

No 2006/2

Oslo  
31. januar 2006

# Staff Memo

Finansiell Stabilitet

Om fondering av pensjoner

av

Gunnvald Grønvik

*Publications from Norges Bank can be ordered by e-mail:*

*[posten@norges-bank.no](mailto:posten@norges-bank.no)*

*or from: Norges Bank, Subscription service,*

*P.O.Box. 1179 Sentrum*

*N-0107 Oslo, Norway.*

*Tel. +47 22 31 63 83, Fax. +47 22 41 31 05*

*Publications in the series Staff Memo are available as pdf-files on the bank's web site: [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no), under "Publications".*

*Staff Memos present reports on key issues written by staff members of Norges Bank, the central bank of Norway - and are intended to encourage comments from colleagues and other interested parties. Views and conclusions expressed in Staff Memos can not be taken to represent the views of Norges Bank.*

© 2005 Norges Bank

*The text may be quoted or referred to, provided that due acknowledgement is given to source.*

Publikasjoner fra Norges Bank kan bestilles over e-post:

[posten@norges-bank.no](mailto:posten@norges-bank.no)

eller ved henvendelse til:

Norges Bank, Abonnementservice

Postboks 1179 Sentrum

0107 Oslo

Telefon 22 31 63 83, Telefaks 22 41 31 05

Utgivelser i serien Staff Memo er tilgjengelige som pdf-filer på [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no), under «Publikasjoner».

Staff Memo inneholder utredninger som inngår i bankens arbeid med sentrale problemstillinger. Hensikten er å motta kommentarer fra kolleger og andre interesserte. Synspunkter og konklusjoner i arbeidene representerer ikke nødvendigvis Norges Banks synspunkter.

© 2005 Norges Bank

Det kan siteres fra eller henvises til dette arbeid, gitt at forfatter og Norges Bank oppgis som kilde.

ISSN 1504-2596 (online only)

ISBN 82-7553-343-0 (online only)

# Om fondering av pensjoner

## Innhold:

Avsnitt		Side
1	Innledning	2
2	Generelt om pensjoner	4
a	Minstepensjon, tilleggspensjon eller tjenestepensjon, individuell pensjonsforsikring	4
b	Innskuddsbaserte og ytelsesbaserte ordninger. Hvem bærer hva slag risiko, og hvem bestemmer hvilken risikoprofil det skal være?	5
c	Er pensjoner overføring mellom generasjoner eller en generasjons overføring over tid?	9
d	Overføring mellom generasjoner eller over tid. ”Den gode husbondes prinsipp” på garden og i samfunnet	10
	Boks: Om funksjonell og institusjonell inntektsfordeling	11
e	Tid for overgang fra naturalhushold til pengehushold for pensjoner i Norge?	13
3	Vellykket og mislykket fondering	16
a	Insentiver til arbeidsinnsats og arbeidsproduktivitet	16
i	Vil skattekilene endres ved en fondsbasering av tilleggspensjonen?	16
ii	Fleksibel pensjonsalder med insentiver til sein pensjonering?	17
b	Betydningen av kapitalavkastning og valg av forvaltningsstrategi	18
i	Regulering og teori	19
ii	Internasjonal erfaring	20
iii	Norsk erfaring	21
c	Hvilken betydning har styringssystemet av fondet for valg av risikoprofil?	22
d	Risiko i utlikningssystemer	24
e	Administrasjonskostnader	25
4	Argumentene for fondering – ei oppsummering	28
	Referanser	30

## 1. *Innledning*<sup>#</sup>

Det er en omfattende offentlig debatt om bærekraftige offentlige budsjetter i de fleste industrilandene. På grunn av demografiske endringer, med økt andel eldre og redusert andel yrkesaktive, er det i de fleste land uklart om offentlig sektor kan videreføre de forpliktelsene borgerne antar foreligger uten store (og skadelige) økninger i skatter og andre betalinger til det offentlige.

Alderspensjon er de viktigste løpende utbetalingene og utgjør livsgrunnlaget til de eldste aldersgruppene. Derfor er alderspensjoner svært viktige. En gjør seg fortjent til pensjon gjennom et yrkesaktivt liv som kan vare 30 – 50 år. Det ligger derfor ekstremt langvarige relasjoner (eksplisitte kontrakter eller implisitte løfter om ytelser) bak pensjonene.

Det er to hovedtyper systemer for alderspensjoner.

- Utlikningssystemer eller systemer med betaling etter hvert. Dette er systemer som er basert på at skattetrekk (ofte kalt pensjonstrekk) utliknet på de yrkesaktive, brukes til å betale ut pensjoner til alderspensjonistene.
- Fonderte pensjonssystemer. Dette er systemer som er basert på at den yrkesaktive betaler premier til et pensjonsfond gjennom yrkeslivet, og at pensjonsfondet tar på seg ansvaret for utbetaling av pensjonene.

Et hovedspørsmål i drøftingene her gjelder valget mellom utlikningssystemer eller fonderte systemer. Blant de spørsmålene som belyses er risiko knyttet til viljen og evnen til å etterleve forpliktelsene til utbetaling i disse systemene. I tillegg blir kostnadene ved å levere pensjoner og forskjeller i risiko mellom de to typene systemer kommentert.

Et viktig spørsmål er hvordan pensjoner kan produseres så billig som mulig. Ettersom verdipapirmarkeder har en nøkkelrolle ved produksjon av fonderte pensjoner, blir også trekk ved tilpasningen i verdipapirmarkedene drøftet. Det er særlig valg av teknikk for myndighetenes regulering og fondenes valg av risikoprofil som drøftes her. En breiere drøfting av disse markedenes samfunnsmessige rolle er gitt i Grønvik (2005). Enkelte spørsmål omkring risiko i utlikningssystemer (der det betales etter hvert) blir også tatt opp.

Planen for arbeidet er å begynne med å presentere noen kommenterte definisjoner av allment brukte begreper. Deretter blir en del sentrale problemstillinger om hva pensjoner skal forstås som og om arbeids- og kapitalproduktivitet drøftet.

---

<sup>#</sup> Dette notatet er en del av et pensjonsprosjekt som pågikk fra høsten 2002 og ut 2003. Arbeidet ble liggende urørt i 2004 på grunn av sjukdom. Takk til Norges Bank og Området for finansiell stabilitet for at jeg har fått fullføre arbeidet bare med mindre rettinger fra midten av 2005 da jeg igjen var tilbake i arbeid. I arbeidet har jeg fått særlig nyttige kommentarer fra Ingvild Svendsen, Arild J. Lund og Bent Vale. Takk også til øvrige deltakere på et seminar om arbeidet i Norges Bank 3/9-2003.

Som en forenkling blir det sett bort fra at de fleste skifter jobb i løpet av sitt yrkesliv og med det ofte også pensjonsordning. Med mindre annet er særskilt spesifisert antas det altså at den framtidige pensjonæren, etter å ha avsluttet sin utdanning, finner en arbeidsgiver som han eller hun holder fast ved fram til pensjonering. Samtidig antas det (med mindre annet er særskilt spesifisert) at pensjonssystemet arbeidsgiveren tilbyr, ikke endres i løpet av den framtidige pensjonærens liv.

Det er grunn til å peke på at alderspensjoner ikke utgjør hele problemkomplekset omkring bærekraftige offentlige budsjetter. De offentlige forpliktelsene overfor den eldste generasjonen gjelder i Norge helse- og pleietjenester i tillegg til spørsmål omkring alderspensjoner. Her drøftes ikke alle problemene omkring bærekraftige budsjetter, men enkelte problemstillinger omkring alderspensjon. Ordet pensjon vil bli brukt om "alderspensjon" som er de løpende utbetalinger til den generasjonen som har fullført sitt yrkesaktive liv. "Etterlattepensjon" og "uførepensjon" og andre mer velferdspregete utbetalingsordninger vil ikke bli drøftet.

Et annet problemkompleks som heller ikke drøftes er spørsmål omkring usikkerhet omkring befolkningsutviklingen. Keilman (2003) påpeker at det er betydelig usikkerhet i befolkningsframskrivingene, og at det kan ha konsekvenser for hvordan pensjonssystemer bør utformes. I konklusjonsavsnittet blir en mulig konsekvens påpekt.

## 2. Generelt om pensjoner

### a. Minstepensjon, tilleggs- eller tjenstepensjon, individuell pensjonsforsikring

Både i internasjonal og i norsk diskusjon av pensjoner er det vanlig med en begrepsmessig tredeling av pensjonene som kan komme til utbetaling. Denne tredelingen følger internasjonale anbefalinger om hvordan pensjonssystemet bør utformes.

