0	
Kommunal kollektiv pensjon	412.7	
Offentlige pensjonskasser	87.0	
Foreningskollektiv	4.3	
Sum	1204.1	

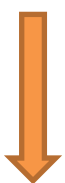
Hva er bra med ytelsespensjon?

- Gjennom sluttlønnsprinsippet oppnås sikring av pensjon relativt til velstandsutviklingen (kjøpekraftssikring)
 - Hvis ikke avkastningen matcher velstandsutviklingen må bedriftene betale mer
 - Bra for den ansatte
- Utvikling i avsatte pensjonsmidler = rentegaranti, opptjeningsår + lønnsvekst
- *Sluttlønnsprinsippet forsvinner i en fripolise!*
 - Utvikling av fripolise = rentegaranti, ~~opptjeningsår + lønnsvekst~~ + evt. avkastning utover rentegaranti

Hvorfor viktig med avkastning på fripoliser?

Brøkgregning i pensjon er ikke logisk...

$$\frac{10}{30} + \frac{10}{30} + \frac{10}{30} \neq \frac{30}{30}$$



- Hvis denne personen får 3,5% lønnsvekst fremover, vil han tape ca 25% av kjøpekraften til tjenstepensjonen sin hvis han bytter jobb to ganger og ikke får avkastning > rentegarantien på fripolisene
 - Hvis fremtidig lønnsvekst blir 2%, taper han ca 17% av tjenstepensjonen
- En fripolise med 10 års opptjening og 20 år til pensjon, vil tape ca 50% av sin kjøpekraft, hvis man ikke får avkastning utover rentegaranti og lønnsveksten er 2%

Vanskjøttet sparegris

10.04.2014

Nordmenns viktigste sparegris er ikke den du tror. Ikke avkastningen heller.

Hvor nordmenn har mest sparepenger utenom boligen sin? Det er forsikringsordninger, det. Norske husholdninger har nå en forsikringsformue på over 1.200 milliarder kroner. Dette er mer enn de har i samlede bankinnskudd (under 950 milliarder) og vesentlig mer enn noterte aksjer og fondsandeler (snaut 220 milliarder).

Forsikringsformuen er definert som oppsparte midler i pensjons- og livsforsikring – i all hovedsak pensjoner, med en økning på over 500 milliarder siden loven om obligatorisk tjenestepensjon trådte i kraft. Statens pensjonskasse er holdt utenfor her.

Hvilken avkastning de har på denne formuen? Si det. Forsikringsformuen er en uoversiktlig miks av aktiva, fra aksjer og rentepapirer til eiendom og hypotetiske regnestykker, godt innpakket i særregler og tekniske standarder. Forsikring er rett og slett Norges mest kompliserte spareprodukt. Hedgefond og strukturerte produkter blekner i sammenligning.



Finn Øystein Bergh
Investeringsdirektør
Pareto AS

e: finnb@pareto.no

Hva koster dagens regelverk...?

VG 29. mai 2014

Garantert dårlig pensjon

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

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

Noen private selskaper, kommunene og staten holder fortsatt på sine ytelsespensjonsordninger der summen av pensjon fra folketrygden og ytelsespensjonen skal utgjøre en viss prosent av sluttlønnen på pensjonsstidspunktet. For statspensjonene gjøres det ingenting oppsparende underveis. Private selskaper og kommunene må spare opp pengene underveis.

Avkastningskrav

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

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

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

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

Deler av beregningen kan vi betrakte som en fasit. Nemlig ved å titte i bakspillet. Vi vet hva de ulike investeringsvalgene har gitt i avkastning i perioden. Hadde de avsatt pengene til ytelsespensjon vært forvaltet med en fast aksjeandel på 40 prosent, ville avkastningen vært 216 milliarder kroner mer i perioden 1990 og frem til i dag. Jeg har sammen med Medlien gjennomgått logikken og forutsetningene for regnestykket, og det arbeidet virker solid faglig fundert.

Fremtidstap

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

Til sammen snakker vi om 550 milliarder kroner i tapt avkastning gitt at pensjonskapitalen blir forvaltet ikke felt også de neste 20 årene.

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

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

Men for den delen av de 1100



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

Begrenser kunden

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

Problemet er at det begrenser kundenes mulighet til å flytte avtalen. Når kapitalen er verdt mindre enn garantiavkastningen, får du ikke flytte. Når den er verdt mer enn garantiavkastningen, vil du ikke flytte.

