



Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 09.01.2017
Vår ref.:16-1318/MC
Deres ref.: 16/1688-20

Høring – Nye kapitalkrav for pensjonskasser

1. Innledning

Det vises til Finansdepartementets høringsbrev 28. september 2016 om nye kapitalkrav for pensjonskasser, vedlagt høringsnotat datert 15. september 2016 utarbeidet av Finanstilsynet på oppdrag fra Finansdepartementet.

Finans Norges hovedsynspunkter:

- Finans Norge mener at pensjonskasser, på samme måte som livsforsikringsselskaper, må være underlagt et solvenskapitalkravregime som på tilfredsstillende måte ivaretar hensynet til de forsikredes interesser. Forbrukere må etter vårt syn ha samme sikkerhet for sine fremtidige pensjoner uavhengig av om disse forvaltes i et livsforsikringsselskap eller i en pensjonskasse.
- Livsforsikringsselskaper og pensjonskasser er tjenestepensjonsleverandører som er underlagt samme produktregelverk og opererer i de samme markedene. For å sikre god konkurranse og like konkurransevilkår må leverandørene ha mest mulig like kapitalkrav.
- Finans Norge støtter at nye kapitalkrav for pensjonskasser utformes med utgangspunkt i Finanstilsynets stresstest I og gjøres gjeldende fra 1. januar 2018. Eventuelle forenklinger som gjøres gjeldende for norske pensjonskasser ut fra et forholdsmessighetsprinsipp, må være velbegrunnede og ivareta hensynet til forsikrede i tilstrekkelig grad.
- Dersom virksomheten i norske pensjonskasser ikke skal underlegges kapitalkrav med samme sikringsnivå som Solvens II, må de samme kapitalkrav gjøres gjeldende for tilsvarende virksomhet i norske livsforsikringsselskaper.
- Finans Norge mener det må gjøres nødvendige tilpasninger til Solvens II i produktregelverket for fripoliser og ytelsesordninger for å sikre et bærekraftig fremtidig pensjonssystem.

- Finans Norge mener at pensjonskasser bør få mulighet til å benytte de samme overgangsreglene og permanente tiltakene som følger av Solvens II/Omnibus II som livsforsikringselskapene.
- Finans Norge støtter opphevelse av de kvantitative begrensningene på pensjonskassers kapitalforvaltning i kapitalforvaltningsforskriftens kapittel 3. Den særnorske begrensningen på pensjonsinnretningers eierskap i forsikringsfremmed virksomhet bør også oppheves.
- Finans Norge mener at det er hensiktsmessig å innføre en egen kategori for investeringer i infrastrukturprosjekter i det nye regelverket for pensjonskasser. Dette gjelder også for en eventuelt senere utvidelse til også å omfatte infrastrukturforetak.
- Finans Norge støtter at ELTIF-forordningen gjennomføres både i Solvens II og i det nye pensjonskasseregulverket, slik at infrastrukturinvesteringer via slike fond får et mer hensiktsmessig kapitalkrav.

2. Overordnede synspunkter

2.1 Om behovet for nye kapitalkrav

Pensjonskasser er i europeisk og norsk regulering ikke omfattet av Solvens II, men regulert gjennom tjenstepensjonsdirektivet (IORP). IORP inneholder ikke bestemmelser om risikobaserte solvens- og kapitalkrav. Da Solvens II trådte i kraft fra 1. januar 2016 for norske livsforsikringselskaper, ble det gjeldende solvensmarginkapitalkrav (Solvens I) videreført for pensjonskasser som driver livsforsikringsvirksomhet.

Parallelt med utviklingen av Solvens II har det riktignok pågått et tilsvarende arbeid (og debatt) om et nytt pensjonskassedirektiv (IORP II), men i motsetning til Solvens II omfatter ikke det nye IORP II direktivet selve kapitalkravene og prinsippene for solvensregulering. Pensjonsforpliktelser reguleres dermed ulikt avhengig av hvilken selskapsform de forvaltes i henhold til.

Erfaringene fra finanskrisen, det lave rentenivået og utsikter til lave renter i lang tid fremover samt en økning i forventet levealder, har aktualisert spørsmålet om hva som er et hensiktsmessig soliditetsregime for pensjonskasser. Dagens soliditetsregelverk for pensjonskasser har vesentlige svakheter, særlig knyttet til verdivurderingen av pensjonsforpliktelsene og beregningen av solvensmarginkravet:

- Verdivurderingen skjer ut fra renteforutsetningene i premieberegningsgrunnlaget, og nåverdien av forpliktelsene beregnes dermed uavhengig av gjeldende rentenivå.
- Solvensmarginkravet er ikke risikobasert, og fanger derfor ikke opp de faktiske risikoene som pensjonskassene er eksponert for, herunder særlig utsiktene til et langvarig lavrentescenario.

Solvensmarginkravet er således vesentlig lavere enn kravene etter Solvens II, spesielt med dagens lave markedsrenter. Dette fremgår også av Finanstilsynets rapport «Finansielle utviklingstrekk 2016» datert 30. november 2016. I følge rapporten tilfredsstilte samtlige norske pensjonskasser kapitalkravene etter Solvens I ved utgangen av 2015, men hadde samtidig en samlet bufferkapitalutnyttelse på 118 prosent etter stresstesten basert på verdivurderingsprinsippene i Solvens II ved utgangen av andre kvartal 2016. En bufferkapitalutnyttelse på over 100 prosent indikerer at det samlede tapspotensialet er høyere enn tilgjengelig bufferkapital.

