

Finansdepartementet  
Postboks 8019 Dep

0030 OSLO

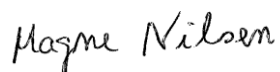
Dato: 09.01.2017

Deres ref:

## Høring – Nye Kapitalkrav for pensjonskasser

Den Norske Aktuarforening (Aktuarforeningen) viser til Finansdepartementets høring om nye kapitalkrav for pensjonskasser. Aktuarforeningens kommentarer til høringen er på de neste sidene.

Med vennlig hilsen  
Den Norske Aktuarforening



Magne Nilsen  
Formann

# Høringsuttalelse om nytt kapitalkrav for pensjonskasser fra Aktuarforeningen

## 1. Høringsuttalelsen kort oppsummert

### Generelt

Aktuarforeningen mener at målet med solvenskravet er todelt;

- sørge for tilstrekkelig bufferkapital slik at pensjonskassene vil klare seg igjennom en stresset situasjon,
- beregne pensjonsforpliktelsene basert på en risikofri, eventuelt volatilitetsjustert, markedsrente slik at pensjonskassene styrker sine avsetninger eventuelt øker sin bufferkapital. Dette sørger for, på lengre sikt, tilstrekkelig høy sikkerhet for å kunne innfri pensjonskassens langsiktige løfter.

Beregningsmetodikk i foreslått solvenskrav dekker begge disse målene. Samtidig kan innføring av et absolutt solvenskrav basert på en 100% bufferkapitalutnyttelsesgrense - gjeldende til enhver tid - medføre uheldige konsekvenser.

### Konkrete forslag til endringer i forslaget:

#### Solvensstyrkingsperiode på for eksempel fire år

Aktuarforeningen foreslår at regelverket åpner for solvensstyrkingsperiode i situasjoner der en pensjonskasse har bufferkapitalutnyttelse over 100%. Aktuarforeningen mener at slike solvensstyrkingsperioder krever langsiktige planer som viser tilstrekkelig høy sannsynlighet for å bygge soliditet for igjen å oppfylle solvenskravet innen en solvensstyrkingsperiode på opp til for eksempel fire år. Dette samstemmer i stor grad med løsning som er praktisert i mange EU-land (og fulgt opp fra tilsynsmyndighetene) ved eventuell oppstått underfinansiering (recovery plan) av ytelsesbaserte ordninger, bl.a. i Nederland og Belgia, fra pensjonsforetak underlagt IORP.

Det bør settes krav til risikostyringen i løpet av slike perioder, blant annet til bruk av overskudd og at man ikke har mulighet til å gjøre rebalansering som øker tapspotensialet. Det bør også stilles krav til konkret fremdriftsplan og fremdrift i forhold til planene i solvensstyrkingsperioden med eventuelle nødvendige kapitaltilskudd for å opprettholde fremdriftsplanen. Regler for solvensstyrkingsperiode bør være uavhengig av overgangsordning for forsikringstekniske avsetninger, slik at det åpnes for solvensstyrkingsperiode også i løpet av perioden med overgangsordning for forsikringstekniske avsetninger.

#### Reduserte svingninger i beregnede pensjonsforpliktelser

En uheldig effekt ved å beregne pensjonsforpliktelser basert på risikofri, eventuelt volatilitetsjustert, markedsrente for pensjonskassene er at solvenskravet kan svinge mye fra kvartal til kvartal fordi markedsrenten svinger (til dels betydelig) fra kvartal til kvartal. Dette gjør risikostyring krevende. Aktuarforeningen foreslår å sørge for at solvenskravet svinger mindre over tid ved å redusere svingningene i markedsrenten som legges til grunn.

### Mulighet for kapitalinnskudd for fripolisepensjonskasser

Risikostyring for fripolisepensjonskasser er utfordrende, og flyttemarkedet for fripoliser er nærmest lukket. Aktuarforeningen mener at man i solvenskravregelverket bør gi rom for kapitaltilskudd i de situasjoner der en sponsor ønsker å bidra med kapital – også avtaler om kapitalinnskudd over tid – for fripolisepensjonskasser.

### Nytt kapitalkrav bør utredes av en kommisjon som også inkluderer aktuarfaglig kompetanse

Nytt kapitalkrav for pensjonskasser kan få avgjørende betydning for allerede opptjente pensjonsytelser i fremtiden. Høye kapitalkrav kan føre til at pensjonsytelser blir redusert fordi sponsor ikke vil bidra med mer kapital. Lave kapitalkrav kan også føre til at pensjonsytelsene blir redusert fordi de ikke er tilstrekkelig sikret. Solvens II regelverket skal revideres i 2018 og det har allerede kommet henvendelser om forslag til endringer. Aktuarforeningen ville foretrukket at et eventuelt nytt kapitalkrav ble utredet av en kommisjon-som også inkluderer personer med aktuarfaglig kompetanse.

## **2. Premisser for uttalelsen**

Kapitalkrav i pensjonskasser basert på Solvens II løfter en rekke aktuelle spørsmål. Et av disse er om Solvens II reguleringen er egnet for pensjon. Dette diskuteres ikke i denne høringsuttalelsen, men som det fremgår av punkt 1, ønsker Aktuarforeningen at dette utredes av en kommisjon som også inkluderer personer med aktuarfaglig kompetanse.

I denne høringen legger man til grunn at Solvens II er innført for forsikringsselskaper, deriblant livsforsikringsselskaper – også de som (nesten) utelukkende fører pensjonsprodukter. Siden Solvens II gjelder for disse selskapene, mener Aktuarforeningen at en likebehandling i kapitalkravets beregningsmodell mellom livselskaper og pensjonskasser er et naturlig utgangspunkt. Likebehandling i beregningsmodell trenger derimot ikke å bety full likebehandling rundt kapitalkrav siden pensjonskassene som selveiende institusjon er opprettet med et annet formål enn livsforsikringsselskapene, og pensjonskassene har styrt og ønsker å ta risiko på annen måte.

Det fremste premisset for Aktuarforeningen er beskyttelse av kontraktsinnehavers opptjente pensjonsrettigheter. Med et historisk lavt rentenivå er opptjente pensjonsrettigheter under press. Pensjonsinnretningene, både pensjonskasser og livsforsikringsselskap, har behov for styrking av avsetninger og bygging av buffere. Dette må gå foran pensjons- og fripoliseregulering. Det er essensielt med et kapitalkravregelverk som ikke fjerner insentiv for tilføring av kapital. Pensjonsforpliktelser er forpliktelser med ekstremt lang tidshorisont. Det er avgjørende at kapitalkravregelverket tar innover seg dette, slik at kortsiktige endringer i markedsforhold i minst mulig grad påvirker kontraktsinnehavers pensjonsrettigheter. Det er viktig å ta høyde for at et for rigid kapitalkravregelverk kan tvinge en pensjonsinnretning inn under offentlig administrasjon med påfølgende reduksjon av opptjente rettigheter. Samtidig skal man ha kapitalkrav som gjør at pensjonsinnretningen kan stå igjennom stressede situasjoner.