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

Det er på tide å innse det selvsagt følger også for våre tjenestepensjoner. Å kreve garantert årlig avkastning, er intet annet enn en garanti for lav avkastning og dårligere pensjon.



333

216

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

Hvordan har vi havnet der
vi her nå?



Utviklingen av rammebetingelsene (1)

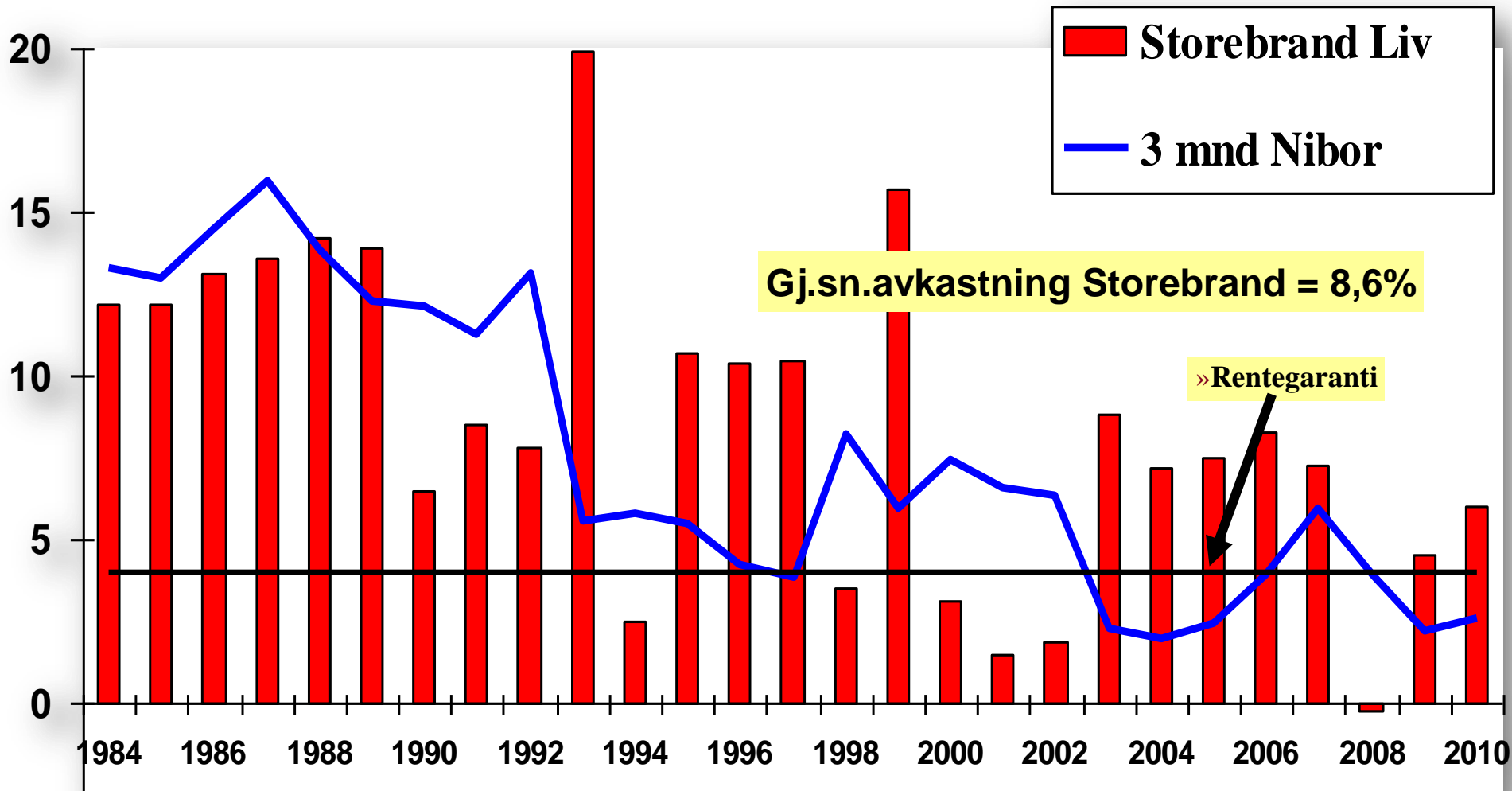
- **Gammel lov før 1988**
 - **Overskudd ble samlet opp i selskapene og ble først tilbakeført som bonus når pensjonene ble utbetalt**
 - **Ikke automatisk flytterett**
 - **Avkastningen på rentebærende instrumenter var meget høy på 80-tallet – gjennomsnittsrenten for alle selskaper varierte fra ca 10% til 14,5%**