Utfordringen knyttet til underdekning i pensjonskasser har også blitt trukket frem både av EU-kommisjonen i forbindelse med revisjonen av IORP-direktivet¹ og av EIOPA etter gjennomføringen av en stresstest av europeiske pensjonskasser (inkludert norske) i 2015².

Finanstilsynet gir i høringsnotatet uttrykk for at det nå synes å være avklart at det ikke vil innføres nye felleseuropeiske kapitalkrav for pensjonskasser i løpet av de nærmeste årene. Samtidig peker Finanstilsynet på at det er behov for å styrke soliditetsregelverket for pensjonskasser og at et kapitalkrav basert på Solvens II vil gi best uttrykk for pensjonskassenes finansielle stilling, og dermed størst trygghet for pensjonsforpliktelsene.

Finans Norge mener prinsipielt at innføring av særnorske og førtidige krav som er strengere enn det tilsvarende virksomheter i EU er underlagt, er uheldig. Det kan anføres at utenlandske pensjonsleverandører underlagt Solvens I kan få en konkurransemessig fordel overfor norske pensjonskasser, dersom de skulle etablere virksomhet i Norge. Dette vil imidlertid også bli en konkurransemessig utfordring for livsforsikringsselskapene. Det skal samtidig påpekes at Solvens I i mange land er strengere enn Solvens I i Norge, fordi det er innført krav om diskontering av forpliktelsene til markedsrente. Dette gjelder f.eks. i Sverige og Danmark.

Finanstilsynet legger ikke avgjørende vekt på eventuelle konkurransemessige hensyn overfor utenlandske aktører i sin vurdering. I høringsnotatet pekes det i stedet på at gjeldende solvensmarginregelverk i Norge ikke gir tilstrekkelig trygghet for at pensjonskassene kan innfri sine forpliktelser i fremtiden, slik at det uansett må legges til grunn at pensjonskassene må tilpasse seg en mer risikobasert beregning som kan resultere i økt kapitalbehov. Finans Norge deler denne vurderingen.

Det kan muligens argumenteres for at en eventuell redningsaksjon fra pensjonskassenes kapitaleier(e) («sponsorstøtte») har økonomisk verdi som en supplerende

¹ [http://europa.eu/rapid/press-release MEMO-13-454_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-454_en.htm?locale=en)

² <https://eiopa.europa.eu/Publications/Surveys/EIOPA%20IORPs%20Stress%20Test%20Report%202015%20bookmarks.pdf>

sikringsmekanisme. Dette kan isolert sett tale for at kapitalkravets sikringsnivå bør legges noe lavere for pensjonskasser enn for livsforsikring. Imidlertid er det helt avgjørende at forsikringslovgivningen ikke inneholder noen rettslig plikt for arbeidsgiverforetaket til å foreta kapitalinnskudd for å sikre soliditeten i pensjonskassene, slik at denne verdien vil være høyst usikker og vanskelig å kvantifisere.

EIOPA gjennomført i 2012 en konsekvensanalyse blant europeiske pensjonskasser på oppdrag fra EU-kommisjonen³. Analysen avdekket at mange pensjonskasser er svært avhengig av fremtidige innbetalinger fra sponsor, og at det ikke er uvanlig at sponsorstøtten utgjør så mye som 25 prosent av forpliktelsene⁴. I den samme analysen ble det for øvrig lagt til grunn for de norske pensjonskassene at sponsorstøtten ikke kunne regnes med på grunn av manglende rettslig plikt til bidrag fra sponsors side.

Et annet viktig argument for å innføre et Solvens II-basert krav for norske pensjonskasser er å sikre likebehandling av pensjonskassene og livsforsikringsselskapene i Norge.

Et sentralt reguleringsprinsipp er at likeartet virksomhet skal reguleres likt, herunder at lik risiko skal møtes med samme type kapitalkrav. Samtlige pensjonskasser forvalter i dag kollektive ytelsesbaserte tjenstepensjonsordninger med garanterte pensjonsytelser, som også utgjør hoveddelen av virksomheten i livsforsikringsselskapene. Pensjonskasser og livsforsikringsselskaper er også underlagt det samme produktregelverket. Hensynet til like rammebetingelser som for livsforsikringsselskapene, tilsier prinsipielt at pensjonskassene underlegges regler som gir tilsvarende effekter som Solvens II.

Vi vil her fremheve at norske livsforsikringsselskaper i flere år har tatt de nødvendige grep for å stå godt rustet ved innføringen av Solvens II fra 1. januar 2016. Selskapene er solide, og leverer god avkastning. Det lave rentenivået i kombinasjon med økte kapitalkrav under Solvens II er imidlertid generelt utfordrende for foretak som tilbyr garanterte pensjonsprodukter, som fripoliser og kollektiv ytelsespensjon med garantert avkastning. I kombinasjon med Solvens II, fører dagens virksomhetsregler for livsforsikring til at langsiktig pensjonskapital forvaltes med kortsiktig horisont og aksjeandeler ned mot 3-5 prosent (for fripoliser). Sannsynligheten for meravkastning og oppregulering av garantert alderspensjon er liten, noe vi registrerer at også pensjonskassene har gitt uttrykk for bekymring over.