### 3. Beregningsmetodikk i foreslått kapitalkrav for pensjonskasser

På overordnet nivå er Aktuarforeningen enig i den beregningsmetodikken som legges til grunn i det foreslåtte kapitalkravet for pensjonskasser. En beregningsmodell som stresser i ulike risikoklasser og vurderer midler og forpliktelser til virkelig verdi er et stort fremskritt fra dagens solvensmarginkapitalkrav og gårsdagens kapitaldekningskrav for pensjonskassene. Likefullt er det utfordrende aspekter av modellen, og det er detaljer i beregningsmodellen Aktuarforeningen ønsker å påpeke.

Modellen søker å løse to store utfordringer samtidig;

1. ha et krav til buffer som er slik at pensjonskassene skal kunne stå igjennom en kraftig stresset situasjon som oppstår umiddelbart eller over relativt kort tidshorisont
2. vurdere pensjonsforpliktelser til virkelig verdi

Hovedmålet med punkt 1 må være at pensjonskassene har nok bufferkapital til å stå igjennom en stresset situasjon. Hovedmålet med punkt 2 er at pensjonskassene styrker sine avsetninger eventuelt øker sin bufferkapital slik at pensjonskassene på lengre sikt har tilstrekkelig høy sikkerhet for å kunne innfri sine langsiktige løfter.

Under er det konstruert fem pensjonskasser av forskjellig karakter som man gjør ulike beregninger på. Formålet med de fem pensjonskassene er at de skal være representative for pensjonskassemarkedet. Pensjonskassene har ulike pensjonsforpliktelser med ulik durasjon, hvor gjennomsnittlig durasjon for alle pensjonskassene totalt er i underkant av 20 år. Gjennomsnittlig grunnlagsrente i pensjonskassene varierer mellom 2.8% og 3.5%. Andel fripoliser varierer fra en pensjonskasse med kun kollektiv ytelsesordning til en ren fripolisepensjonskasse. Tilsvarende har pensjonskassene ulik aktivaside med ulik andel i aksjer, ulike obligasjonsporteføljer med ulik durasjon og spread, ulik grad av valutasikring, osv. Andel aksjer varierer fra i underkant av 20% opp til ca 40% av totale midler. PK A har kun kollektiv ytelsesordning, mens PK B er en ren fripolisepensjonskasse. PK C, D og E har lukket kollektiv ytelsesordning og fripoliser.

Dersom man ser på kapitalkravet for punkt 1 isolert sett<sup>1</sup> vil dette utgjøre følgende for de fem konstruerte pensjonskasser:

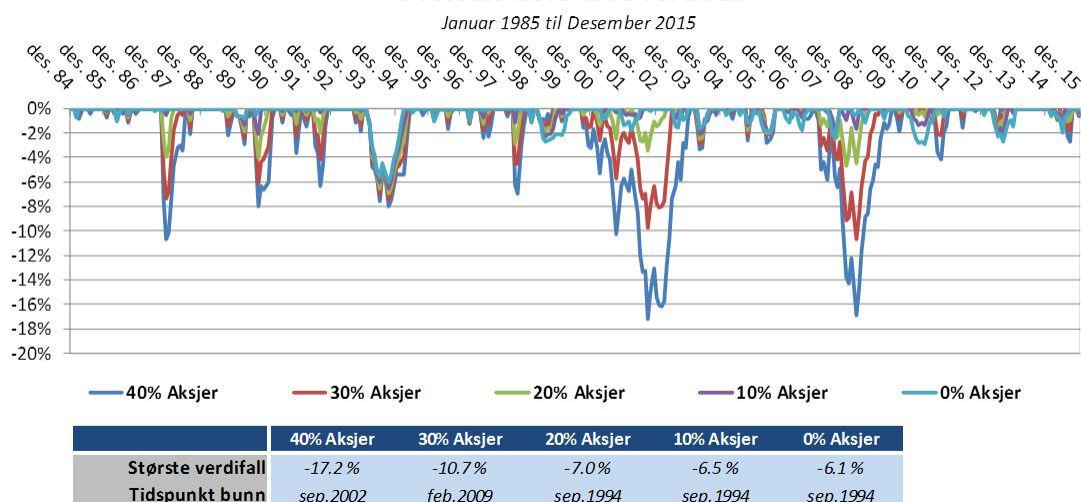
Fem konstruerte pensjonskasser: Krav til bufferkapital i kapitalkravforslaget som andel av kundemidler

Punkt 1 isolert	PK A	PK B	PK C	PK D	PK E
Pr 31.12.2015	21 %	19 %	22 %	21 %	26 %

I figuren under ser man på historisk avkastning i typiske pensjonskasser siden 1985. Her ser man at største tap har vært 17.2% med 40% aksjer. Figuren her er basert på reallokering til gitt andel i aksjer og porteføljer av kun aksjer og obligasjoner der 1/3 er norske papirer og 2/3 er internasjonale.

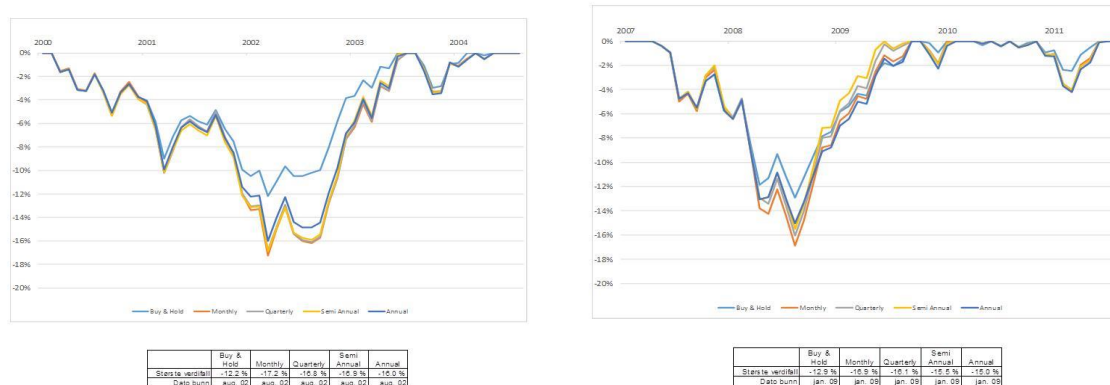
<sup>1</sup> Beregnet ved å la Stresstest 1 være tilpasset kapitalkravforslaget. Nødvendig kapital for å kunne stå igjennom en stresset situasjon isoleres i Stresstesten ved å nullstille effekten av justering av avsetninger ved overgang til markedsverdi.

## Oversikt historiske verdifall



Siden disse tapene har strukket seg over 1-3 år, og pensjonskassene står årlig rentegaranti, virker et krav til bufferkapital, isolert fra justering i avsetningene ved overgang til markedsverdi, på rundt 20%-25% rimelig<sup>2</sup>.