Utviklingen av rammebetingelsene (2)

- Ny lov fra 1988
- Alt oppsamlet overskudd ble tilbakeført til forsikringstakerne
- Framtidig overskudd skal tilbakeføres på årlig basis
- Egenkapitalen skulle benyttes som risikokapital for kapitalforvaltningen
- Innføring av flytterett

”Den gamle loven ga store muligheter for å bygge opp bufferfond i selskapene. Den nye loven åpnet bare i beskjeden grad for denne type oppbygging av reserver. Når det gjaldt behovet for bufferkapital for å støtte opp om kapitalforvaltningen uttaler Finansdepartementet i Ot. prp’ en at egenkapitalen skal benyttes til risikokapital for dette formålet.”

Avkastning og rentenivå siden 1984

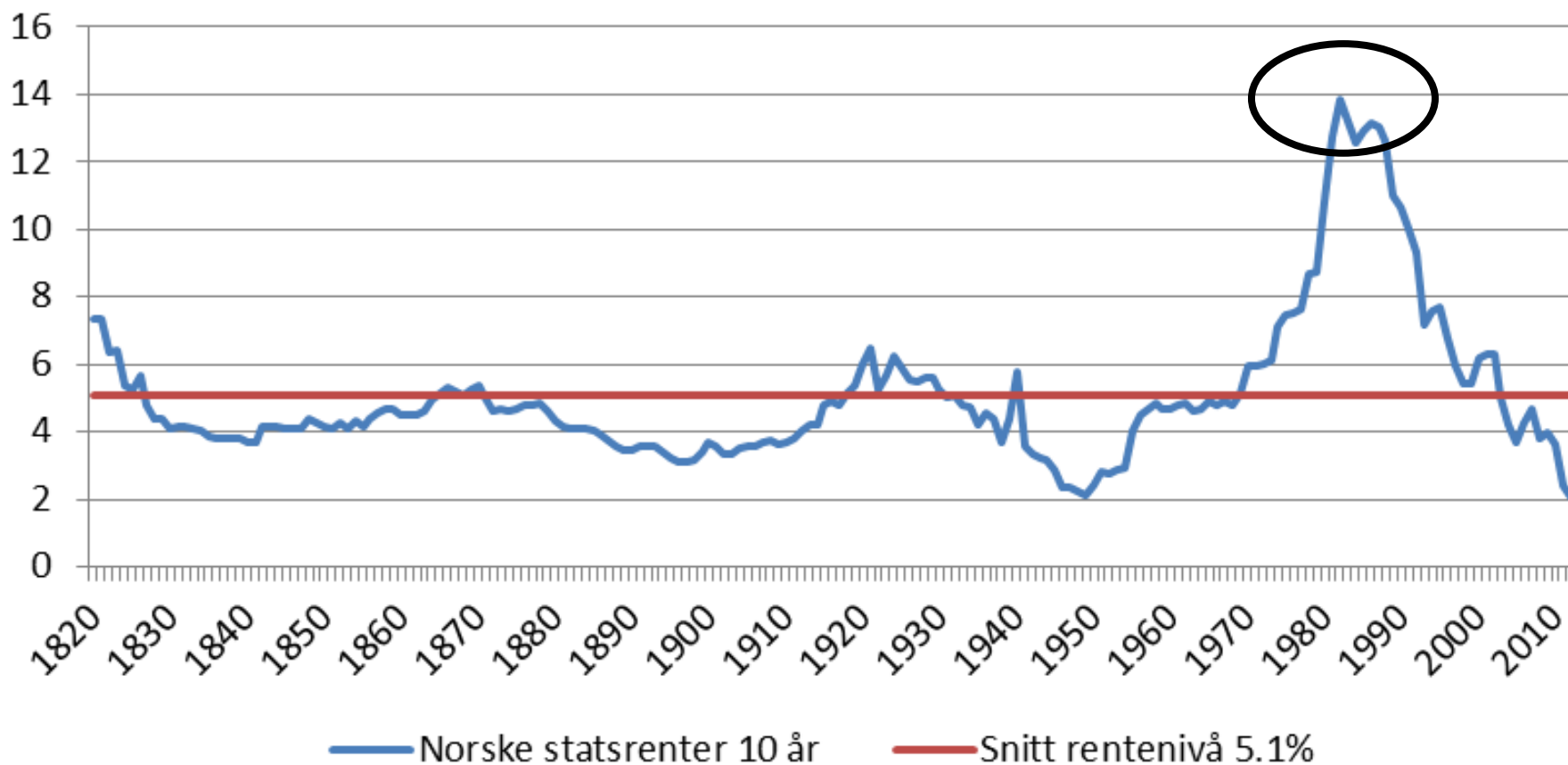


”En årsak til at departementet ikke den gang så behov for større bufferkapital var at selskapene hadde en meget høy avkastning på 80-tallet. Den varierte mellom 10,5 til 14,5 prosent, mens selskapenes årlige rentegaranti var på 4 prosent.”

Var norsk rentenivå «normalt» på 80-tallet?

Er det «normalt» nå?

Norsk rentenivå fra 1821



”Jeg vil stille spørsmål ved om de som skal tilby økte privatpensjoner i dag er godt nok rustet med bufferkapital og med hensiktsmessige rammevilkår til å kunne ta i mot disse utfordringer.....”

... og hva gjør så myndighetene ...

2003



Reduserer grunnlagsrenten til 3% på ny opptjening...

*Gjorde det igjen i 2006, ned til 2,75%,
2011 til 2,5%,
samt prøvd i 2014 og nå for 2015...*

Høringsuttalelsen fra aktuarforeningen:

Fra aktuarielt ståsted er Den Norske Aktuarforening (nedenfor kalt Aktuarforeningen) opptatt av å sikre pensjonsinnretningenes soliditet. Finanstilsynets forslag om å redusere beregningsrenten for ny pensjonsopptjening vil imidlertid ha en begrenset effekt i forhold til pensjonsinnretningenes soliditet. Finanstilsynets estimat er en reduksjon av gjennomsnittlig beregningsrente med ytterligere 0,02% årlig som en følge av forslaget.