³ https://eiopa.europa.eu/Publications/Quantitative%20impact%20studies/EIOPA-BoS-13-124_-_Report_on_QIS_on_IORPs-20130704.pdf

⁴ https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/7._EIOPA-14-108-IORP_II_in_a_Nutshell_What_is_the_Holistic_Balance_Sheet.pdf

Utfordringene knyttet til rammebetingelsene for garanterte pensjonsprodukter, og særlig fripoliser, er noe som Finans Norge har pekt på i mange år, og som næringen har foreslått ulike tiltak for å løse.

Finans Norge mener at pensjonskasser, på samme måte som livsforsikringselskaper, må være underlagt et solvenskapitalkrav som på en tilfredsstillende måte ivaretar hensynet til de forsikredes interesser. Forbrukerne må ha samme sikkerhet for sine fremtidige pensjoner uavhengig av om disse forvaltes i et livsforsikringselskap eller i en pensjonskasse.

Livsforsikringselskaper og pensjonskasser er tjenstepensjonsleverandører som er underlagt samme produktregelverk og opererer i de samme markeder. For å sikre god konkurranse og like konkurransevilkår må leverandørene ha mest mulig like kapitalkrav.

Dersom virksomhet i norske pensjonskasser ikke skal underlegges et kapitalkrav med samme sikringsnivå som Solvens II, må det samme gjøres gjeldende for tilsvarende virksomhet i norske livsforsikringselskaper.

Finans Norge mener det må gjøres nødvendige tilpasninger til Solvens II i produktregelverket for fripoliser og ytelsesordninger for å sikre et bærekraftig fremtidig pensjonssystem.

2.2 Om utformingen av nye kapitalkrav

Finansdepartementet har bedt om høringsinstansenes vurdering av hvordan nye og mer betryggende kapitalkrav for pensjonskasser bør utformes. Under følger Finans Norges synspunkter til de mest sentrale elementene i Finanstilsynets forslag. For utfyllende merknader til høringsnotatet vises til vedlegg 1. Merknader av mer teknisk karakter er gitt i vedlegg 2.

Til punkt 2 - Generelt om kapitalkravet

Finanstilsynet foreslår at det nye kapitalkravet for pensjonskasser utformes som en forenklet versjon av Solvens II-kravet for forsikringsforetak, med utgangspunkt i Finanstilsynets «stresstest I». Behovet for forenklinger begrunnes med det store antallet pensjonskasser og variasjonen i størrelse mellom disse.

Finans Norge støtter denne tilnærmingen. Forskriften om rapportering av stresstester ble fastsatt allerede i 2008, og samtlige norske pensjonskasser har rapportert i henhold til Finanstilsynets stresstester siden 31. desember 2012. Det nye kapitalkravet vil således være basert på prinsipper som pensjonskassene er godt kjent med, noe som også tilsier at kravet kan innføres relativt raskt, slik Finanstilsynet foreslår.

Videre er forholdsmessighetsprinsippet et sentralt element i Solvens II-regelverket, og særlig små aktører vil kunne få utfordringer ved innføringen av et fullt Solvens II-regelverk. I tillegg

kommer at livsforsikringselskapene må anses å være mer systemviktige enn pensjonskassene. Samtidig er verdien av pensjonen like viktig for den enkelte, uansett om den ligger i en pensjonskasse eller i et livselskap. Det er derfor av avgjørende betydning at de forenklinger som gjøres er velbegrunnede og rimelige ut fra en forholdsmessighetsbetraktning, og ikke svekker sikkerheten til de forsikrede. Det nye kapitalkravet må treffe en god balanse mellom behovet for enkelhet på den ene siden og behovet for en dekkende risikomåling og likebehandling med livsforsikringselskapene på den andre.

Finans Norge støtter at nye kapitalkrav for pensjonskasser utformes med utgangspunkt i Finanstilsynets stresstest I og gjøres gjeldende fra 1. januar 2018. Eventuelle forenklinger som gjøres gjeldende for norske pensjonskasser ut fra et forholdsmessighetsprinsipp, må være velbegrunnede og ivareta hensynet til forsikrede i tilstrekkelig grad.

Til punkt 4.9 - Overgangsordning for forsikringstekniske avsetninger

For livsforsikringselskaper gjelder det en overgangsordning som innebærer at en eventuell økning i verdien av forsikringstekniske avsetninger under Solvens II kan fases gradvis inn over en periode på 16 år fra 1. januar 2016, jf. Solvens II-forskriften § 56. Finanstilsynet har foreslått at en tilsvarende overgangsordning tas inn i det nye kapitalkravet for pensjonskasser (som § 16 i nytt kapittel 4 i forskrift om pensjonsforetak).

Etter at Solvens II-direktivet ble vedtatt i 2009 ble det tydelig for den europeiske lovgiveren at det nye regelverket ville innebære betydelige utfordringer for livsforsikringsprodukter med lange garantier, blant annet fordi Solvens II ikke i tilstrekkelig grad tok hensyn til at livsforsikringselskapene i realiteten er langsiktige investorer som i mindre grad er utsatt for konsekvensene av kortsiktige markedssvingninger. Denne innsikten bidro til at man gjennomførte et arbeid for å legge forholdene til rette for å unngå dramatiske effekter av det nye regelverket i markedene for disse produktene. Dette arbeidet ble gjennomført i regelverket med Omnibus II-direktivet⁵, som ga nødvendige lettelser i innføring av Solvens II for rentegaranterte produkter. Omnibus II-direktivet må dermed sees som en forutsetning for at det i det hele tatt ble enighet i EU om å innføre Solvens II fra 1. januar 2016.