- En offentlig finansiert pensjon til alle som ikke varierer med inntekt eller innbetalte skatter eller trygdeavgifter. Størrelsen på denne grunnpensjonen fastsettes i årlige budsjettvedtak i nasjonalforsamlinger.
- En pensjon som varierer med inntekt i yrkesaktiv alder. Den kan være obligatorisk og fastsatt gjennom lovvedtak og knyttet til innbetalt skatt (trygdeavgift). Den kan alternativt være, eller suppleres av, ordninger definert gjennom ansettelsesforholdet den enkelte arbeidstaker har.
- Eventuelt individuelt tegnede pensjonsforsikringer eller livrenter. Størrelsen på slike avtaler om pensjonsforsikringer fastsettes av den enkelte.

Forholdet mellom størrelsen på de tre elementene varierer en god del, og systemene for finansiering av dem varierer også fra land til land. I svært mange land er det første elementet – den offentlige grunnpensjonen – finansiert ved løpende beskatning, mens det tredje elementet – eventuelle individuelle pensjonsforsikringer – er basert på finanssparing i et selskap slik at sparingen og avkastningen på den finansierer utbetalingene. Utformingen av ordningene varierer mest for det andre elementet. Dette inntektsbaserte elementet er i noen land obligatorisk og lovbestemt, mens det i andre land helt ut basert på frivillige ordninger som oftest er fastsatt gjennom kollektive ordninger i arbeidsforhold. Lovbestemte ordninger er i noen land fondsbaserte, mens de i andre land er basert på løpende betaling.<sup>1</sup>

På norsk er de tre elementene

- folketrygdens minstepensjon,
- folketrygdens tilleggpensjon supplert med eventuell tjenstepensjon i arbeidsforhold, og
- individuelle pensjonsforsikringer eller livrenter.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Systemer basert på løpende beskatning eller løpende betalinger omtales internasjonalt som PAYG – systemer, eller ”pay as you go” – systemer. På norsk vil jeg kalle dem systemer der en ”betaler etter hvert” eller systemer med ”løpende utlikning”.

<sup>2</sup> Her bruker jeg begrepet pensjonsforsikring ved avtaler om regelmessig utbetaling fra et gitt tidspunkt fram til forsikringstakerens død. Livsforsikring er avtaler om en engangs utbetaling ved forsikringstakerens død. Begivenheten ”forsikringstakerens død” har motsatte følger for selskapet som har skrevet forsikringen. I ei pensjonsforsikring opphører utbetalingsforpliktelsen, mens den oppstår i ei livsforsikring. Det er livsforsikrings-selskaper som skriver både livs- og pensjonsforsikringskontrakter. I Norge reguleres kontraktene for en stor del på samme måte til tross for at den finansielle risiko er helt forskjellig for selskapet som har tegnet forsikringa.

Disse tre elementene er ikke uavhengige for store grupper arbeidstakere i Norge. Gjennom "Samordningsloven" ses ytelser fra de store supplerende offentlige tjenstepensjonsordningene (bl.a. Kommunal Landspensjonskasse og Statens pensjonskasse) sammen med ytelsene fra folketrygda. Denne loven sies det at skal sikre økt rettferdighet ved at en stort sett får pensjon etter den av ordningene som "gir mest". Pensjonister med pensjoner fra slike ordninger blir i praksis sittende igjen med litt mer enn det de har krav på etter den offentlige tjenstepensjonsordninga. Ettersom folketrygdas ytelser betales fullt ut avkortes tjenstepensjonen og det kan hevdes at samordningsloven i praksis reduserer arbeidsgiveres pensjonsforpliktelser og pensjonene.

Tjenstepensjoner i privat sektor faller utfor samordningsloven, men i private ytelsesbaserte ordninger er det vanlig at ytelsen fastsettes slik at en tar sikte på at pensjonen skal bli en fast prosent av brutto lønn ved pensjoning. Endringer i ytelsene fra folketrygda vil dermed føre til endringer i beløpet en legger til grunn at skal dekkes gjennom pensjonsordninga, og premien til pensjonskasse vil følgelig endres. Dette er imidlertid ikke samme type samordning som etter samordningsloven. Innskuddsbaserte tjenstepensjoner har ingen slik samordning. Her bestemmes nivået på ytelsene på pensjoningstidspunktet basert på akkumulerte premieinnbetalingene og finansinntektene fra ordninga har oppnådd.<sup>3</sup>

Enkelte arbeidstakere har også fått individuelle pensjonsforsikringer eller livrenter i sin favør men der premiebetaling er helt eller delvis finansiert av arbeidsgiver. Slike ordninger kan en arbeidsgiver bruke for å gi en attraktiv kompensasjon til arbeidstakere. Ordningene er ofte forholdsvis dyre. Det er blant annet fordi de særlig brukes til å øke pensjonene til ansatte i ledende stillinger. Det følger nærmest automatisk ettersom disse personene har høge inntekter og at de vil være få år med innbetaling av premie før pensjonene kommer til utbetaling.

*b. Innskuddsbaserte og ytelsesbaserte ordninger. Hvem bærer hva slag risiko, og hvem bestemmer hvilken risikoprofil det skal være?*

Det går viktige skiller mellom pensjonsordninger etter om de er ytelsesbaserte eller innskuddsbaserte og om de er fondsbaserte eller ikke.

- I ei ytelsesbasert ordning, er den yrkesaktive gitt en garanti for en ytelse (eller for en måte å fastsette en ytelse på). Ytelsesbaserte ordninger kan være fonderte eller basert på betaling etter hvert. I Norge må slike ytelser være basert på fondsoppbygging for alle andre arbeidsgivere enn staten. I andre land stiller en andre krav til fondsoppbygginga og godtar at arbeidsgiver kan være endelig garantist om fondet ikke er tilstrekkelig til å honorere ytelsene. Ytelsen kan også være basert på løpende utlikning der de som i dag er yrkesaktive og betaler inn betaler tilstrekkelig til at pensjonene blir dekket. Om en har slike ordninger i private bedrifter, vil pensjonene være ekstremt sårbare for reduksjoner i virksomhetenes omfang der noen få yrkesaktive skal betale inn til mange pensjonister.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> I Norge er det innført plikt til å ha tjenstepensjon i arbeidsforhold fra 2006 gjennom Lov om obligatorisk tjenstepensjon. Etter loven skal ansatte minst tilbys en innskuddspensjon med en premie på to prosent av lønn.

<sup>4</sup> I Norge er det ikke adgang til å ha private ytelsesbaserte ordninger uten fondering, men de er i bruk i Statens pensjonskasse. I andre land finnes det eksempler på slike ordninger, i hvert fall i tidligere statlig virksomhet.

- I ei innskuddbasert ordning, er det fastsatt hvor stor premie som skal betales inn i et premiefond. Akkumulert premie tillagt kapitalavkastning vil danne grunnlag for pensjonsutbetalingene. Pensjonen blir fastsatt etter størrelsen på premiefondet når pensjonene kommer til betaling. Innskuddbaserte ordninger er altså fonderte.

Det er altså tre mulige typer ordninger, og de blir nærmere kommentert under. Ettersom det er viktig å kjenne til noe om skattlegging av premieinnbetalinger og ytelser fra pensjonsordninger, blir også enkelte trekk ved dette kommentert i tilknytning til ordningene.

1. Innskudd i fond. Ei innskuddsbasert ordning baseres på at det hvert år betales et fast beløp (eller en fast prosent) av inntekten inn i et (privat eller kollektivt) pensjonsfond. Fondet skal forvalte midlene best mulig fram til den som betaler inn når pensjonsalderen, og da skal oppsparte midler – inklusive oppspart kapitalavkastning – betales tilbake fra fondet til den som betalte inn. En legger ved utbetalingene til grunn en forventet normal levetid, og pensjonsfondet har (opp og nedside) risikoen for at pensjonisten lever kortere eller lengre enn dette. Pensjonisten har på sin side risikoen knyttet til avkastningen eller til resultatet av fondets forvaltning av midlene fram til han eller hun når pensjonsalder. Ettersom de første innbetalingene til pensjonsfondet skjer flere tiår før pensjonering, er det mye akkumulert rente og rentes rente som vil inngå i fondet når pensjonering faktisk finner sted. Dessuten vil det ha vært tatt finansiell risiko gjennom en lang tidsperiode. Ved god forvaltning og en hensiktsmessig risikoprofil på plasseringene vil pensjonen bli god, mens det ved dårlig forvaltning eller dårlig valgt plasseringsstrategi kan bli en lav pensjon. I verste fall kunne en tenke seg at pensjonen gikk helt tapt. Internasjonalt er det vanlig at den framtidige pensjonisten (eller hans tillitsmenn) fastsetter forvaltningsstrategien for pensjonsfondet i innskuddsbaserte ordninger, og dette kan en se som en rimelig følge av at det er den framtidige pensjonisten som bærer risikoen. I Norge er systemet et annet, og forvaltningsstrategien fastsettes ikke av dem som bærer risikoen.<sup>5</sup>

Prinsippet for skattlegging av pensjoner i Norge er at midlene ikke skattlegges før de kommer til utbetaling som pensjoner. Innskuddene til fond blir dermed ikke skattlagt når de blir opptjent, og den løpende kapitalavkastningen i fondet blir heller ikke skattlagt. Det er heller ikke formuesskatt på det akkumulerte fondet. Utbetalte pensjoner blir altså skattlagt på linje med andre pensjonsinntekter.