Dårlig regelverk – dårlig forvaltning

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

INNLEGG Kreditt

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

¼ oljefond forvaltes dårlig

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

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

alvorlig systemkrise.

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

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

aksjer, eiendom og infrastruktur.



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

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

For lav aksjeandel!

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

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

Kjøper på topp og selger på bunn!

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

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

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

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

Solvens II = systemkrise

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

Banklovk. løser ikke problemet!

1000 milliarder kronene som er

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

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

Store og fleksible buffer må til, men for sent?

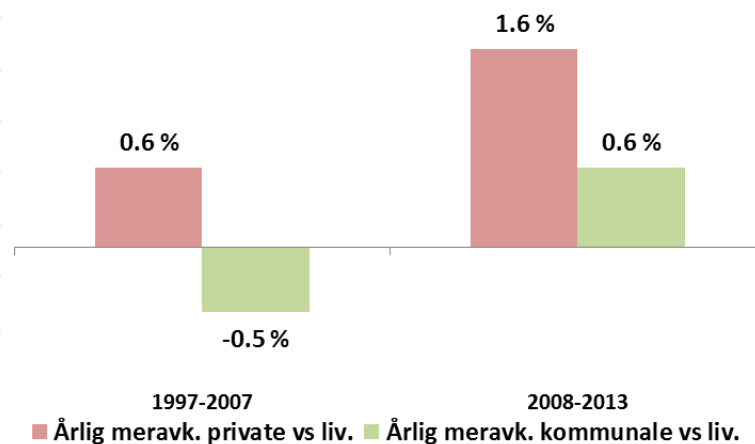
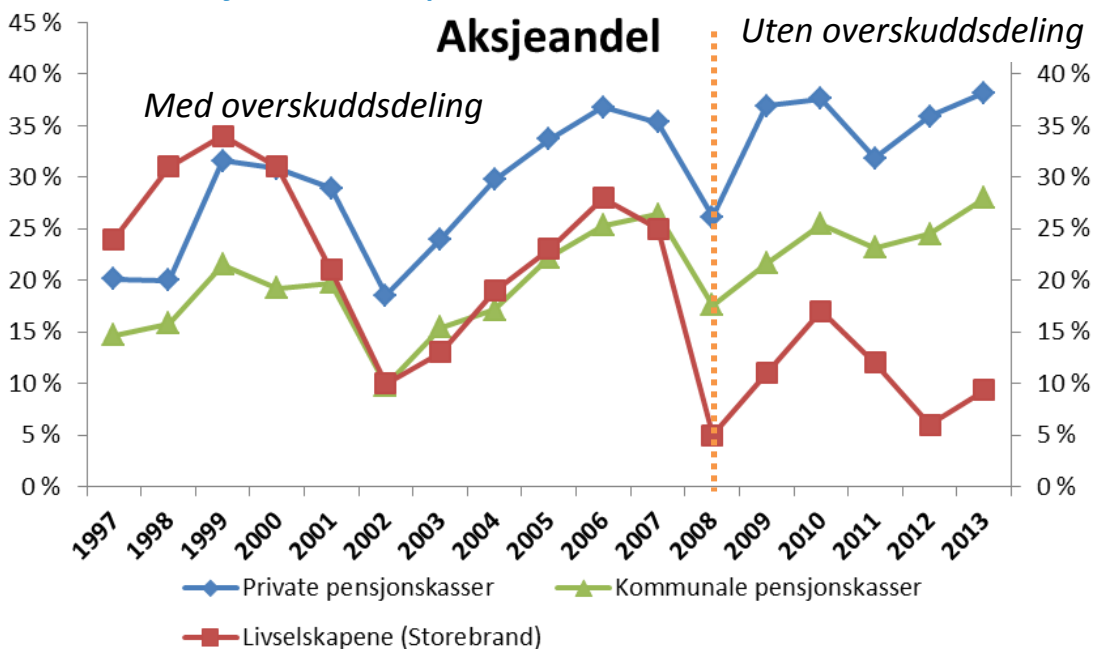
kanne forvalte midlene slik at avkastningen blir høy nok til at det kan bygges buffer, når man i utgangspunktet ikke har nok buffer til å forvalte midlene riktig?