Omnibus II-direktivet åpnet blant annet for en gradvis innføring av Solvens II gjennom overgangsordninger for flere av de sentrale elementene i det nye regelverket. Overgangsordningene hadde til hensikt å bidra til at forsikringselskapene i Europa klarte de nye kapitalkravene, gjennom å legge til rette for en hensiktsmessig innfasing av Solvens II for produkter som er utformet og solgt under de forutsetninger som lå til grunn for datidens

⁵ Direktiv 2014/51/EU trådte i kraft 22. mai 2014.

solvensregelverk (Solvens I). Vi viser her til punkt 61 i fortalen til Omnibus II-direktivet, der det heter:

"In order to allow for a smooth transition under Directive 2009/138/EC to a new regime, it is necessary to provide for phasing in and specific transitional measures."

Overgangsordningene er viktige for å sikre et bærekraftig norsk pensjonssystem under Solvens II. Dette gjelder særlig den generelle overgangsordningen for forsikringstekniske avsetninger, som isolert sett får en stor effekt på norske livsforsikringsselskapers kapitalkrav under Solvens II. Dersom det innføres et Solvens II-basert kapitalkrav for norske pensjonskasser, bør derfor disse få mulighet til å benytte de samme relevante overgangsreglene og permanente tiltakene som følger av Solvens II/Omnibus II. At en tilsvarende overgangsregel er foreslått å gjøres gjeldende også for pensjonskassene ser vi således som positivt og i tråd med prinsippet om lik regulering av likeartet virksomhet og risiko.

Da Finansdepartementet fastsatte Solvens II-forskriften i 2015, innførte imidlertid departementet samtidig en særnorsk bestemmelse om at overgangsregelen ikke skal kunne føre til lavere avsetninger enn etter dagens regelverk (Solvens II-forskriftens § 56 fjerde ledd). En slik begrensning eliminerer effekten av å kunne benytte overgangsregelen for likeartede risikogrupper, og vil også gi en konkurransevridning til ulempe for selskaper med diversifiserte porteføljer. Det er det samlede kapitalkravet som uttrykker selskapets soliditet, og som bør være styrende for overgangsregelen, ikke avsetningene isolert sett.

Finans Norge har derfor ved flere anledninger pekt på at det å praktisere en gulvbestemmelse som knyttes opp mot selskapenes forsikringstekniske avsetninger og ikke solvensposisjonen, innebærer en uthuling av den tilsiktede effekten av overgangsregelen. Vi har anført at denne bestemmelsen er i strid med intensjonen med Omnibus II-direktivet og bør oppheves.

Finanstilsynets forslag til overgangsbestemmelse for pensjonskasser inneholder ikke en tilsvarende gulvregel som i Solvens II-forskriften. Dette som følge av at pensjonskassene i henhold til forslaget skal beregne overgangsregelen på samlede avsetninger og ikke gruppert etter likeartede risikogrupper som for livsforsikringsselskaper. Norske pensjonskasser har i dag som hovedregel ikke flere likeartede risikogrupper. Det bør imidlertid ikke ses bort fra at pensjonskassene vil kunne få et betydelig innslag av innskuddspensjon i fremtiden.

Finans Norge mener at pensjonskasser bør få mulighet til å benytte de samme overgangsreglene og permanente tiltakene som følger av Solvens II/Omnibus II som livsforsikringsselskapene.

Finans Norge mener prinsipielt at det ikke er i tråd med Omnibus II-direktivets intensjon å begrense den generelle overgangsbestemmelsen for forsikringstekniske avsetninger etter nivået på avsetningene etter Solvens I, slik det kreves i Solvens II-forskriften § 56 fjerde ledd. Begrensningen bør fjernes.

Til punkt 16 – De kvantitative plasseringsbegrensningene i kapitalforvaltningsforskriften

I Finanstilsynets utkast til nye kapitalkrav foreslås de kvantitative begrensningene på pensjonskassers kapitalforvaltning i kapitalforvaltningsforskriftens kapittel 3 opphevet. I høringsnotatet peker Finanstilsynet på at de formål som de kvantitative begrensingsreglene skal ivareta må anses tilstrekkelig ivaretatt gjennom det nye solvenskravet, det generelle kravet til forsvarlig kapitalforvaltning og kravene som stilles til pensjonskassenes system for risikostyring og internkontroll i kapitalforvaltningsforskriften kapittel 2 og i risikostyringsforskriften.

Finans Norge støtter Finanstilsynets forslag. Solvens II bygger på et generelt krav om forsvarlig kapitalforvaltning («*Prudent person principle*»), jf Solvens II artikkel 132. Dette er i motsetning til de kvantitative grensene som Solvens I bygger på, og de tilsvarende reglene i kapitalforvaltningsforskriften kapittel 3. I tråd med dette innfører Solvens II et forbud mot nasjonale regler som pålegger forsikringsselskapene å investere i særskilte aktiva, og det skal ikke innføres noen form for forhåndskontroll av forsikringsselskapenes investeringer, jf. Solvens II artikkel 133 («*Freedom of investment*»). Det fremgår videre av punkt 72 i fortalen til Solvens II-direktivet at slike begrensninger i forsikringsselskapenes investeringsfrihet vil anses å være i strid med EU-traktatens regler om frie kapitalbevegelser. Med innføringen av Solvens II ble kapitalforvaltningsforskriftens kapittel 3 opphevet for livsforsikringsselskaper. Hensynet til like rammevilkår for likeartet virksomhet tilsier derfor at de samme lempningene gjøres gjeldende for pensjonskasser.