Dersom man studerer andre strategier enn kontinuerlig rebalanserende porteføljer ser man noe av det samme bildet. Under ser man på dot-com bølgen i 2000-2003 og finanskrisen i 2008.



Ved kjøp og hold strategi reduseres nedturen automatisk. Mer normalt er «semi annual» der pensjonskassene investerer mot strategi med premieinnbetalinger, 2 ganger i året. En interessant observasjon i figurene over er at tiden det tar å hente inn et tap er den samme uavhengig av rebalanseringsstrategi.

Punkt 1 har positive dynamiske aspekter ved seg. Blant annet tilpasses tapspotensialet på aksjerisiko til situasjoner der man nylig har vært igjennom et kraftig aksjemarkedsfall ved å redusere stressfaktorene og renterisiko stresses mindre i situasjoner med lav rente fordi man stresser relativ endring i markedsrenten.

For de samme 5 konstruerte pensjonskassene har vi sett på punkt 2, og innregnet justering av forpliktelsen til markedsverdi motregnet med fremtidige marginer i rentegarantiprisen og fortjenesteelement. Dette gir følgende justering i avsetningene ved overgang til markedsverdi

<sup>2</sup> Riktignok står pensjonskassene også annen type risiko enn risiko for verdifall på midler, men på kort sikt er dette den mest vesentlige faktoren.

(JAOM) for de fem konstruerte pensjonskassene i perioden Q4 2012 til Q2 2016 under foreslått beregningsmodell:

Justering i avsetningene ved overgang til markedsverdi (JAOM) i prosent av kundemidler



Justering i avsetningene ved overgang til markedsverdi (JAOM) reduserer bufferkapitalen i Stresstest 1 og i foreslått solvenskrav. Størrelsen på beløpene (her representert i prosent av kundemidler) gjør at eneste alternativ for mange pensjonskasser er å innløse denne bufferkapitalreduksjonen over tid. Dette får man mulighet til ved å bruke 16 års overgangsordning på JAOM.

Samtidig, en slik svingende, og i mange tilfeller (i etterpåkløkskapens lys) unøyaktig, bufferkapitaljustering vil introdusere en rekke problemstillinger

- økt avgangsrisiko for pensjonskassene
- vanskeliggjøring av risikostyring for pensjonskassene
- hyppig / kanskje for hyppig endring i styringsparametere både på aktiva (endring i aktivaallokering) og passivasiden (endring i pristariff – spesielt rentegarantipremie)

Pensjonskasse A står til en viss grad imot store endringer i JAOM ved aktiv bruk av rentegarantipremie. Utfordringen for pensjonskasse B, C, D og E er at de enten er fripolisekasser eller nærmest har utnyttet rentegarantipremien fullt ut.

Punkt 2 skiller antagelig pensjonskasser fra forsikringselskap i større grad enn punkt 1, ref diskusjon i kapitel 6.

### 3. Punkter i den foreslåtte beregningsmetodikken Aktuarforeningen ønsker å kommentere

#### Verdi av rentegarantien og rentegarantipremien

Fra høringsnotatet: «I stresstest I er verdien av rentegarantien delt i en "realverdi" som er basert på forskjellen mellom en gjennomsnittlig rentegaranti og den risikofrie markedsrenten, og en "tidsverdi" som gjenspeiler usikkerheten knyttet til at fremtidig avkastning kan avvike fra den risikofrie markedsrenten. [...]Tidsverdien av rentegarantien kan i praksis aldri bli null, fordi det alltid

vil være en risiko for at fremtidig avkastning blir lavere enn den risikofrie markedsrenten og lavere enn rentegarantien, og at differansen må dekkes fra pensjonskassens egenkapital.»

I Stresstest 1 og Solvens II bidrar verdien av rentegarantien til å øke beste estimat av forpliktelsen, mens fremtidige inntekter som rentegarantipremie og eventuelle fortjenesteelementer reduserer forpliktelsen. Aktuarforeningen er positiv til at forpliktelsen skal verdsettes til markedsverdi. Å legge til grunn en risikofri rente er grunnleggende for god sikkerhet for fremtidige pensjonsutbetalinger<sup>3</sup>. Dette reflekteres i «realverdien» av rentegarantien.

«Tidsverdien» tilsvarer forventet bidrag fra egenkapital i fremtiden fordi det vil være en risiko for at avkastning blir lavere enn markedsrenten og lavere enn rentegarantien, og at pensjonsforetaket samtidig ikke kan dekke dette med øvrig bufferkapital. Finanstilsynet foreslår at tidsverdien ikke skal beregnes på bakgrunn av at livsforsikringsselskapene inkluderer fremtidige, antatte ledelseshandlinger som vil minimere tidsverdien. Finanstilsynet foreslår samtidig at nåverdien av forventet fremtidig rentegarantipremie skal inkluderes i solvenskravberegningen. Aktuarforeningen ønsker å kommentere asymmetrien i denne løsningen.

Hovedregelen for tariffing er at tariff skal stå i forhold til risiko. Fortjenesteelementer skal spesifiseres eksplisitt som en del av prisingen. Ved å eliminere «tidsverdien», men samtidig inkludere den fulle premien kan det argumenteres med at hele premien kan tolkes som en sikker fortjeneste (sett bort fra eventuell avgangsrisiko ved overgang til fripoliser).

Analyser viser at Finanstilsynets forslag innebærer noen potensielle uheldige effekter. Pensjonskasser med ulik aktivaallokering, ulike ledelseshandlinger, ulik struktur på pensjonsforpliktelsene og ulik strategi for fremtidig bufferbygging har ikke samme risiko. Samtidig har ikke det store flertallet av pensjonskassene de samme ressursene til å utvikle modeller for bl.a. å beregne nåverdier av rentegaranti som et livselskap. I tillegg kommer hensynet til likebehandling i beregningsmodell både mellom ulike pensjonskasser og mellom pensjonskasser og livsforsikringsselskap. Dette gjør at Aktuarforeningen støtter en forenklet beregningsmetode. Likefullt oppfordrer Aktuarforeningen til at Finanstilsynet følger opp rundt verdisettingen av fremtidig rentegarantipremie. De fremtidige premiene vil i mange tilfeller påvirke solvenskravberegningen vesentlig. Det må være realistisk at pensjonskassen faktisk kan forvente å få innbetalt de antatte fremtidige rentegarantipremiene gitt at avkastninger er lik risikofri rente.

Aktuarforeningen vil i denne sammenhengen understreke betydningen og nytten av stokastiske fremskrivingsanalyser (ALM-analyser) for pensjonskasser som et supplement til solvenskravrapporteringen og grunnlag for å legge langsiktige planer. Tidsverdien på rentegarantien bør fremkomme i slike analyser.