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

Konsekvens hvis overskuddsdelingen

forsvinner for fripoliser

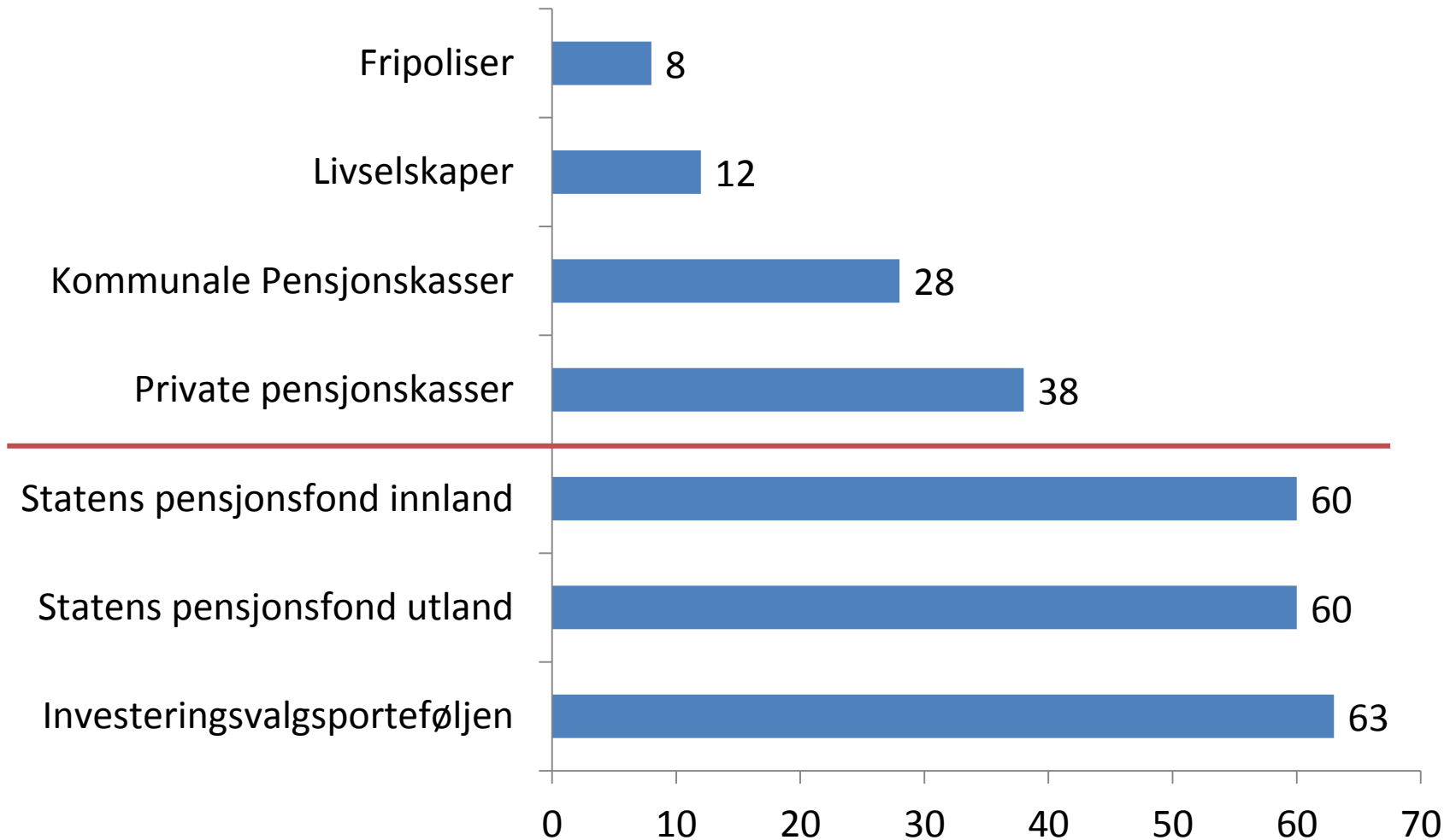
Hva skjedde i løpende ordninger ?