Vi vil imidlertid kommentere Finansdepartementets presisering i høringsbrevet om at en oppheving av kapitalforvaltningsforskriftens kapittel 3 ikke endrer forbudet i finansforetaksloven (§ 13-9 andre ledd) mot at pensjonskassen kan eie mer enn 15 prosent av et foretak som driver såkalt «forsikringsfremmed» virksomhet.

Denne begrensningen er særnorsk og gjelde både pensjonskasser og forsikringsforetak. Flere samfunnsaktører, herunder Finans Norge, Energi Norge og Finanstilsynet, har tatt til orde for at denne begrensende regelen strider mot det fullharmoniserte regelverket Solvens II, og således må oppheves. På oppdrag fra Finans Norge og Energi Norge har advokatfirmaet Thommessen ved advokat Tore Mydske gjennomført en juridisk utredning av om lovreglene som begrenser norske livsforsikringsselskapers eie av aksjer i selskaper som driver forsikringsfremmed virksomhet er i samsvar med våre EØS-forpliktelser, nærmere bestemt om finansforetaksloven § 13-9 andre ledd er i samsvar med Solvens II-direktivet.

I vurderingen, som tidligere har vært fremlagt Finansdepartementet, konkluderer Thommessen som følger:

«Vår konklusjon er at 15% - regelen er i strid med Norges EØS-forpliktelser. Vi finner ikke at denne konklusjonen er særlig tvilsom [...]»

Det var derfor positivt at det i Finansmarkedsmeldingen 2015 ble pekt på 15-prosentgrensens betydning for forsikringsforetaks eierskap i infrastruktur, og vist til at Finansdepartementet ville vurdere endringer i regelverket for å legge til rette for at privat pensjonskapital kan investeres mer i infrastruktur. Vi imøteser Finansdepartementets vurdering og en snarlig opphevelse av 15-prosentgrensen.

Finans Norge støtter opphevelsen av de kvantitative begrensningene på pensjonskassers kapitalforvaltning i kapitalforvaltningsforskriftens kapittel 3. Den særnorske begrensningen på pensjonsinnretningers eierskap i forsikringsfremmed virksomhet bør også oppheves.

Til punkt 6.2.2 – Aksjerisiko

Som et ledd i arbeidet med en kapitalmarkedsunion i EU har EU-kommisjonen vedtatt endringer i gjennomføringsbestemmelsene for Solvens II vedrørende infrastrukturinvesteringer. Endringene innebar bl.a. at infrastruktur ble definert som egen aktivaklasse etter nærmere bestemte kriterier, og at kapitalkravene i Solvens II ble redusert med ca. 30 prosent for fremmedkapital- og ca. 40 prosent for egenkapitalinvesteringer i infrastruktur. I høringsnotatet viser Finanstilsynet til at dette vil kreve omfattende kvalitative vurderinger av foretakene, og foreslår av forenklingshensyn at denne kategorien ikke tas inn i det nye solvenskravet for pensjonskasser.

De reviderte gjennomføringsbestemmelsene omfatter kun prosjektfinansiering gjennom spesialforetak og ikke infrastrukturforetak (foretak som ikke utelukkende eier og driver infrastrukturvirksomhet). Det er imidlertid ventet at EU-kommisjonen i løpet av første kvartal 2017 vil vedta en utvidelse av definisjonen av infrastrukturinvesteringer i Solvens II til også å omfatte infrastrukturforetak. Finanstilsynet oppgir å ville vurdere om liknende bestemmelser bør tas inn i solvenskravet for pensjonskasser dersom en slik utvidelse blir vedtatt.

I høringsbrevet ber Finansdepartementet særlig om høringsinstansenes syn på om det er hensiktsmessig å innføre en egen kategori for investeringer i infrastrukturprosjekter i det nye pensjonskasseregulverket, slik som i Solvens II. Departementet viser videre til at Finanstilsynet legger opp til at nye EU-regler om såkalte langsiktige investeringsfond («European Long Term Investment Funds», ELTIF), som blant annet kan omfatte infrastrukturfond, kan gjennomføres både i Solvens II og i det nye pensjonskasseregulverket.

Det at Finansdepartementet foreslår at den nye kategorien for infrastrukturinvesteringer i Solvens II ikke skal tas inn i det nye pensjonskasseregelverket, angivelig pga. høy kompleksitet, er etter vårt syn uheldig av flere årsaker.

For det første bryter det med prinsippet om lik regulering av lik risiko. For det andre avskjæres pensjonskassene med dette fra å investere i en aktivaklasse som er godt tilpasset deres langsiktige pensjonsforpliktelser. Infrastrukturinvesteringer kan gi god, langsiktig og stabil avkastning, og dermed bidra til å motvirke effektene av å måtte redusere aksjeeksponeringen som følge av høyere kapitalkrav for denne typen aktiva. For det tredje vil en slik begrensning hemme tilgangen på sårt tiltrengt, finansiering av (norsk) samfunnsnyttig infrastruktur. På den annen side kan det selvsagt anføres at investeringer i infrastrukturprosjekter kan ha en annen og større kompleksitet både i analyse-, investerings- og oppfølgingsfasene. For pensjonskasser, som normalt har en administrasjon av begrenset størrelse, kan dette selvsagt være utfordrende. På lik linje med andre investeringer så vil imidlertid også infrastrukturinvesteringer være underlagt «prudent person»-bestemmelsene. Dette bør gi tilstrekkelig regulering og hensynet til like rammevilkår bør derfor være det førende.