Hadde det ikke vært for denne skattebehandlingen, kunne den enkelte på egenhånd administrere ei ordning som kunne kalles innskudd i fond. Hvert år kunne en spare finansielt det en ønsket, og plassere den akkumulerte porteføljen slik en sjøl ønsket. Da kunne en når den tid kom tære på fondet etter eget ønske. I ei slik privat spareordning må en spare av skattlagte midler og betale skatt av kapitalavkastning etter hvert som den påløper. Når fondet er stort nok, må det dessuten betales formuesskatt. Om det alt i alt vil bli betalt flere kroner i skatt i det ene eller andre tilfellet avhenger av skattesatser på ulike tidspunkter, og på størrelsen av andre skattepliktige inntekter. Reknestykket vil avhenge av både satser for formuesskatten og eventuelle særordninger for skattlegging av inntekter til pensjonister. Administratoren av pensjonssparinga vil også ta betalt for sine tjenester, og det kan tenkes så store kostnader at det spiser opp fordelene gjennom skattesystemet. På grunn av formuesskatt som ikke påløper ved sparing i ei pensjonsordning, er det likevel grunn til å anta at skattebyrde og administra-

---

<sup>5</sup> Etter innskuddspensjonsloven er det normalt institusjonen med forvalteransvaret for ordninga (§ 3-2) eller bedriften som har etablert ordninga (§ 3-2a) som bestemmer forvaltningsprofilen.



tive kostnader blir størst ved eget innskudd i fond. Uansett vil imidlertid pensjonsordninger innebære en betydelig skatteutsettelse, og dette har en positiv nåverdi.<sup>6</sup>

2. Ytelse fra fond. I ytelsesbaserte ordninger er det på forhånd fastsatt hvor store pensjonsutbetalingene skal bli (offentlige ordninger i Norge fastsetter full pensjon til 2/3 av sluttlønn som yrkesaktiv inntil ei øvre grense som for tida er på drøyt 725 000 kroner). I fonderte ytelsesbaserte ordninger gjøres det en løpende innbetaling av premier som fastsettes slik at fondet forventes å bli stort nok til å dekke utbetalingene til pensjoner. Også her er det de oppsparte midlene – inklusiv oppspart kapitalavkastning – som er ment å skulle dekke utbetalingene, men her har pensjonsfondet både dødelighetsrisikoen og den finansielle risikoen om plasseringene skulle kaste mindre av seg enn forventet. Ved god forvaltning og en hensiktsmessig risikoprofil på plasseringene vil i dette tilfellet ikke pensjonen påvirkes, men fortjenesten til pensjonsfondet blir god og det nyttes ofte til lavere innbetalinger knyttet til framtidige pensjonærer i pensjonsfondet. Ved dårlig forvaltning eller en dårlig valgt plasseringsstrategi kan det bli tap av egenkapitalen i pensjonsfondet eller innkalling av ny kapital for institusjonen (arbeidsgiveren) som har etablert pensjonsfondet. I mange land vil institusjoner som etablerer ytelsesbaserte ordninger, både fastsette forvaltningsstrategien for pensjonsfondet og stå som ordningas endelige garantist om fondet ikke skulle strekke til. I Norge skal pensjonskasser ha like mange styremedlemmer fra virksomheten som har etablert ordninga og fra rettighetshaverne.

Først om ordningas garantist skulle gå konkurs samtidig med at det er underdekning i pensjonsfondet, vil pensjonen komme i fare. Ettersom det er tilsyn med pensjonsfondet vil det selv i et slikt tilfelle neppe kunne være snakk om at pensjonen i sin helhet går tapt, men pensjonæren vil kunne risikere en reduksjon i pensjonen i forhold til det som var forventet.

I Norge kan ytelsesbaserte ordninger organiseres gjennom ei særskilt pensjonskasse som er organisert som en sjølstendig juridisk enhet, men slike ordninger tilbys også av livsforsikringselskaper. I Norge legges det vanligvis til grunn at selskapet som etablerer ordninga ikke har forpliktelser utover å betale premier til pensjonskassa.<sup>7</sup> Ved tilbud av slike kontrakter tilbyr selskapet pensjonsordninga en avkastningsgaranti som både har betydning for premieberegning og for risikoen livsforsikringselskapet tar på seg når den tegner ordninga. De årlige premiene blir lavere jo høyere avkastningsgarantien er satt, samtidig som den finansielle risikoen øker. Av hensyn til soliditeten til livsforsikringselskapene har norske myndigheter satt ei øvre grense for hvor høg avkastningsgarantien kan settes.<sup>8</sup> Blir den faktiske avkastningen større enn avkastningsgarantien er satt, er det vanlig at livsforsikringselskapene overfører noe av det ekstra overskuddet til polisene enten i form av høyere ytelser (brukes i

---

<sup>6</sup> Dette er det vanlig systemet for skattlegging av pensjoner og det er det systemet som Kommisjonen (2001) argumenterer for at alle EU-land bør ha. Det omtales som et E,E,T (exemption,exemption,taxation) –system siden det er unntak for skattlegging på sparetidspunktet og for den løpende avkastningen, mens det er skattlegging av den endelige pensjonsutbetalingen. Det er en viss bevegelse mot slike ordninger i EU-landene, jf. Grønvik (2002).

<sup>7</sup> I Norge kan det være uklart om det er noen garantist utover pensjonsfondet. Bedrifter som utnytter foretaks-pensjonslovens § 11-1 til å fastsette egen forvaltningsstrategi, risikerer å måtte betale inn tilleggspremie til fondet om avkastningen et år fører til underdekning.

<sup>8</sup> Det er ikke opplagt at denne norske ordninga er i samsvar med Norges forpliktelser etter EØS-avtalen. Kommisjonen (2000) bruker øvre grense på slike avkastningsgarantier som eksempel på regulering Kommisjonen mener kan være i strid med livsforsikringsdirektivene. Det pekes på at hensynet til selskapenes soliditet er ivarettatt gjennom solvensregulering, og Kommisjonen mener at en ikke kan bruke hensynet til ”det allmenne gode” som begrunnelse for å innføre ytterligere regulering med samme formål.

individuelle avtaler) eller i form av lavere premier (særlig i kollektive ordninger). Lavere premier vil være normalt for ytelsesbaserte ordninger.

I ordninger med ytelse fra fond spares det i Norge ikke skattlagte midler (ved at det gis fradrag i inntekten for innbetalte premier). Løpende kapitalavkastning blir ikke skattlagt, og det er heller ikke formuesskatt på det akkumulerte fondet. Utbetalte pensjoner blir skattlagt på linje med andre pensjonsinntekter.

3. Ytelse uten fond. Enkelte offentlige inntektsbaserte pensjonsordninger basert på løpende utlikning – som tilleggspensjonen i Norge – kan betraktes som ei ytelsesbasert ordning som ikke er fondert. I slike ordninger foreligger ikke et formelt juridisk krav på en bestemt pensjonsutbetaling, men pensjonisten (eller den framtidige pensjonisten) har forstått det slik at størrelsen på framtidige pensjoner skal fastsettes i samsvar med en (stort sett) kjent regel. I slike ordninger må midlene til utbetaling skaffes til veie gjennom en eller annen form for skattlegging på utbetalingstidspunktet. Ettersom pensjonene som skal fastsettes i et slikt system er et politisk løfte, kan pensjonene når de faktisk kommer til utbetaling endres gjennom budsjettvedtak. Det er dermed politisk risiko knyttet til slike ordninger, og pensjonene kan bli redusert om skattegrunnlaget svekkes eller om skatteviljen på utbetalingstidspunktet ikke er tilstrekkelig. Risikoen for at forventet pensjon ikke blir realisert bæres av den framtidige pensjonisten. Om løftet om utbetaling overholdes, vil risikoen ved pensjonsløftet tidligere generasjoner har gitt, bli båret av de framtidige skatteyderne.