- Innføring av rentegarantipremie, som medførte at overskuddsdelingen forsvant, har fjernet interessefellesskapet mellom livselskaper og kunder
 - Med rentegarantipremie ble det slik at livselskapene fikk 100% av nedsiden og 0% (mot tidligere 35%) av oppsiden
- Etter 2007 har livselskapene gjort det klart dårligere på avkastning enn pensjonskassene!
 - Det er viktig å ha sammenfallende interesser → behold overskuddsdeling på fripoliser!

Hvordan har ulike pensjonsforvaltere plassert kapitalen i dag?

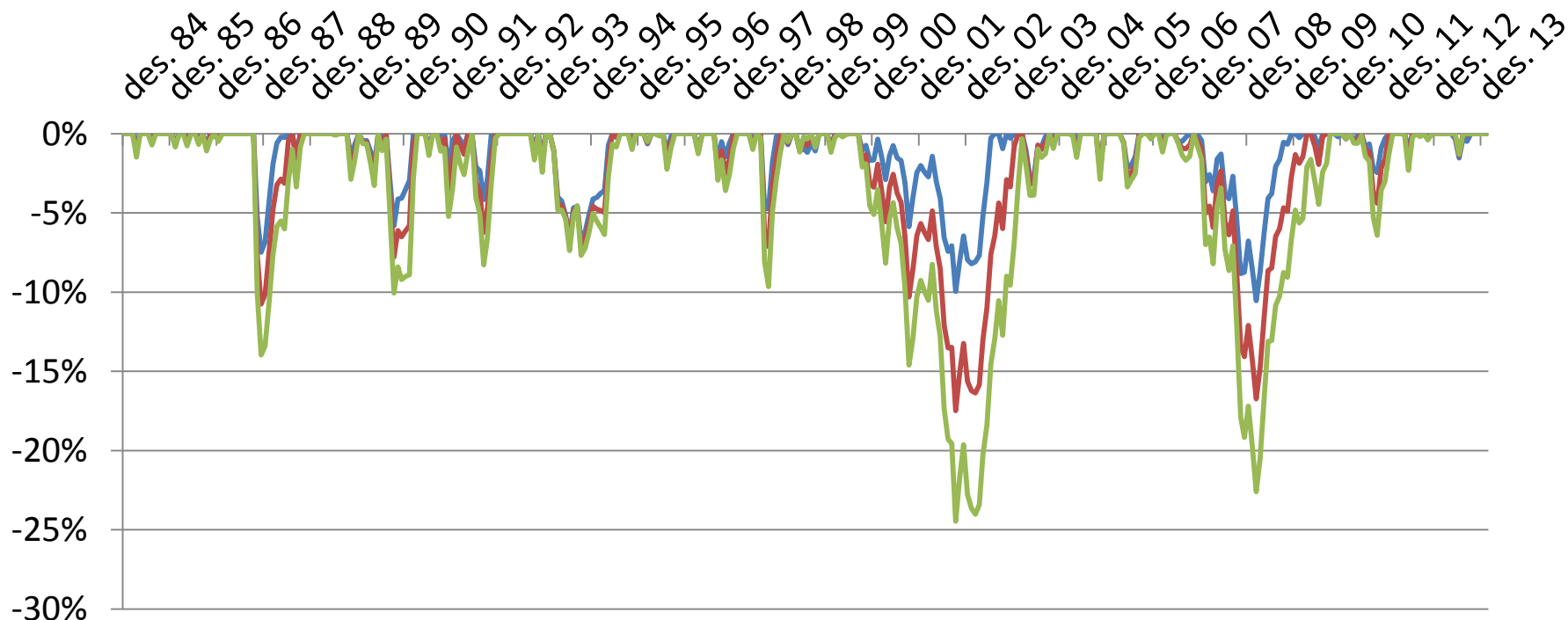
Aksjeandel 2013



Bufferkapitalbehov fripoliser (og andre)

Verdifallsrisiko

— 30% aksjer — 40% aksjer — 50% aksjer



- Livselskapene bør ha bufferkapital for å kunne tåle denne type verdifall
 - Dvs bufferkapital på minimum 30%, tilsvarende minimum 54 mrd for fripolisene
- Hvem skal komme med de penga...?

- Når man trodde det ikke kunne bli verre...
 - For å redusere risiko / kapitalkrav må selskapene investere i lange obligasjoner...
 - Hva skjer her med avkastningen når rentene stiger?
- Pensjonskasser er unntatt(!)
 - En fripolise i en pensjonskasse får annerledes kapitalkrav enn i et livselskap?
 - Hvor ble det av look-through prinsippet!?
- Vil vi få en rekke fripolisekasser?
- Solvens II er ikke bare feil medisin, men en medisin med sterke bivirkninger for både livselskap og fripoliseholder
- Hvor har myndighetene vært? Hvorfor har de ikke sett dette og kjempet i mot?

Hva bør myndighetene gjøre med forvaltning av fripoliser?

- Behold overskuddsdeling
- Få på plass konvertering til investeringsvalg for de som måtte ønske det
 - Somlingen har medført at man har tapt 2 år med solid avkastning
- Solvens II...?
- Gi lang oppserveringsperiode for langt liv
 - Det er ikke risikoresultatet som er problemet i dag!
- Lage enkle og fleksible regler for bufferkapital,