Forordningen om ELTIF inngår i EUs kapitalmarkedsunion, og ble gjort gjeldende i EU fra 9. desember 2015. Formålet med ELTIF som et alternativt investeringsfond er å bidra til langsiktige finansiering av prosjekter med behov for alternative investeringskilder, herunder infrastruktur, forskning og utvikling. ELTIF er spesielt tilpasset infrastrukturinvesteringer og livsforsikringssekskapenes behov for langsiktig og bærekraftig avkastning, og vi ser derfor positivt på at ELTIF-forordningen kan gjennomføres både i Solvens II og i det nye pensjonskasseregelverket slik at infrastrukturinvesteringer via slike fond får lavere kapitalkrav enn tidligere. Samtidig er det viktig å påpeke at denne type fondsløsninger vil – i den grad de ikke bare supplerer, men også konkurrerer med lån fra banker og kredittinstitusjoner – kunne ha sterke konkurransefortrinn nettopp pga. lavere kapitalkrav. Det er således viktig å sikre like konkurransevilkår mellom banker/ kredittinstitusjoner og nye fondsregimer, i den grad de opererer i samme marked.

Finans Norge mener at det er hensiktsmessig å innføre en egen kategori for investeringer i infrastrukturprosjekter i det nye regelverket for pensjonskasser. Dette gjelder også for en eventuelt senere utvidelse til også å omfatte infrastrukturforetak.

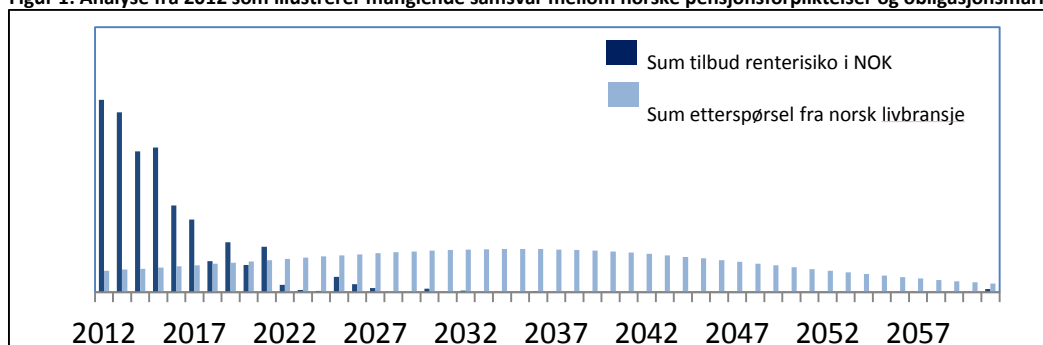
Finans Norge støtter at ELTIF-forordningen gjennomføres både i Solvens II og i det nye pensjonskasseregelverket, slik at infrastrukturinvesteringer via slike fond får et mer hensiktsmessig kapitalkrav.

Til punkt 4.3 – Renteforutsetninger

Finanstilsynet viser til at forsikringstekniske avsetninger beregnes ved bruk av risikofri markedsrente under Solvens II. Rentekurvene publiseres månedlig av EIOPA pr. valuta. Den samme rentekurven ligger til grunn for «stresstest I».

Under et Solvens II-basert regelverk vil risikostyringen av solvensposisjonen være viktig, men med et lite likvid marked for rentebærende papirer med lang durasjon i Norge er det ikke mulig for pensjonsinnretningene å avdekke all renterisiko i det norske markedet, se figur 1 under. Dette kan gi store svingninger i beregnet solvensposisjon for både pensjonskasser og livsforsikringsselskaper.

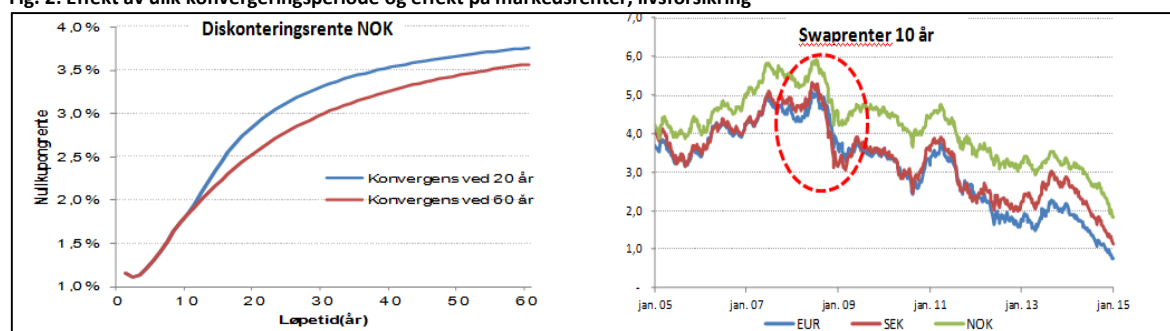
Figur 1: Analyse fra 2012 som illustrerer manglende samsvar mellom norske pensjonsforpliktelse og obligasjonsmarked



Etterspørsel omfatter kun fripoliser og individuelle pensjonsprodukter med lang rentebinding fra privat sektor

Renterisikoen til solvensposisjonen er blant annet en funksjon av den underliggende forpliktelsen, rentemarkedet og hvilken ekstrapolerte rentekurve som benyttes. Hvilken kurve som benyttes og hvordan den endres har stor betydning for solvensberegningene. Selskapenes behov for sikring av renteposisjoner i et markedsverdiregime øker volatiliteten i markedsrentene vesentlig, og effekten blir større i mindre likvide markeder, jf. figur 2 under.