---

<sup>3</sup> Noen argumenterer for at man kunne diskontere med en ikke risikofri rentebane (f eks basert på kredittpåslag) eller med forventet avkastning. Dette sikrer etter Aktuarforeningens syn ikke fremtidige pensjonsutbetalinger på tilstrekkelig god måte. En analogi rundt dette er obligasjoner; dersom man skal være sikker på å få tilbakebetalt lånet kjøper man en obligasjon av høyeste sikkerhet. Da er renten man mottar fra obligasjonen lav. Tilsvarende ønsker man å være sikker på at man kan utbetale pensjoner.

### 15% reduksjon av solvenskrav (basissolvenskrav) som følge av utsatt skatt

Kapitalkravforslaget inneholder en nedjustering av kravet på 15% pga tapsabsorberende evne til utsatt skatt. Aktuarforeningen er enig med Finanstilsynet i at det vil være krevende for pensjonskassene å beregne effekten av utsatt skatt, og en sjablongmessig beregning er ønskelig.

Aktuarforeningen har innhentet tall fra SCR-beregningene i finansrapportene for tre livsforsikringselskap med betydelig forretning innenfor garantert pensjon.

Livsforsikringselskap	Reduksjon i SCR som følge av skatt
Selskap 1	0 %
Selskap 2	11 %
Selskap 3	13 %

Aktuarforeningen synes på bakgrunn av tallene over at 15% kan virke noe høyt. Det vil virke uheldig å sette effekten til 15% for deretter å redusere den vesentlig på et senere tidspunkt etter å ha sett nærmere på foretakenes beregninger. Det vil kunne oppleves som er skjerpelse av kapitalkravet.

Det er vanskelig å se hvordan en pensjonskasse uten annen type forretning enn pensjonsforsikring kan nyttiggjøre seg av en utsatt skattefordel tilsvarende 15% reduksjon av basissolvenskravet gitt dagens markedsforhold. Men, Aktuarforeningen legger likevel til grunn at dette brukes for å likebehandle beregningsmetodikken mellom livsforsikringselskaper og pensjonskasser og støtter forslaget.

### Bruk av volatilitetsjustert markedsrente i foreslått kapitalkrav

Livsforsikringsforetakene har anledning til å benytte en rentekurve med volatilitetsjustering i Solvens II – beregninger. Med utgangspunkt i likebehandling i beregningsmodell støtter Aktuarforeningen forslaget om at pensjonskasser også kan legge volatilitetsjustert rentekurve til grunn.

### Mulighet for å inngå avtaler om årlige kapitalinnskudd for fripolisepensjonskasser

I dagens rentemarked har pensjonskassene en langsiktig utfordring og behov for å øke bufferkapitalen eller styrke avsetningene. Siden flyttemarkedet for ytelsespensjon, og spesielt for fripoliser, er utfordrende bør man i kapitalkravregelverket gi rom for kapitaltilskudd i de situasjoner der en sponsor ønsker å bidra med kapital – også avtaler om kapitalinnskudd over tid.

Aktuarforeningen har forståelse for argumentet om at premier er noe en pensjonsinnretning har styrerett over, og at man i en pensjonsinnretning med premietilgang kan erstatte eventuelt opphør i årlige kapitalinnskudd med økt premie (f eks rentegarantipremie) – noe man ikke har mulighet for i fripolisepensjonskasser. Samtidig mener Aktuarforeningen at inngåtte avtaler om årlige kapitalinnskudd mellom en sponsor og en pensjonskasse også avhjelper behovet for å øke bufferkapitalen, og at dette bør veie tyngre enn argumentet om pensjonsinnretningenes styrerett over premier. Aktuarforeningen mener at avtaler om årlige kapitalinnskudd i fripolisepensjonskasser bør begrenses i tid (f eks til 10 år) og at det med avtalen følger en realistisk plan som viser at kapitaltilskuddene er tilstrekkelig til å dekke behovet.



**Uheldige effekter av foreslått kapitalkrav ift overgangsordning.**

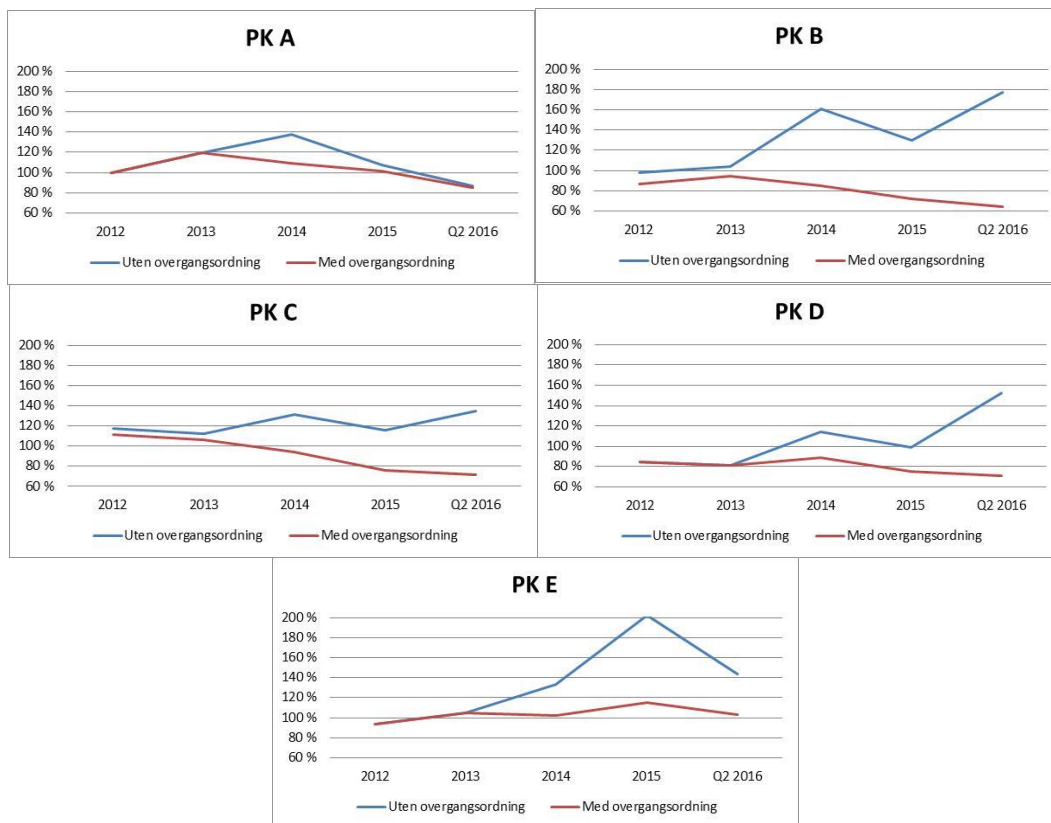
Aktuarforeningen er positive til at forpliktelsen skal verdsettes til markedsverdi. En risikofri rente er eneste alternativ for å sørge for god nok sikkerhet for fremtidige pensjonsutbetalinger, ref fotnote 3. Samtidig er det naturlig å kunne motregne fremtidige rentegarantipremier og fortjenesteelement i justeringen til markedsverdi. Spesielt rentegarantipremier er et rettet tiltak mot for høy avkastningsgaranti i forpliktelsen.