At det er en risiko for at pensjonene ikke blir som forventet i systemer med løpende utlikning, illustreres gjennom reformene som for tida finner sted i pensjonssystemer verden over. Et viktig element i reformene i de aller fleste land er at det fattes vedtak som reduserer pensjonsytelsene til den enkelte. Av en oversikt utarbeidet av OECD for noen år side (Se Leibfritz (2002)) gikk det fram at Norge var et av to OECD-land som til da ikke hadde redusert de garanterte ytelsene i de offentlige pensjonsordningene som en del av arbeidet med å etablere bærekraftige pensjonssystemer. I perioden som oversikten dekker var Norge det eneste OECD-landet som hadde økt planlagte ytelser. Det er grunn til å anta at denne norske atferden har sammenheng med Norges særlige statsfinansielle situasjon på grunn av oljeinntektene. Etter at oversikten ble lagd har Norge revidert sitt pensjonssystem, og de planlagte ytelsene ble da svakt redusert i forhold til det som tidligere lå til grunn. Denne reformen gjør dermed Norge mindre avvikende fra OECD-gjennomsnittet enn vi var tidligere.

I Norge er enkelte store pensjonsordninger formet ut slik at den politiske risikoen for at pensjonen blir mindre enn tidligere antatt, blir båret av andre enn pensjonisten. Mange arbeidstakere har i tillegg til tilleggspensjon fra Folketrygden, supplerende pensjoner med definerte ytelser fra fond. Det gjelder alle med medlemskap i andre offentlige pensjonskasser enn Statens pensjonskasse. Den totale pensjonen er etter samordningsloven definert gjennom vilkårene i den beste av ordningene, og det er normalt pensjonen fra den kommunale pensjonskassa (eller annen offentlig pensjonskasse). Det er denne offentlige pensjonskassa som bærer den politiske risikoen knyttet til mulige endringer i systemet for pensjoner. Skulle Stortinget gjøre kutt i minstepensjonen eller tilleggspensjonene, ville det ikke lede til reduserte pensjoner for dem som har medlemskap i slike offentlige pensjonskasser. Netto kostnad for denne pensjonskassa ville imidlertid øke, og det ville kunne gi soliditetsproblemer for ordningas garantister – kommunene (eller annen offentlig arbeidsgiver).

I ordninger med ytelse uten fond spares det ikke. Premiene betalt av en person betales ut som pensjon til en annen. Dette beløpet beskattes på hånden til den som det betales endelig ut til.

Slik må det være for pensjonsordninger som ikke er basert på fondsoppbygging. Samlet må det kunne sies at denne skattebehandlingen av pensjoner er den som best sikrer nøytralitet i skattlegging mellom fondsbaserte og andre pensjonsordninger.

*c. Er pensjoner overføring mellom generasjoner eller en generasjons overføring over tid?*

Det hevdes ofte at offentlige alderspensjoner er inntektsoverføring fra de yrkesaktive til de gamle. Inntektsoverføringene gjennomføres ved at det kreves inn skatter og trygdeavgifter fra de yrkesaktive som brukes til å dekke offentlige utgifter til alle formål, fra barneomsorg og skole, via rettsvesen, vegbygging og kulturformål og til pensjoner og omsorg for de eldste aldersgruppene.

Dette innebærer at de yrkesaktive gir de eldre pensjoner ut av sin godhet. De yrkesaktive har lyst til å vise slik godhet fordi det var de som nå er gamle som i sin tid betalte oppvekst og utdanninga de sjøl fikk. Dessuten håper de at gavmildheten skal føre til at de yngste vil føle en tilsvarende forpliktelse til å gi de som nå er yrkesaktive akseptable inntekter når de sjøl når alderdommen.

Det kan imidlertid argumenteres for at de som nå er pensjonister har lagt til rette for økte inntekter for dem som nå er yrkesaktive. Skattene de gamle i sin tid betalte har blant annet blitt brukt til å bygge kapital som er nødvendige bidrag til den nå aktive generasjonens produktive innsats. Det gjelder både

- fysisk kapital gjennom vegger, havnesystemer, flyplasser og andre transportsystemer,
- menneskelig kapital gjennom penger brukt på skoler og forskning, og
- sosial kapital som har blitt ei ramme for produktivt menneskelig samliv gjennom et fungerende rettssamfunn etc.

Denne kapitalen bruker de yrkesaktive i sin produksjon og også de nyter dermed godt av den. Det kan hevdes at det er avkastningen av denne kapitaloppbyggingen som betaler pensjonene.

De som er avhengige av offentlige alderspensjoner, står her i en annen stilling enn de som mottar ytelser fra egne private pensjonsforsikringer eller fonderte inntektsbaserte tilleggspensjoner. Oppbygging av fondet skjer ved at den som har tegnet polisen (kunden eller arbeidsgiver og arbeidstaker) betaler inn i forhold til ytelsen som påregnes. Fondet som bygges opp plasseres til forrentning og akkumulert kapitalavkastning inngår i fondet det betales ut fra. Beløp som alderspensjonisten (poliseholderen) mottar, vil i dette tilfelle ikke være en overføring fra en annen generasjon, men vil helt være en overføring av arbeidsinntekt fra en fase av mottakerens livsløp til en annen fase og overføringa er økt gjennom kapitalinntekten opptjent fram til utbetaling.

I tilfellet med de fondsbaserte pensjoner og pensjonsforsikringspolisene vil argumentasjonen om hva de yrkesaktive ”gir”, neppe bli brukt fordi det er en klarere, sikrere og mer oversiktlig forbindelse mellom oppsparingen, den økte produksjonen oppsparingen gir opphav til og de ytelser pensjonisten / poliseholderen mottar. Forbindelsen er sikrere ettersom forvaltningen av den oppsparte formuesmassen styres utelukkende av hensynet til å øke formuens verdi.

Begrensningene som gjelder i forvaltningen dreier seg om risikoen en kan ta. Målet er helt klart – å øke formuesmassens verdi. Måloppnåelsen påvirkes trolig – i de tilfellene der det er aktuelt – i liten grad av private poliseholderes ”profittdeling” med eierne av livsforsikrings-selskapet.

*d. Overføring ”mellom generasjoner” eller ”over tid”. – ”Den gode husbondes prinsipp” på garden og i samfunnet*

Noen ganger i debatten om pensjoner vises det til gammel norsk bondetradisjon med at vi bør følge ”den gode husbondes prinsipp”. Det kan imidlertid være usikkert hva dette prinsippet er og hvordan det skal tolkes.

Jeg forstår den gode husbondes prinsipp til å innebære at bonden skal overlate garden til neste generasjon i minst like god forfatning som han sjøl overtok den fra forrige generasjon, for eksempel gjeldfri og i god hevd. Samtidig som bonden skal sørge for en verdig alderdom (gode kår) for sine foreldre når han sjøl tar over drifta, skal han vente at sønnen sikrer en verdig alderdom for seg sjøl. Dette skal gjennomføres uten at det skrives kontrakt og uten særskilt fondsoppbygging.

Avhengig av hva som legges i ordene kan prinsippet tolkes som pensjonering (kår) med eller uten fondsoppbygning:

- Bonden av den ene generasjonen produserer med hjelp av garden og egen families innsats det som er nødvendig for eget underhold og for kår til bondens foreldre. Den akkumulerte realkapitalen etter (de) forrige generasjon(ene) skal overleveres til neste generasjon, m.a.o. skal bonden ikke tære på kapitalen. Tilsvarende føres det videre og etterleving av ”den gode bondes prinsipp” kan dermed ses ei pensjonsordning der det betales etter hvert.
- Garden som overtas er kapital som er i aktiv produksjon. Både jordveg, hus og husdyr er nødvendig for at bonden skal produsere sitt utkomme. En kan se det slik at pensjonen til foreldregenerasjonen betales gjennom tæring på den kapitalen de har skapt, og når garden blir overlevert til neste generasjon igjen og er i *minst* like god stand som da den ble overtatt, er kapitalen som er slitt ut for å betale foreldrenes kår erstatta. Og om et nytt jorde er grøfta og rydda, eller brønnen eller fjøset er forbedra, vil neste generasjon overta en gard der det er akkumulert en større realkapital som neste generasjon kan nyttegjøre seg i produksjonen av eget underhold og kår. Denne økte realkapitalen kan dermed ses som økning i det indre fondet som produserer tjenestene nødvendig for å levere ”gode kår” og neste generasjon har i så fall ”rett til” en bedre pensjon enn forrige generasjon fikk. Etterleving av ”den gode bondes prinsipp” kan dermed også ses som ei fondert pensjonsordning, men fondet er bygd opp i indre realkapital, ikke i et eksternt fond.

### *Boks: Om funksjonell og institusjonell inntektsfordeling*

I debatter om pensjoner kommer det ofte henvisninger til hva som er rettferdig og hva som er effektivt. I slike debatter er det nyttig å ha klart for seg skillet mellom funksjonell og institusjonell inntektsfordeling.