Fig. 2: Effekt av ulik konvergeringsperiode og effekt på markedsrenter, livsforsikring

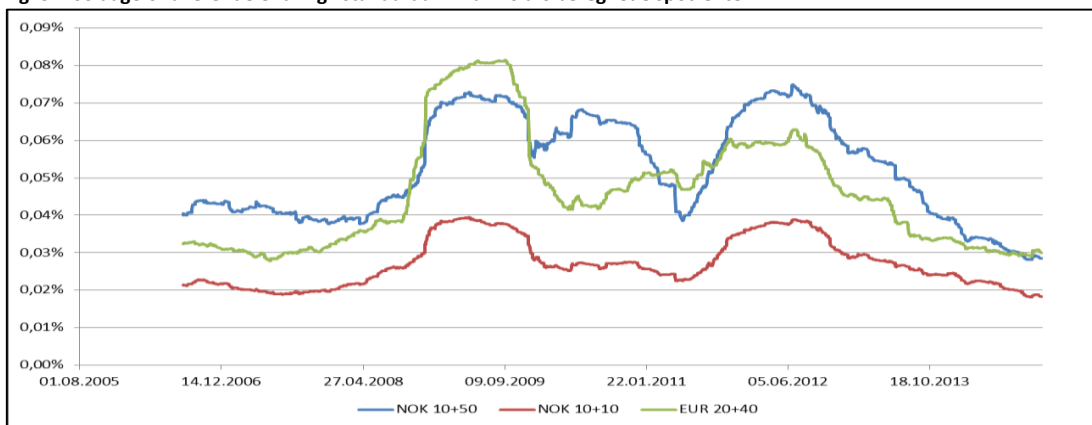


Pensjonsinnretningenes solvensposisjon påvirkes vesentlig av rentekurven som legges til grunn, og det er derfor særlig viktig å få en robust ekstrapolasjonsmetode for renter. Dette betyr at modellskapt, kunstig volatilitet av ekstrapolerte renter bør minimeres. Dette var for øvrig en viktig årsak til innføringen av EUs tiltak for langsiktige garantier i Solvens II, som ble innført med Omnibus II-direktivet.

Imidlertid er metoden som er valgt for ekstrapolering av den risikofrie renten under Solvens II («Smith-Wilson») følsom for endringer i de to siste punktene på den likvide delen av rentekurven, og denne modellsvakheten forsterkes jo lenger konvergensperiode mot den langsiktige likevektsrenten (Ultimate Forward Rate - UFR) som benyttes. I henhold til EIOPA anses den norske rentekurven likvid ut til 10 år⁶. Samtidig gjelder at UFR skal nås etter 60 år, dvs. at Norge får en konvergensperiode på 50 år etter det siste likvide punktet på rentekurven⁷.

Som det fremgår av figur 3 under, er volatiliteten med en konvergensperiode mot UFR på 50 år to til tre ganger så stor som for en konvergensperiode på 10 år. En slik lang konvergensperiode gir volatilitet i verdsettelsen av forpliktelsene som er mer sammenlignbar med den man ser i euro, men som følge av at det er mer krevende å avdekke renterisiko i det norske markedet, vil solvensposisjonen variere mer for norske pensjonsinnretninger enn for selskaper i land med tilstrekkelig tilgang på durasjon. Den manglende muligheten til å risikostyre solvensposisjonen ved lang konvergens av rentekurven vil ikke gi likeverdige konkurransevilkår mellom Norge og resten av Europa.

Fig. 3: 260 dagers rullerende endring i standardavvik av 20 års beregnede spotrenter



⁶ EIOPA-BoS-15/035 “Technical document regarding the risk free interest rate term structure”.

⁷ Konvergeringspunktet med UFR er definert som maksimum av (siste likvide punkt på rentekurven pluss 40 år) og 60 år, dvs. konvergensperioden er maksimum av (60 år minus siste likvide punkt på rentekurven) og 40 år.

Vi vil for øvrig peke på at det i henhold til punkt 30 i fortalen til Omnibus II-direktivet er mulig å søke EIOPA om nasjonale unntak når det gjelder fastsettelsen av siste likvide punkt på kurven og konvergensperiode:

“[...] For currencies other than the euro, the characteristics of the local bond and swap markets should be taken into account when determining the starting point for the extrapolation of risk-free interest rates and the appropriate convergence period to the ultimate forward rate.”

I henhold til EIOPA har Sverige fått innvilget et unntak om konvergensperiode på ti år etter denne bestemmelsen⁸:

“EIOPA Board of Supervisors, considering the characteristics of the Swedish bond market, has approved a convergence period for the Swedish currency of ten years.”