Det er uheldig at kapitalkravforslaget ikke innebærer regler eller vilkår for bruk av overgangsordning. Overgangsordningen fjerner noe av incentivet til å bruke rentegarantipremien aktivt. I tillegg skjuler overgangsordningen mye av pensjonskassens faktiske risikobærende evne i dagens markedssituasjon. I figurene under ser man bufferkapitalutnyttelse for de fem konstruerte pensjonskassene med og uten overgangsordning dersom solvenskravet hadde blitt innført i 2012, 2013, 2014, 2015 og Q2 2016<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Her har man regnet med 2/16 innfasing av overgangsordningen i alle årene

## Bufferkapitalutnyttelse under foreslåtte solvenskrav med og uten overgangsordning



Pensjonskasse A bruker rentegarantipremien aktivt for å kontrollere JAOM i Stresstest 1. De øvrige pensjonskassene bruker enten ikke rentegarantipremien aktivt eller så er ikke rentegarantipremien en sterk nok styringsparameter for å stå imot svingningene man har hatt i markedsrenten. Faktisk underliggende risiko og risikobærende evne er best representert uten overgangsordning. En trend i figurene som er uheldig er at med overgangsordning ser det ut til at risikobærende evne styrker seg gjennom perioden. Samtidig ser man at uten overgangsordning er faktisk risikobærende evne svekket og til dels sterkt svekket. Dersom pensjonskassene kun rapporterer solvenskravet med overgangsordning vil dette danne et mindre godt grunnlag for en langsiktig plan om å oppfylle solvenskravet på sikt. En langsiktig plan burde være et vilkår for bruk av overgangsordningen.

#### 4. Pensjonskassers håndtering av stressede situasjoner

Pensjonskassene har hatt tradisjon for å stå igjennom stressede situasjoner ved enten å holde på aksjeportefoljer eller reallokere til strategisk aksjeandel i synkende marked. Høy andel aksjer og høyere historiske og forventede avkastninger har vært og er fremdeles livsgrunnlaget til pensjonskassene. Samtidig er diversifisering en svært viktig del av risikostyringen i pensjonskassenes investeringsunivers. Obligasjoner har betydelig renterisiko tilknyttet seg, noe man f.eks. opplevde i perioden desember 2008 til oktober 2009 og juli 2012 til september 2013 hvor 10-årig US statsobligasjon doblet seg.

I tabellen under er bufferkapitalutnyttelse under foreslått kapitalkrav forsøkt estimert basert på årsregnskap og antagelser rundt nødvendig forpliktelses- og middeldetaljer (durasjon på forpliktelse og obligasjoner, gjennomsnittlig grunnlagsrente, etc.) for tre pensjonskasser. Dette viser estimerte effekter av de foreslåtte solvenskravene gjennom finanskrisen i 2008:

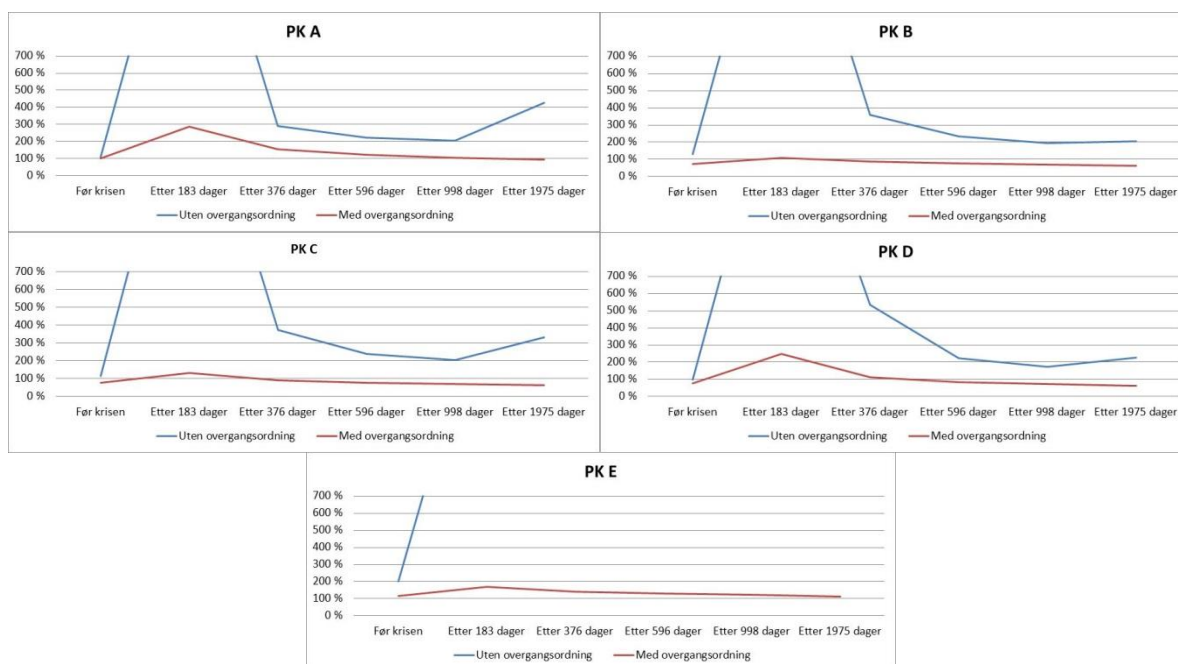
Estimert bufferkapitalutnyttelse under kapitalkravforslaget for 3 pensjonskasser gjennom finanskrisen

	31.12.2008	31.12.2009
PK 1	79 %	< 100 %
PK 2	105 %	87 %
PK 3	202 %	120 %

I 2008-2009 var markedsrenten høyere enn grunnlagsrenten, som i disse beregningene har betydd at overgangsordningen har mindre effekt. Estimatenes her er uten overgangsordning. Pensjonskasse 1 oppfylder solvenskravet gjennom krisen. Pensjonskasse 2 er i brudd med solvenskravet i 2008, men oppfylder solvenskravet i 2009. Pensjonskasse 3 er i brudd med solvenskravet både i 2008 og 2009. Pr Q4 2015 gir tilsvarende estimater at alle disse tre pensjonskassene oppfylder solvenskravet – i det minste med overgangsordning. Dette er et eksempel på en situasjon der foreslått solvenskrav kunne ført til offentlig administrasjon og reduksjon av opptjente pensjonsytelser. I fremtiden har man naturligvis ingen forsikring mot at noe slikt vil være tilfelle igjen. Samtidig viser det fordelene ved å ha et solvenskrav som åpner for å kunne hente seg inn igjen over en kortere tidsperiode etter en stresset markedssituasjon.