Funksjonell inntekt fordeler inntekten til den produksjonsfaktoren som bidrar til at den skapes. Inntektene skapes av de primære produksjonsfaktorene – arbeid, kapital og natur – og tilflyter institusjonelle eiere som er juridiske personer – husholdninger, foreninger, foretak, pensjonsfond og samvirkeforetak – som arbeidsinntekt, kapitalinntekt eller grunnrente. Et funksjonelt inntektsrekneskap er ikke fullt ut operativt slik at det kan lages en versjon av nasjonalrekneskapen som viser funksjonelle inntekter.

En kan skille ut store deler av arbeidsinntekten ved å se på faktorinntekten i nasjonalrekneskapen.<sup>†</sup> Faktorinntekten skiller seg fra nasjonalinntekten ved at netto indirekte skatter er trukket ut slik at en sitter igjen med inntekter som tilfaller produksjonsfaktorene. Denne faktorinntekten blir delt i kategoriene ”lønn m.v.” og ”driftsresultat” ved at ”lønn m.v.” trekkes fra totalen for å gi ”driftsresultatet”. Når det heter ”lønn m.v.”, og ikke bare ”lønn” er det fordi arbeidsgiveravgift til folketrygden, arbeidsgiverbidrag til supplerende pensjonskasser og andre lønnsrelaterte kostnader er med gjennom ”m.v.”. Driftsresultatet er ikke kapitalinntekten ettersom det både omfatter kapitalinntekt, grunnrente og noe inntekt fra arbeid. I faktorinntektsrekneskapen er driftsresultatet reknet inklusive avlønning av eiers eget arbeid i egen næring. Det innebærer blant annet at advokaten, bondens og småkjøpmannens arbeid i egen næring inngår i driftsresultatet slik at for enkelte sektorer er driftsresultatet svært mye mer enn summen av kapitalinntekt og grunnrente.

Både fordi det ikke er all inntekt som er fordelt på lønn og driftsresultat i faktorinntektsrekneskapen, og fordi det er viktige deler av avlønninga av arbeid som ligger driftsresultatet, kan faktorinntektsrekneskapen i liten grad brukes som et funksjonelt inntektsrekneskap. Imidlertid vil en inntektsrekneskap for aktører som ikke leverer arbeidskraft ikke omfatte arbeidsinntekter. Inntektene i rekneskapen til et pensjonsfond, vil ikke omfatte arbeidsinntekter, men rekneskapen vil påvirkes av kostnader for tjenester fra arbeidskraft ettersom fondet vil betale for arbeidet med forvaltning etc. Det er imidlertid kapitalen fondet forvalter som produserer verdier som avlønnes. Netto inntekt for fondet er dermed funksjonell kapitalinntekt.

I vurdering av rettferdig inntektsfordeling vil mange – i hvert fall som hovedprinsipp – kunne være enige i at det er rettferdig at den som stiller en produktiv ressurs til rådighet også bør få verdiskapinga som kan tilskrives ressursen. Pensjonsfond eier (på vegne av de framtidige pensjonister) kapitalen som gjennom kapitalforvaltningen settes i produktiv virksomhet, og de fleste vil derfor være enige i at avkastningen på denne kapitalen bør tilfalle pensjonsfondet. Noen ganger – spesielt ved diskusjoner om hvor stort utbytte som bør betales ut til eiere av kapital – er det ikke klart at det er enighet om dette.

---

<sup>†</sup>Beregningsprinsipper for nasjonalrekneskapen er forklart av Fløttum (1980). Det finnes tabeller for bruttoprodukt, lønnskostnader, næringskatter, næringsubsidier og driftsresultat etter hovednæring i NOS (C 629). Faktorinntekt etter institusjonell sektor ble tidligere publisert i aggregert form i Statistisk Årbok. Den finnes ikke i nyere utgaver, men var med SÅ 1994.

Om en skulle gå fra den enkelte gard til samfunnet, kan en gjøre liknende betraktninger gjeldende.

- De yrkesaktive som bor i Norge produserer med det produksjonsutstyr og den menneskelige kapital som de har tilgjengelig sitt private underhold og betaler skatt for å dekke fellesskapets kostnader. Blant kostnadene er utgifter til pensjoner for den eldre generasjonen og utgifter til et skolesystem som bygger den menneskelige kapitalen, til den yngre generasjonen. Om den akkumulerte realkapitalen som ble overtatt fra tidligere generasjoner vedlikeholdes og overleveres til de neste generasjonene, samtidig som landet ikke har tatt opp ekstern gjeld som har spist opp den indre kapitalen, kan vi si at samfunnet etterlever ”den gode bondes prinsipp” som slik det er framstilt her inkluderer ei pensjonsordning der det betales etter hvert.
- Generasjon som skal pensjoneres overleverte Norge etter en generasjons yrkesaktivitet i en bedre forfatning enn de sjøl mottok landet. De har økt både menneskelig og fysisk kapital uten å svekke landets finansielle stilling overfor omverdenen (Eventuelle nye lån er brukt til indre kapitalvekst). De har med andre ord erstattet kapitalslitet som forrige generasjon pensjonister sto for, og har rett til å tære på verdiene de har bygd opp i landet gjennom å tære på kapitalen på samme måte som forrige generasjon gjorde. Neste generasjon yrkesaktive må spare og bygge opp igjen kapitalen for sjøl å fortjene sin pensjon, og om de sparer opp mer enn de overtok, vil de ha gjort seg fortjent til en høyere pensjon. Vi kan dermed si at samfunnet etterlever ”den gode bondes prinsipp” med ei pensjonsordning som har indre fond.

Det blir dermed et tolkingsspørsmål om pensjoner tradisjonelt har vært fondert i Norge.

Et viktig poeng med begge eksemplene, både garden og samfunnet beskrevet over er at de beskriver et stasjonært samfunn i den forstand at det ikke er endringer i folketall av betydning. For garden ville bonden uten arvinger trolig kunne løst sitt problem ved å selge garden. Det ville gjort det klart at bondens arbeid på garden har bygd opp et indre fond som kan realiseres ved behov. Når bonden har flere arvinger, ville det være urettferdig om odelsgutten skal overta forfedrenes og foreldrenes realsparing uten andre forpliktelser enn å gi foreldrene kår, og de andre arvingene må derfor kjøpes ut slik at odelsgutten får et finansielt krav mot seg i tillegg til forpliktelsen til å yte kår. Også dette innebærer at en ser at det er bygd opp indre verdier som i dette tilfellet skal deles mellom arvingene. Det vanlige har vært at priser har vært satt slik at odelsgutten har fått mer enn sin del av verdiene skapt av foreldrene. Dette har sammenheng med usikkerheten odelsgutten kjøper seg inn i. Det er usikkerhet både om de reelle kostnadene som vil påløpe gjennom kåret (hvor lenge lever foreldrene og hvor mye pleie vil de trenge) og om gardens og jordbrukets framtid.<sup>9</sup>

Samlet er best støtte til å tolke ”den godes husbondes prinsipp” som et system for fondert pensjon, men der fondet er plassert i drifta i det egne selskapet – slektsgarden, og det kan argumenteres for at fondsforvalteren (ofte odelsgutten) oftest får godt betalt for arbeidet.

---

<sup>9</sup> Går en hundre år eller mer tilbake i tid, vil en finne at et vanlig kjøpsvilkår ved omsetning av jordeiendom utenom familien, var at kjøper skulle yte kår til selger.

Når det gjelder analogien for samfunnet, er det vanskelig å holde fast ved at systemet vi har i Norge i dag er et fondert system med et indre fond. Det er vanskelig å anslå hvilke pensjonsforpliktelser som foreligger. Pensjonene fastsettes i årlige vedtak, men en kan lage slike anslag basert på "normale vedtak". Det er ytterst vanskelig å anslå verdien av den kapitalen som blir stilt til rådighet for en generasjon yrkesaktive. Både verdien av den menneskelige, den sosiale og av (store deler av) den fysiske kapitalen er bortimot umulig å fastsette. Det må være bortimot umulig å fastslå verdien både av fysisk infrastruktur som veger, flyplasser og navigasjonssystemer til havs og i luft og av immateriell infrastruktur som av rettsystem og systemer rundt kontraktssikkerhet etc. Når det gjelder forutsetningen om en stasjonær befolkning, er den åpenbart brutt for de vestlige industrisamfunn og de postkommunistiske samfunn som kjennetegnes ved en aldrende befolkning.<sup>10</sup>

På denne bakgrunn er det rimelig å forstå vårt pensjonssystem som et system der det betales etter hvert. Det gjør også Pensjonskommisjonen (2002) i sin foreløpige rapport. Om en imidlertid skulle velge å gå over til et fondsbasert system, må det være helt moralsk legitimt å selge indre aktiva for å etablere et pensjonsfond om en samtidig fører pensjonsforpliktelser som svarer til de indre verdiene som er realisert ut i fondet.