Ut fra hvor like de svenske og norske rentemarkedene er (om noe er det norske markedet enda mindre dypt og likvid enn det svenske), kan vi ikke se noen grunn til at Norge skal ha en lenger konvergensperiode enn Sverige. Vi oppfordrer derfor norske myndigheter til å arbeide for at Norge skal få tilsvarende konvergensperiode som Sverige.

Finans Norge ber norske myndigheter arbeide for en ti års konvergensperiode for Norge.

Med vennlig hilsen
Finans Norge

Idar Kreutzer
administrerende direktør

⁸ EIOPA-BoS-15/035 "Technical document regarding the risk free interest rate term structure", punkt 138.

Vedlegg 1 – Utdypende merknader til Finanstilsynets høringsnotat

Til punkt 4.4 – Rentegaranti og rentegarantipremie

Av hensyn til forenkling og likebehandling, foreslår Finanstilsynet at de forsikringstekniske avsetningene i det nye regelverket ikke inneholder et påslag for tidsverdien av rentegarantien. Dette innebærer en lempeligere behandling enn det som gjelder for livsforsikringsselskapene. I stresstest I skal pensjonskassene rapportere nåverdien av fremtidig rentegarantipremie, som bidrar til å redusere verdien av avsetningene, og Finanstilsynet foreslår at fremtidig rentegarantipremie omfattes av det nye kravet. Vi har problemer med å se hvorfor pensjonskassene fullt ut skal få ta hensyn til en reduksjon i avsetningene fra nåverdien av den fremtidige rentegarantipremien når det ikke skal tas hensyn til tidsverdien av rentegarantien som sådan.

Til punkt 6.3 – Livsforsikringsrisiko

Finanstilsynet foreslår at det av forenklingshensyn, i hvert fall inntil videre, ses bort fra undermodulene for kostnadsrisiko, justeringsrisiko og katastroferisiko.

Vi mener det er ulogisk at katastroferisiko ikke skal inngå i beregningen, ettersom en pensjonskasse kan sies å ha en potensielt høyere risikokonsentrasjon enn et livselskap da medlemmene gjerne er ansatt i samme bedrift / samme arbeidssted og dermed gir økt sannsynlighet for at en stor andel av medlemmene rammes av samme hendelse sammenlignet med hva som vil være tilfellet for et livsforsikringsselskap.

Til punkt 6.6 – Operasjonell risiko

Finanstilsynet foreslår å videreføre forenklingen i stresstest I, og kun beregne operasjonell risiko basert på forsikringstekniske avsetninger. Etter det vi erfarer kan man stille spørsmålsteget ved om beregningen av kapitalkrav for operasjonell risiko er av en slik kompleksitet at det faktisk er behov for forenkling.

Til punkt 6.9 – Justering for den tapsabsorberende evnen til utsatt skatt

Under Solvens II justeres solvenskapitalkravet for den tapsabsorberende evnen til utsatt skatt. Foretakene skal selv beregne den tapsabsorberende effekten, og må kunne godtgjøre at det vil oppstå fremtidige overskudd som gjør at foretakene kan nyttiggjøre seg av en eventuell utsatt skattefordel. Den tapsabsorberende evnen til utsatt skatt er ikke inkludert i stresstesten, men Finanstilsynet vurderer at hensynet til likebehandling med livsforsikringsselskapene tilsier at dette bør tas inn i beregningen av det nye solvenskravet for pensjonskassene. Finanstilsynet foreslår som følge av dette at det foretas en forenklet sjablongmessig beregning, der nedjusteringen for den tapsabsorberende evnen til utsatt skatt settes til 15 prosent av solvenskravet før justeringen.

Behovet for forenkling gjennom bruken av en slik sjablongmessig effekt av den tapsabsorberende evnen til utsatt skatt synes etter vår oppfatning noe svakt begrunnet på

dette området. For det første er beregningen av den tapsabsorberende effekten av utsatt skatt ikke særlig kompleks. Videre er det slik at Solvens II-regelverket stiller strenge krav til å sannsynliggjøre at selskapet etter en 200-årshendelse fortsatt er i en posisjon til å utnytte skattefordelen mot fremtidig inntjening, og det kan stilles spørsmål ved om en pensjonskasse automatisk vil kunne dokumentere dette.

Vedlegg 2 – Tekniske merknader til «Forslag til utfyllende forskrift»

- § 4 femte ledd: Det kan synes lite logisk at renten skal være for bindingstid T år når durasjonen skal være T minus 0,5 år. Da må vel renten også være for bindingstid T minus 0,5 år?
- § 8: Det bør begrunnes / dokumenteres hvorfor satsene på 3 prosent og 10 prosent / 8 prosent er relevant kalibrering av forenklingen for beregning av risikomarginen. Det henvises til beregningsstudien for Solvens II, men spørsmålet er om dette er basert på porteføljer som er relevante for norske pensjonskasser.
- § 12: Disse kapitalelementene er ikke sortert inn under kapitalgruppene 1, 2 og 3 og det blir dermed litt uklart hvordan og i hvilken grad de kan anvendes til å oppfylle solvenskravet. Harmonisering tilsier at man ikke kan ha kapital som ikke er innordnet i en kapitalgruppe.
- § 13: Her mangler vel formelen leddet for tapsabsorberende effekt av utsatt skattefordel?
- § 22: Det bør klargjøres at det her er snakk om kredittdurasjonen (i motsetning til rentedurasjonen i § 18).