Til sammenligning viser figurene under hvordan de fem konstruerte pensjonskassene ville klart seg gjennom 2008-krisen dersom denne hadde startet i begynnelsen av 2016.

Simulert bufferkapitalutnyttelse under kapitalkravforslaget fremover i tid dersom finanskrisen hadde inntruffet i begynnelsen av 2016



Her har man antatt at aksjene utvikler seg ihht hovedindeksen på Oslo Børs og S&P Global Index, obligasjoner ihht 3-årig statsobligasjon, avsetningene til virkelig verdi basert på utvikling i 10-årig statsobligasjon og 5% reduksjon i eiendomsmarkedet. Det er benyttet 2/16-deler på overgangsordningen i hele perioden. Man antar videre ingen reallokering gjennom perioden.

Som man ser av figurene trenger de konstruerte pensjonskassene 1 til 3 år for å hente seg inn etter krisen når man legger solvenskrav med overgangsordning (2/16-deler for alle tidspunkt) til grunn. En større utfordring enn å hente seg inn etter krisen, så lenge man står i aksjeposisjon, ville være rentereduksjonen i kjølvannet av krisen. Bufferkapitalutnyttelsene uten overgangsordning viser at samtlige pensjonskasser ville være i brudd med solvenskravet uten overgangsordning. Dette

understreker viktigheten av å styrke avsetningene eller bygge bufferkapital i pensjonskassene under foreslått overgangsordning dersom man ønsker å ha risikobærende evne til å videreføre pensjonskassenes historiske håndtering av kriser.

Beregninger fra dot-com krisen på begynnelsen av 2000-tallet gir tilsvarende bilde, men her er innhentingstiden med overgangsordning (2/16-deler benyttet for alle tidspunkt) for de samme konstruerte pensjonskassene mellom 1 og 4 år.

## 5. Ulike rentemodeller. Hva livsforsikringselskapene legger til grunn. Fastsettelse av den risikofrie rentekurven

### Hva livsforsikringselskaper legger til grunn

Forsikringselskaper står fritt til å utvikle rentemodeller så lenge denne gir en god kalibrering av data og etterlever kravene i Solvens II.

I Norge har enkelte livsforsikringselskaper brukt mye ressurser for å utvikle egne rentemodeller som grunnlag for Economic Scenario Generators. Siden livsforsikringselskaper og myndigheter har ulike incentiver, vil de argumentere for og mot bruk av ulike modeller og kalibreringer. Livsforsikringselskaper kan påvirke kapitalkravene som de ønsker ved hjelp av en modell og kalibrering som passer deres behov. Interne modeller må godkjennes før bruk, og det er strenge restriksjoner på modellene. Finanstilsynet som nasjonalt myndighetsorgan er de som skal passe på at selskaper har "rimelige" modeller. Så vidt Aktuarforeningen kjenner til har ingen norske livsforsikringsforetak hverken søkt eller fått godkjent bruk av interne modeller, men det er fortsatt fritt frem å benytte egne modeller for simulering av renter så lenge disse er kalibrert til markedet og rentekurven til EIOPA.

I foreslått solvenskrav har ikke pensjonskassene mulighet til å utnytte handlingsrommet av å utvikle egne rentemodeller.

### Fastsettelse av den risikofrie rentekurven. Ultimate forward rate

Vi vil i dette avsnittet diskutere nærmere anvendelse og fastsettelse av den risikofrie rentekurven, herunder den volatilitetsjusterte. Diskusjonen er ikke begrenset til verdivurdering av forpliktelsene i en pensjonskasse og inkluderer derfor også livsforsikringselskapene. Aktuarforeningen har også i tidligere høringsuttalelser påpekt forhold omkring fastsettelse av rentekurven som bør endres, forhold som også Finans Norge har kommentert.

Markedsverdien av forpliktelsen fremkommer ved å diskontere forventede pensjonsutbetalinger med den risikofrie rentekurven. I tilfeller hvor rentekurven «ligger under» den garanterte renten vil markedsverdien overstige den bokførte premiereserven, og omvendt hvis over. De siste årene har markedsverdien vært vesentlig større enn de bokførte reservene, og avviket i verdivurderingen representerer det forventede fremtidige (negative) renteresultatet med en risikofri betraktning.

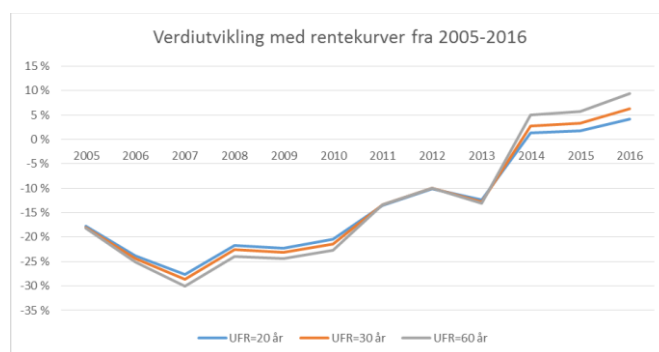
Den risikofrie renten beregnes ved å ekstrapolere med den såkalte Smith-Wilson metoden på observerte swaprenter (NOK, 1-10 år) på beregningsdatoene. Sentralt i ekstrapoleringen er den

langsiktige likevekts(forward)renten<sup>5</sup> (rentenivået rentekurven skal konvergere mot) og konvergensperioden. EIOPA har fastsatt at likevektsrenten til 4,2 prosent og konvergensperioden for den norske rentekurven til 50 år (dvs. rentekurven når ca. 4,2% etter 60 år). Hovedtrekkene i fastsettelse av rentekurven er beskrevet i artikkel 77a i Solvens II direktivet, og mer spesifisert i EIOPA-BoS-15/035. Konvergensperioden i rentekurven varierer mellom 10 og 50 år for de aktuelle valutaene, og likevektsrenten mellom 3,5-5,2 prosent med de fleste på 4,2.

Hovedregelen for fastsettelse av konvergensperioden er 60 år minus det siste likvide punktet. Regelen kan allikevel fravikes hvis det er spesielle forhold i det enkelte lands (rente)marked som tilsier det. Svenske myndigheter har fått et slikt unntak fra EIOPA og konvergensperioden er nå 10 år, og dermed vil rentekurven bevege seg vesentlig raskere mot likevektsrenten. Aktuarforeningen har i tidligere uttalelser, i likhet med Finans Norge, foreslått at konvergensperioden for den norske rentekurven bør være lik den svenske siden rentemarkedene ikke kan sies å være vesentlig forskjellige, og de samme argumentene bør kunne legges til grunn. Hovedargumentet for en slik omlegging er at rentemarkedet er lite likvid utover 10 år og det er derfor vanskelig å sikre («hegde») rentekurven slik den foreligger. Vi vil samtidig poengtere at en kortere konvergens vil medføre en mer konservativ verddivurdering i det rentekurven «ligger over» beregningsrenten, dvs. når markedsverdien er lavere enn den bokførte verdien (premiereserven). De siste årene er det bare siden 2014 at nivået på rentekurven har vært så lavt at markedsverdien overstiger den bokførte. På en annen side må man utvise varsomhet for ikke å undervurdere verdien av forpliktelsen, og vedvarende lavt rentenivå som avviker fra den antatte rentebanen kan på sikt være meget vanskelig å håndtere for en pensjonsinnretning.