*e. Tid for overgang fra naturalhushold til pengehushold for pensjoner i Norge?*

Utlikningssystemer fortoner seg særlig attraktive ved vekst i befolkningen og i økonomien. Da vil mange yrkesaktive betale pensjon til få pensjonærer. Ved en stasjonær eller synkende befolkning er utlikningssystemer ikke like attraktive.

At befolkningsveksten kan variere er et viktig argument for å gå over fra et pensjonssystem der det betales etter hvert til et fondert pensjonssystem. Den gode husbondes prinsipp innebærer at neste generasjon ikke skal overta økte byrder fra sine foreldre, og det ivaretas gjennom indre fond. Ved behov kan jo også de indre fondene realiseres. Om bonden ikke skulle ha arvinger kan han selge garden og finansiere sin pensjon gjennom inntektene fra salget. Tilsvarende mekanisme vil ikke være tilgjengelig for en nasjon, men noe kan gjøres om en skulle velge å gå over fra et pensjonssystem med løpende utlikning til et som er fondert.

En overgang fra et utlikningssystem til et fondert system er en stor og komplisert reform. Bokføring av pensjonsforpliktelsene (som ikke kan gjøres juridisk presise i et system der det betales etter hvert) og av kapitalens verdi er vanskelig for samfunnet som helhet. Skulle en prøve å bokføre alle samfunnets indre fond, ville en støte på særlige problemer ved verdsetting av offentlig infrastruktur og menneskelig kapital. Det finnes eller kan konstrueres anslag på markedsverdien for sentrale størrelser om skulle ønske å gå over fra løpende utlikning til fondering. Den mest sentrale størrelsen er markedsverdien av de antatte pensjonskravene, og med forutsetningen om hva en antar er reglene for justering av pensjoner, kan det med aktuelle metoder konstrueres anslag på forsikringskravene mot det offentlige. En kan dermed få et godt anslag på et pensjonsfonds passivaside.

---

<sup>10</sup>Med bedret folkehelse kom det i industrisamfunnene et fall i spedbarndødelighet omkring 1920. En fikk da en voksende befolkning som hadde en økt andel av folket i produktiv alder fram til de store årsklassene fra mellomkrigstida ble pensjonister omkring 1985. Gjennom kombinasjonen av store fødselskull etter andre verdenskrig (som nå gir stor økning i antall pensjonister) og fall i fødselsraten i de siste tiårene av forrige århundre får vi nå en fallende andel yrkesaktive og en aldrende befolkning.

Skulle en etablere et slikt fond, kunne en ta utgangspunkt i passiva slik de på denne måten er anslått, og overføre deler av de offentlige eide aktiva som pensjonsfondet for å etablere aktiva som svarer til passiva. Disse aktiva vil dermed gi grunnlaget for fondering. For å vurdere om en slik omdanning av pensjonskravene (fra forventede utbetalinger fra statskassa til juridisk presise krav til utbetalinger fra et pensjonsfond) er mulig, må en lage anslag på statens aktiva.

På deler av den offentlig eide produksjons- og infrastrukturkapitalen finnes det anslag, eller kan det lages anslag etter metoder som er i bruk ved førstegangs offentlig notering av en bedrift. For initial fondering ville en også kunne bruke finansielle eiendeler (fond, utlån fra staten etc.) som inngår i statsrekneskapen. For å etablere et pensjonsfond ville det vært en fordel om flere økonomiske verdier ble bokført i statsrekneskapen etter markedsverdier enn det som er vanlig i dag.

Om en skulle overføre forpliktelsene til å betale ut etablerte pensjoner fra statskassa til et særskilt pensjonsfond reiser det seg en rekke problemstillinger som ikke vil bli drøftet inngående. Etablering av et slikt fond vil innebære at pensjonene som blir overført til fondet får en annen prioritet enn øvrige statlige (implisitte eller eksplisitte) forpliktelser. Ved etablering av et slikt fond må en sørge for at staten (dvs. borgerne i samfunnet som et kollektiv) slipper å være forpliktet til like store utbetalinger av pensjoner som verdiene som legges i fondet. Dermed vil staten i utgangspunktet verken bli rikere eller fattigere, og den vil da være like godt (eller dårlig) rustet til å betale ut i samsvar med andre forpliktelser.

De framtidige pensjonærene vil ved en slik reform ikke få endret forventet pensjonsutbetaling, men usikkerheten vil være endret. Fra å ha en politisk risiko knyttet til framtidige politiske prioriteringer og til bærekraften i den økonomiske politikken allment, vil de ha en finansiell risiko knyttet til avkastningen på den utskilte formuesmassen. Om den ene risikoen oppfattes som mer tyngende å bære enn den andre vil være et individuelt spørsmål som det neppe er noe generelt svar på. Det er imidlertid ikke tvil om at det foreligger sikrere og bedre dokumenterte teknikker for kontroll med finansiell enn for kontroll med politisk risiko.

Viktigere for å vurdere ønskeligheten av en slik reform er det å vurdere hvordan utviklingsbanen for økonomien endres etter den initiale utskillinga av et pensjonsfond. Det er i hvert fall to forhold som kan tilsi at økonomien kan bli mer effektiv og dermed bevege seg over på en høyere vekstbane enn uten utskilling av et separat pensjonsfond.

- **Lavere skattekiler.** Som tidligere forklart vil det være obligatoriske innbetalinger av premie til et slikt pensjonsfond. De kommer til erstatning til trygdepremiene som nå betales inn for å finansiere de ulike utgiftene under Folketrygden. Innbetalingene vil danne grunnlaget for framtidige pensjonsutbetalinger, og ettersom pensjonsfondet er etablert som en særskilt juridisk enhet, vil kravene mot pensjonsfondet ikke kunne endres gjennom nye politiske vedtak slik tilfellet er med tilleggspensjonene i det nåværende systemet. Premiene som betales inn vil dermed ikke være en skatt, og de uheldige vridningseffektene skattekiler skaper vil bli redusert.
- **Økt kapitalmobilitet.** Forvaltningen av fondsmidlene pensjonsfondet rår over, vil ha høy og mest mulig sikker avkastning som eneste formål.<sup>11</sup> Det vil prege beslutninger om kjøp og salg, og det vil være styrende for fondet når det utøver eierrettigheter og

---

<sup>11</sup> Det vil sikkert bli satt opp bibetingelser for kapitalforvaltningen i form av etiske regler og retningslinjer for eierskapsutøvelse etc. Formålet vil imidlertid være høy og sikker avkastning.



spørsmål om fusjoner eller andre ”industrielle grep” kommer opp. I og med at fondet i utgangspunktet er forutsatt etablert ved at aktiva som i utgangspunktet er i statens eie blir overført til fondets eie, innebærer dette at en større del av samfunnets oppsamlede kapital får avkastning som formål. For aktiva i statens eie, vil andre politiske hensyn kunne komme inn og spille en rolle i forvaltningen. At mer kapital blir forvaltet med avkastning som formål, vil normalt lede til økt mobilitet av kapital og større kapital-avkastning.

Noen tilsvarende generelle effekter som tilsier lavere effektivitet i samfunnsøkonomien foreligger ikke, men det vil kunne hevdes at det etablerte systemet ivaretar andre og ikke reint økonomiske hensyn bedre. Ettersom det er generelle faktorer som peker i retning av mer effektivitet i samfunnsøkonomien, skulle en imidlertid kunne konkludere med at mulighetene til å ivareta de øvrige forpliktelsene i samfunnet ikke svekkes verken på kort eller lang sikt gjennom etablering av et sjølstendig pensjonsfond.

Et annet argument som framholdes er at en slik utskilling av et fond vil endre handlefriheten i den økonomiske politikken. Etablering av et fond vil både endre balansen og de framtidige inntekts- og utgiftsstrømmer på offentlige budsjetter. Som presisert over, må verdiene som legges i fondet svare til forpliktelsene fondet tar på seg. Etter etablering av fondet vil forpliktelsene og fondet endres i takt med innbetaling av pensjonsavgifter og utbetaling av pensjoner. Avgiftene til fondet må være aktuarisk korrekt beregnet, og staten vil løpende få en reduksjon i mottatte trygdepremier som motsvares av en like stor reduksjon i utbetalinger av pensjoner. Adgangen til over- eller underfinansiering av de aktuelle pensjonene er dermed fjernet som økonomisk politisk virkemiddel. Det er adgangen til å redusere pensjonene relativt til forventningene også. Det er imidlertid bare denne handlefriheten som fjernes. De aktuelle pensjonene vil være dekket og urørlige ved seinere begivenheter som kan treffe landet. Ettersom en har et særlig skatteregime for pensjonsinntekter, vil en imidlertid kunne øke eller redusere pensjonistenes inntekt etter skatt på linje med det en gjør for alle andre. Det kan også argumenteres for at handlefriheten øker for de øvrige statlige oppgaver. Om pensjoner er lagt ut i et særskilt fond, trenger en ikke ta hensyn til pensjonene ved disponering av eventuelle overraskelser. Det dominerende spørsmålet i forhold til handlefrihet, er dermed hvilken vekstbane økonomien vil ta.