 - Ingen (eller svært høy) maksgrense på bufferkapital (50%)
 - Ta frem Finanstilsynets forslag fra 8. mars 2011:

Vurdering og tilråding

Finanstilsynet vil sterkt anbefale en endring av regelverket for oppbygging og anvendelse av bufferfond, både av hensyn til modernisering og forenkling av regelverket, spesielt sett fra kundens ståsted, og av hensyn til å bedre vilkårene for en mer langsiktig forvaltning.

Sammenslåing av kursreguleringsfond og tilleggsavsetninger vil gjøre produktet vesentlig mer transparent for kunden enn tidligere, man unngår at bufferfondene påvirker kundens beslutning om å flytte eller bli værende og man får en mer rimelig fordeling av avkastningen i forhold til den enkeltes kontrakts bidrag. Samtidig vil en utvidet adgang/plikt til å bygge buffere kunne styrke selskapenes muligheter til langsiktig forvaltning. Dette vil også bidra til å sikre en fortsatt reell flytterett for produkter med stort kapitalbehov under Solvens II (fripoliser, individualporteføljen og kontrakter med rentegaranti opp mot 4 prosent).

For å sikre et velfungerende flyttemarked bør kundens bufferfond følge med i sin helhet ved flytting av kontrakten.

1. Hvorfor er det viktig at fripoliser får avkastning utover rentegarantien?
 - Straks man får en fripolise brytes ytelsesgarantien
 - For å unngå at pensjon fra fripolise taper for av sin verdi (kjøpekraft) må den oppnå avkastning utover rentegarantien og den bør være investert i realaktiva (matche velstands- og verdiutvikling i samfunnet)

2. Hvordan oppnå høy avkastning på fripoliser?
 - Må kunne investere i realaktiva / aksjer
 - Må gjøre det lett å bygge (kunde-)bufferkapital, ikke sett begrensninger på bufferkapitalen
 - Fleksible bufferkapitalregler, må kunne dekke negativ avkastning
 - Behold det økonomiske interessefellesskapet mellom livselskapet og fripoliseeier → behold overskuddsdelingen