I figuren under har vi beregnet markedsverdien av forpliktelsen med historiske rentekurver. Forpliktelsen i eksempelet har en durasjon på ca. 20 år med beregningsrente 3%. Rentekurvene er ekstrapolert med konvergensperiodene 10, 20 og 50 år (siste likvide punkt 10 år). Vi ser at på en 10-års periode har markedsverdien av forpliktelsen steget med ca. 25 prosent alt annet likt. Vi ser at en kortere konvergensperiode reduserer volatiliteten ved slike hendelser og bidrar til bedre forutsigbarhet for pensjonsforetakene.

Verdiutvikling av forpliktelsen diskontert med rentekurver fra ulike år og konvergenser.



Aktuarforeningen mener at fastsettelse av rentekurven må utredes nærmere for å sikre at den blir fastsatt på bakgrunn av mest mulig «riktige» markedsforutsetninger innenfor det som er tillatt i Solvens II direktivet og finansforetaksloven. Pensjonsforsikringsvirksomhet er allerede strengt regulert i Norge sammenlignet med våre nære handelspartnere hvor det er (delvis) unntatt Solvens II

<sup>5</sup> På engelsk Ultimate Forward Rate (UFR)

direktivet, og en mulig ekstrapolering av rentekurven som fundamentalt strider mot markedet er uheldig.

EIOPA sendte i vår/sommer ut et forslag på høring (EIOPA-CP-16/03) angående fastsettelse av likevektsrenten som innebærer at den norske likevektsrenten vil reduseres fra 4,2 til 3,7 prosent. Den endelige effekten for norske pensjonsforetak vil avhenge av det aktuelle rentenivået når endringer eventuelt implementeres. Selv om det av EIOPAs beregninger synes klart at en likevekstrente på 3,7 prosent er et mer riktig alternativ enn det nåværende nivået ønsker Aktuarforeningen å påpeke at gjentatte endringer i likevekstrenten i fremtiden vil påvirke verdivurderingen. Ved vesentlige endringer i likevekstrenten forventer Aktuarforeningen at pensjonsforetakene gis rimelig tid til å innrette seg etter den nye verdivurderingen.

## **6. Likebehandling av kapitalkrav mellom pensjonskasser og forsikringsselskap. Langsiktig plan.**

Stresstest 1 kan tolkes som en stress-situasjon der pensjonskassen blir truffet av en 200-årsbølge for deretter å måtte avvikle virksomheten, men ha nok buffer til at forpliktelsen (dvs kontraktene) kan videreføres hos en annen leverandør. Dagens markedssituasjon vanskeliggjør slik videreføring – spesielt for fripoliser. Forsikringsselskapene krever avsetninger på lavere grunnlagsrenter enn markedrenten, rentegaranti- og fortjenesteelement vil være ulike hos ulike leverandører, noen leverandører krever tilførsel av egenkapital for å ta imot forpliktelser, osv.. Dette betyr at Stresstest 1 – modellen vanskelig kan kobles til den virkelige verden. Et viktig spørsmål er om slike teoretiske modeller bør være absolutte i den forstand at 100%-kravet gjelder til enhver tid, all den tiden bufferne som ligger til grunn enten er for små slik at ingen andre aktører ønsker å viderebringe forpliktelsene eller bufferne er for store som egentlig betyr at ordningen kunne vært videreført. Samtidig har Aktuarforeningen lagt som premiss at det skal være likebehandling i beregningsmetodikk mellom pensjonskasser og forsikringsselskap. Kapitalkravforslaget legger til grunn likebehandling i beregningsmetodikk mellom pensjonskasser og livselskap, og Stresstest 1 har blitt kalibrert i kapitalkravforslaget for å oppnå dette – i det minste gitt dagens situasjon.

Likebehandling i beregningsmodell trenger derimot ikke å bety full likebehandling rundt kapitalkrav. Pensjonskassene som selveiende institusjon er opprettet med et annet formål enn livsforsikringsselskapene. Generelt, er pensjonskassene opprettet for å ivareta de ansattes interesser og bidra til konkurransedyktige pensjonskostnader, mens livsforsikringsselskapene har som en av sine hovedintensjoner å betjene egenkapitalen og skape avkastning for sine eiere. Pensjonskassene har styrt og ønsker å ta risiko på annen måte.

I en presset situasjon er det for livsforsikringsselskapene mulig å tilpasse seg Solvens II-kapitalkravet ved å

- faktisk reallokere aktivassetten til annen risikoprofil
- endre premietariff
- innhente / utbetale kapital fra / til eierne

samt

- gjøre antagelser om fremtidige inntekt (tilført opptjent EK) på et bredere produktspekter
- oppnå risikoreduserende effekter grunnet diversifisering i produktspekteret
- gjøre antagelser om kostnadsreduksjoner i fremtiden
- videreutvikle Solvens II-beregningsmodellen (blant annet tilpasninger i rentemodell, antagelser rundt overgang til ITP, antagelser rundt fremtidig dynamisk risikostyring)

Spesielt effektene av antagelser rundt fremtidige premier, fortjeneste eller kostnadsreduksjoner vil ha stor effekt på kapitalkrav under Solvens II.

I en presset situasjon er det for pensjonskassene mulig å tilpasse seg foreslåtte kapitalkrav ved å

- faktisk reallokere aktivasiden til annen risikoprofil
- endre premietariff
- innhente / utbetale kapital fra / til medlemsforetakene

Pensjonskassene har pr i dag og gitt kapitalkravforslaget ikke

- et bredt produktspekter. Dette utgjør en reell forskjell i risiko pga diversifiseringseffekter mellom produkter. Men, det utgjør også en betydelig forskjell i solvensberegningene fordi man har mulighet til å innregne fremtidig forventet inntekt fra flere inntektskilder som bidrar med å dekke eventuelle kapitalkrav. F eks vil det være utfordrende for pensjonskassene å bygge opp tilstrekkelig volum innen innskuddspensjon eller andre produkter til at dette vil ha betydelig diversifiserende effekt eller inntektspotensiale i stresstestmodellen.
- hatt tradisjon for å inkludere reduserte fremtidige kostnader.
- mulighet til å utvikle beregningsmodellen all den tid det foreslåtte kapitalkravet er basert på en statisk (noe endring i enkelte stressparametre fra kvartal til kvartal, men uforandret modell) beregningsmodell med en predefinert deterministisk rentemodell.