Om en skulle ønske å flytte deler av det statlige ansvaret for pensjoner over i et sjølstendig pensjonsfond skulle Norge ha bedre forutsetninger for å gjøre dette enn de fleste andre land. Hvor mye av pensjonsansvaret en skulle sikte mot å fondsbasere, og hvordan en skulle reise den initiale fondskapitalen vil måtte utredes særskilt. I pensjonsforliket i Stortinget i 2005, var det enighet om at en fondering av Statens pensjonskasse skal utredes. I følge hjemmesidene til Statens pensjonskasse forvalter den opptjente rettigheter til en verdi av 270 milliarder kroner. Forpliktelsene til Statens pensjonskasse er imidlertid bare en forholdsvis liten del av pensjonsforpliktelsene staten har, så det kan bli betydelige beløp som må disponeres om ved en reform i retning økt fondsbasering.

### 3. **Vellykket og mislykket fondering**

Fondering av pensjoner vil ha konsekvenser for allokering og insentivmekanismer i arbeids- og kapitalmarkedene. Det er også grunn til å se om det finnes relevant erfaring som kan brukes til å si noe om utfordringer som kan komme. Siden et fond må administreres er det også grunn til å se om det kan sies noe generelt om kostnader ved arbeidet med et fond. Noen hovedeffekter vil bli omtalt i dette avsnittet.

#### a. Insentiver til arbeidsinnsats og arbeidsproduktivitet

Skatter kan skrives ut og kreves inn på grunnlag av formue og kapital- eller arbeidsinntekter. De kan også kreves inn indirekte via forbruk enten av enkeltvarer eller generelt av forbruk. Både direkte og indirekte skatter driver inn kiler mellom det individuelle offeret det er å arbeide og den individuelle belønning i form av økt mulighet til å etterspørre varer og tjenester. Med noen få unntak vil skatter – uansett på hvilket grunnlag de kreves inn – generere uheldige skattekiler som senker den samfunnsøkonomiske effektiviteten, og effektiviteten svekkes mer jo høyere skattekilene er.

#### i. Vil skattekilene endres ved en fondsbasering av tilleggspensjonen?

I et pensjonssystem med betaling etter hvert blir utbetaling av pensjoner dekket inn gjennom løpende skatter som ofte kalles trygdepremier. Ettersom staten er ansvarlig for utbetalinger og mottar innbetalinger, må navnet trygdeavgifter stort sett ses på som et forsøk på å merke penger for å få aksept for store skattekiler. Et raust pensjonssystem (med høye pensjonsutbetalinger) krever høyere utliknede ”pensjonspremier” og dermed høyere skattekiler enn et mer gjerrig pensjonssystem. Pensjonssystemer som ikke er fonderte kan imidlertid ha sammenhenger mellom utliknede premier og hvilke pensjonsutbetalinger som kan forventes. Det har Folketrygda i Norge hatt både gjennom bestemmelsen om at en må ha 40 poengår for å få full tilleggspensjon, og ved at det er de tjue beste poengårene som gir grunnlag for tilleggspensjonen.

I et fondert pensjonssystem er utbetaling av pensjoner basert på tidligere oppsamling av kapital der både den sparte kapitalen og avkastningen den har generert brukes til å dekke inn pensjonskostnadene. Om en tenkte seg at det ikke fantes noe pensjonssystem, men at myndigheter ga en generell oppfordring til å sørge for en individuell løsning med sikte på pensjonsalderen, ville mange frivillig etablere en pensjonsordning og innbetalingene på dem ville være individuell sparing, og følgelig ikke skadelige skattekiler. Det er imidlertid all grunn til å anta at mange (for eksempel 20-åringene) ikke ville tenke på alderdommen tidlig nok til at en adekvat pensjonssparing ville bli gjennomført. Samtidig er det grunn til å anta at samfunnet ikke vil akseptere at eldre enten går til grunne på grunn av manglende pensjon eller at de jobber seg i hjel. Derfor vil en også med et fondert pensjonssystem innføre et element av tvang ved å kreve en minste innbetaling (i kroner eller i prosent av inntekt) fra den enkelte person i hele den yrkesaktive perioden. Det som kan kalles skattekilene i et fondert system vil være en del av forskjellen mellom det den enkelte ville valgt ved et fritt individuelt valg og den pålagte minste premien som må betales. Når det bare blir ”en del av”, er det fordi den enkelte vil se at vedkommende får noe igjen i form av en høyere pensjon enn det som ville

vært valgt ved et helt individuelt valg. Skattekilene vil være vesentlig lavere enn i et ikke fondert system.<sup>12</sup>

## ii.            Fleksibel pensjonsalder med insentiver til sein pensjonering?

I et fondert pensjonssystem bygger den enkelte gjennom sine premieinnbetalinger (og kapitalavkastningen) opp en pensjonsformue, som pensjonen betales ut fra. Regelverket omkring en slik ordning vil kunne variere fra et felles regelverk for alle til svært individuelle ordninger.

Ytterpunktet i et felles regelverk ville være å si at enten en vil eller ikke, er det pensjonsoppsparing til en fyller for eksempel 65 år, og deretter er det årlige utbetalinger av pensjoner basert på forventet normal levetid. Det vil da være en klar sammenheng mellom egen innbetaling og oppsparing til pensjon som yrkesaktiv. I et slikt system vil det ikke være ekstra insentiver til deltakelse i arbeidslivet utover fylte 65 år enn det som ligger i normal lønn (uten innbetaling av pensjonspremie).

Når det gjelder individtilpasset regelverk, kan det gi fleksibilitet om når en ønsker at pensjonen skal løpe fra, og hvor lenge en skal betale inn på sin pensjonskonto. Det kan for eksempel være adgang til å starte sin periode for pensjonsutbetaling når en er 60 år, og en kan også innføre tvungen utbetaling fra pensjonsformuen fra 70 års alder. En kan også åpne for at en får pensjon utbetalt fra en viss alder samtidig som en betaler inn om en skulle ha arbeidsinntekter.

Om en åpner for valg av pensjoneringsalder og alder for innbetaling til pensjonsfondet, vil det være tre kilder til økt årlig pensjon om en utsetter egen pensjonering.

- Pensjonsformuen vil vokse gjennom ytterligere innbetaling av premier. Hvor viktig dette er, avhenger av inntekt når en nærmer seg pensjonering i forhold til inntekt en har hatt tidligere i livet, og avkastningen det har vært på pensjonsformuen fram til pensjoneringstida. Det er det vanskelig å si noe generelt om.
- Pensjonsformuen vil vokse gjennom den årlige avkastningen. Med fornuftig forvaltning i lys av tida fram til utbetalinger, vil pensjonsformuen på dette tidspunktet i hovedsak være plassert som obligasjoner. En må kunne anta at formuen reelt sett vil øke med et par prosent i året, og dermed vil pensjonene når en bli pensjonist øke for eksempel 2 prosent i året.
- Pensjonsutbetalingene vil øke fordi forventet gjestående levealder er mindre ved seinere pensjonering. Om pensjonen blir reknet ut basert på en forventet levealder på 90 år, vil en ha 28 år som pensjonist om en tenkte seg pensjonering når en fylte 62 år. Om en utsetter pensjonering ett år, vil perioden med utbetaling av pensjon falle til 27 år, eller med om lag 3,5 prosent. Pensjonen vil kunne økes like mye.

Samlet vil dermed den enkelte kunne øke sin årlige pensjonsutbetaling betydelig for årene en er pensjonist om en har individuelt valg av pensjoneringstidspunkt. Det må antas at dette vil gi insentiver til å stå lengre i yrkeslivet.

---

<sup>12</sup> Om en tenker seg perfekte kapitalmarkeder uten administrasjonskostnader ville den enkelte kunne låne med sikkerhet i framtidige utbetalinger. I et fondert system vil skattekilene helt kunne elimineres. I utliknings-systemer er det ikke samme sikkerhet for framtidige utbetalinger, og det vil være vanskeligere eller umulig å låne med dette som sikkerhet.