Et alternativ til å utvikle og tilpasse forutsetningene i beregningsmodellen er å tillate tilpasninger over tid. Det er en rekke egenskaper ved pensjonsforpliktelsen som gjør at soliditetssituasjonen kan forventes å forbedres med tiden (gjennomsnittlig rentegaranti reduseres, balansevekst avtar i lukkede pensjonskasser og balansen begynner etter hvert å synke - bufferkapitalen vokser etterhvert raskere enn tapspotensialet, durasjonen på forpliktelsen reduseres med tiden). Pensjonskassen kan også sette retningslinjer for bruk av overskudd fra meravkastning og risikoresultat for å øke bufferkapitalen fremover i tid.

Tilpasning over tid kan reflekteres i et kapitalkrav som ikke er absolutt til enhver tid, men heller et krav om en langsiktig plan (f eks over en 4-årsperiode) om å komme under 100% bufferkapitalutnyttelse. Det må stilles krav til realisme i planen og rapportering av plan samt utvikling underveis.

## 7. Aktuarforeningens forslag

Aktuarforeningen mener at målet med solvenskravet er todelt;

- sørge for tilstrekkelig bufferkapital i pensjonskassene slik at de vil klare seg igjennom en stresset situasjon,
- pensjonskassene styrker sine avsetninger eventuelt øker sin bufferkapital slik at pensjonskassene på lengre sikt har tilstrekkelig høy sikkerhet for å kunne innfri sine langsiktige løfter.

Beregningsmetodikk i foreslått solvenskrav dekker begge disse målene. Samtidig kan innføring av et absolutt solvenskrav basert på en 100% bufferkapitalutnyttelsesgrense - gjeldende til enhver tid - medføre uheldige konsekvenser.

Pensjonskassene har historisk stått gjennom kriser med ønske om å ikke selge seg ned i aksjer. Mange pensjonskasser ønsker å rebalansere mens markedet er på vei ned for å være med på oppturen når markedet snur. Dette krever risikobærende evne. Fra eksempelberegningene i kapittel 4 ser man at pensjonskassene har behov for opp mot 3-4 års periode dersom man sitter i aksjeoposisjon gjennom krisen. Dette samstemmer i stor grad med løsninger som er praktisert i mange EU-land (og fulgt opp fra tilsynsmyndighetene) ved eventuell oppstått underfinansiering (recovery plan) av ytelsesbaserte ordninger, bl.a. i Nederland og Belgia, fra pensjonsforetak underlagt IORP.

Aktuarforeningen mener at slike perioder krever langsiktige planer som viser tilstrekkelig høy sannsynlighet for å bygge soliditet for igjen å oppfylle solvenskravet innen en solvensstyrkingsperiode på opp til (f eks) fire år. Det bør settes krav til risikostyringen i løpet av slike perioder, blant annet til bruk av overskudd, at man ikke har mulighet til gjøre rebalansering som øker tapspotensialet, krav om valutasikring, etc.. Det bør også stilles krav til konkret fremdriftsplan og fremdrift i forhold til planene i solvensstyrkingsperioden med eventuelle nødvendige kapitaltilskudd for å opprettholde fremdriftsplanen. Beregningene fra finanskrisen viser at det er en risiko for at pensjonskasser som ikke klarer solvenskravet kan bli erklært insolvent. Dette kan føre til unødvendig reduksjon av opptjente rettigheter, og risikoen for dette må sees opp mot risikoen for ikke oppfylle solvenskravet i løpet av solvensstyrkingsperioden.

Pensjonskassene har medlemsforetak/sponsor som kan være villig til å bidra med innskutt kapital som engangsinnskudd eller på årlig basis eventuelt garantier eller bevis for dette, dersom situasjonen krever det. Pensjonskasser med begrenset eller ingen mulighet til å regne inn fremtidige inntekter i solvenskravet er spesielt sårbare for kortsiktige svingninger og krakk i finansmarkedene. Uten en solvensstyrkingsperiode i regelverket er det en fare for at pensjonskasser mister sin sponsor pga krav om store kapitalinnskudd i de mest usikre tidene. Aktuarforeningens vurdering er at sannsynligheten for dette bør hensyntas i vurderingene rundt nytt solvensregelverk for pensjonskasser.

Faren med en solvensstyrkingsperiode er at markedet kan synke ytterligere. Faren med ikke å ha en solvensstyrkingsperiode er at pensjonskasser, spesielt de uten mulighet til å innhente fremtidige inntekter via kontantstrømmene,



- blir satt under offentlig administrasjon med tilhørende reduserte ytelser
- mister sin sponsor som kunne bidratt med kapitalinnskudd over tid i solvensstyrkingsperioden

En uheldig effekt ved bruk av markedsrente, også volatilitetsjustert markedsrente, for pensjonskassene er at solvenskravet kan svinge mye fra kvartal til kvartal fordi markedsrenten svinger (til dels betydelig) fra kvartal til kvartal. Dette gjør risikostyring krevende. Forsikringsselskapene opplever ikke samme svingning i sine Solvens II modeller. Likebehandling bør også bety lik mulighet til risikostyring. Aktuarforeningen foreslår å sørge for at solvenskravet svinger mindre over tid ved å redusere svingningene i markedsrenten som legges til grunn. Dette kan gjøres ved å vurdere konvergensperiode i UFR, ved å la markedsrenten utgjøre gjennomsnittlig rente over for eksempel siste 2 år eller andre måter å glatte markedsrenten over tid.

Risikostyring for fripolisepensjonskasser er utfordrende, og flyttemarkedet for fripoliser er nærmest lukket. Aktuarforeningen mener at man i solvenskravregelverket bør gi rom for kapitaltilskudd i de situasjoner der en sponsor ønsker å bidra med kapital – også avtaler om kapitalinnskudd over tid – for fripolisepensjonskasser.

Nytt kapitalkrav for pensjonskasser kan få avgjørende betydning for allerede opptjente pensjonsytelser i fremtiden. Høye kapitalkrav kan føre til at pensjonsytelser blir redusert fordi sponsor ikke vil bidra med mer kapital. Lave kapitalkrav kan også føre til at pensjonsytelsene blir redusert fordi de ikke er tilstrekkelig sikret. Solvens II regelverket skal revideres i 2018 og det har allerede kommet henvendelser om forslag til endringer. Aktuarforeningen ville foretrukket at et eventuelt nytt kapitalkrav ble utredet av en kommisjon som også inkluderer personer med aktuarfaglig kompetanse.

*Den Norske Aktuarforening (DNA) er en frittstående, uavhengig profesjonsforening som er åpen for alle som har aktuar-utdannelse eller tilsvarende kvalifikasjoner. Foreningens formål er å fremme utøvelsen av aktuarfaget og medlemmenes felles interesser. De aller fleste aktuarer som arbeider med forsikringsfaglige spørsmål, er medlemmer av foreningen.*