I pensjonssystemer med dødelighetsarv<sup>13</sup> kan det mot dette hevdes at om den enkelte kan velge når pensjonen skal løpe fra, vil det av hensyn til å sikre størst mulig egen livstidsinntekt være rasjonelt å velge å ta ut pensjonen så tidlig som mulig. Det er fordi det er en viss sannsynlighet for at en sjøl skal dø, og det er ”de andre” som vil få fordelene av at det blir færre å dele ut pensjon til. At en tar ut pensjon trenger ikke forhindre at en fortsetter å arbeide. Pensjonen en tar ut kan en plassere til forrentning slik at en på egen hånd kan ha et høyere forbruk når en faktisk velger å avslutte sin periode med inntektsgivende arbeid. Om en skulle dø før en har brukt opp denne sparekapitalen, vil en etterlate en større arv til sine arvinger, og det kan også telle positivt. Styrken i dette motargumentet avhenger i høy grad av skattebehandling av arbeids- og kapitalinntekt en har mens en tar ut pensjon. I det norske skattesystemet er trolig reglene som bestemmer om det skal betales toppskatt og reglene for særfradrag de viktigste. En person som både mottar alderspensjon og arbeider betaler toppskatt ut fra summen av pensjon og arbeidsinntekt. Samtidig vil vedkommende ikke tilstå særfradrag i skatten. Dette er lite gunstig beskatning, og det vil det motvirke tendensen til tidlig uttak av pensjon om en ikke reelt sett har tenkt å la seg pensjonere.

Diskusjonen om valg av pensjoneringstidspunkt over, tok utgangspunkt i et individtilpasset regelverk, men det kan ikke by på problemer å gi samme fleksibilitet innen regelverket for en kollektiv avtale. Kildene til grunnlaget for høyere pensjon ved en seinere pensjonering vil være identiske for ei kollektiv ordning. Den ene er at mer kapital blir stående i og tilflyter ordninga og bidrar til avkastning. Den andre er at varigheten av pensjonsforpliktelsen ordninga skal betjene reduseres. For ei kollektiv ordning kan en dermed resonnerer som om det var en samling individuelle ordninger og skrive et regelverk tilpasset dette.

Det bør også pekes på at med et fullt fondert pensjonssystem er den enkelte som både vil ha kostnaden ved å utsette pensjonering (i form av å måtte arbeide) og inntektene ved det. Inntektene kommer både i form av lønn for de(t) ekstra årene (-et) det arbeides og i form av høyere pensjon i en kortere pensjonsperiode. Det skulle dermed være mindre behov for dem som fortsatt er yrkesaktive til å bekymre seg over at naboen tar ut sin pensjon på et tidlig tidspunkt. I mange land er systemene for tidlig pensjonering aktuarisk urettferdige, det vil si at det lønner seg å ta ut pensjon tidlig. Dette øker pensjonsbyrden for de yngre generasjonene. I Nederland la en om systemet for tidlig pensjonering til et aktuarisk rettferdig og fondsbasert system fra tidlig på 1990-tallet. At dette faktisk har ført til seinere pensjonering er dokumentert av Euwals, van Vuuren og Wolthoff (2005) som med sin modell anslår at faktisk pensjoneringsalderen vil øke med ni måneder når alle overgangsordninger er avsluttet.

#### b. Betydningen av kapitalavkastning og valg av forvaltningsstrategi

Økonomien i et fondsbasert pensjonssystem vil være sterkt avhengig av hvilken kapitalavkastning som kan oppnås. Fondet bygges opp gjennom innbetaling av pensjonspremier, dvs. finanssparing gjennom hele det yrkesaktive livet, og saldoen – akkumulert premieinnbetaling tillagt kapitalavkastningen – danner grunnlaget for pensjonene. Om pensjonssystemet skal gi garanterte ytelser, vil premiene bli lavere jo høyere kapitalavkastningen er. Om premiene er faste, vil pensjonene kunne bli vesentlig høyere med en høyere kapitalavkastning.

---

<sup>13</sup> Dødelighetsarv innebærer at de gjenlevende medlemmene av ei pensjonsordning, arver avsetningene ordninga har gjort for å betale ut pensjoner til medlemmer som av ordninga som dør.

Dette kan illustreres med følgende eksempel. Ved sparing av samme reelle beløp i hvert av 50 yrkesaktive år, vil akkumulert rente ved pensjonering utgjøre 72 prosent av akkumulert premieinnbetaling om realrenta er 2 prosent, mens den vil utgjøre 132 prosent av akkumulert premieinnbetaling om realrenta er 3 prosent. Om forskjellen vedvarer også når pensjoner utbetales slik at pensjonsformuen bygges ned, og en legger til grunn pensjon gjennom utbetaling av ei 25-års livrente, vil utbetalt pensjon bli en halv gang større med ei realrente på 3 prosent enn med ei rente på 2 prosent.<sup>14</sup>

På grunn av varigheten av periodene med oppsparing og utbetaling blir altså spørsmålet om avkastning et spørsmål av svært stor betydning. Det blir dermed viktig å finne fram til en strategi for forvaltning av de sparte midlene som gir best mulig avkastning. Samtidig er pensjoner for viktige til at samfunnet kan akseptere total fallitt for et pensjonsfond eller muligheten for tap med betydelige konsekvenser for pensjonene. Etter ulike pensjons-skandaler stiller reguleringsmyndigheter i de fleste land krav til betryggende forvaltning av midlene til pensjonsfond.

En ønsker altså å finne fram til en strategi for høyest mulig avkastning samtidig som det er betryggende sikkerhet. Dette er ei problemstilling det både finnes teoretisk kunnskap om og empirisk erfaring med.

#### i. Regulering og teori

Internasjonalt er det to grunnleggende forskjellige reguleringsteknikker som er i utstrakt bruk.<sup>15</sup>

Den ene kalles regulering gjennom fastsatte porteføljeandeler. Det innebærer at myndigheter begrenser hvilke porteføljeandeler som er tillatte. Begrensningene setter typisk øvre grenser for aksjekursrisiko (ikke mer enn x prosent aksjer), for valutarisiko (ikke mer enn y prosent valutaeksponering), og for risiko mot enkeltbedrifter (ikke mer enn z prosent av fondets portefølje investert i aksjer og obligasjoner utstedt av et enkelt firma). Det er også vanlig med begrensninger som sikrer at pensjonsfondet får strategiske eierinteresser i enkelt-selskaper (ikke adgang til å eie mer enn u prosent av et enkelt selskaps utestående aksjekapital).

Den andre omtales som "forsiktig person" tilnærminga (prudent person approach) og her er det grunnleggende at myndighetene fastsetter at slike forhold skal det være et dokumentert system for. Myndighetene har da fastsatt at pensjonsfondet skal forvaltes slik en forsiktig person ville ha gjort det, men det overlates altså til pensjonsfondet å formulere hva det vil

---

<sup>14</sup> De nøyaktige tallene er slik: Akkumulert premieinnbetaling uten tillegg av renter kan settes til 1000 etter 50 års innbetaling (Innbetaling av 20 i pensjonspremie 1. januar hvert år). Akkumulert rentesaldo vil da være 725,4 ved ei rente på 2 prosent p.a., mens den vil være 1323,6 ved ei rente på 3 prosent p.a.. Pensjonsformuen ved pensjonering vil være 1725,4 og 2323,6 i de to tilfellene. 25-års livrenta blir 86,64 med rente 2 prosent p.a., blir den 129,55 med rente 3 prosent p.a. (Utbetaling 1. januar hvert år.)

<sup>15</sup> Det er flere erfaringer som har ført til endringer i reguleringene som i dag gjelder. Mange land tillater indre pensjonsfond i private bedrifter. Det er det ikke lenger adgang til i Norge. En bedrift som hadde en slik pensjonsordning var den tidligere radiofabrikken Tandberg. Da bedriften gikk konkurs, mistet pensjonistene sine pensjoner. Ved Enron-saken i USA ble det klart at bedriftens pensjonsfond hadde investert de fleste av midlene i aksjer i Enron som ble verdiløse etter konkursen. I EU gikk finansministrene etter dette gjennom sine reguleringer, og konstaterte at det i EU-land (som i Norge) gjaldt begrensninger på pensjonskassers øvre eksponering mot enkelt-selskaper. Forslaget til EU-direktiv for regulering av tjenstepensjonskasser som ble fremmet av Kommisjonen i oktober 2000 (i god tid før det fantes noen Enron-sak) hadde allerede i utgangspunktet en slik begrensning.

innebære. En måte å gjøre dette på ville åpenbart være at selskapet som administrerer pensjonsordninga fastsetter de samme forsiktige porteføljeandelene som myndighetene ellers ville ha fastsatt. De kan imidlertid bruke andre og mer avanserte metoder for styring av porteføljen. I praksis styrer mange som er regulert på denne måten plasseringene ved hjelp av dokumenterte matematiske modeller som både tar hensyn til samvariasjonen mellom aktiva og mellom aktiva og passiva. I denne reguleringsmodellen etterprøver tilsynsmyndigheter reglene selskapene gjør bruk av. De kan da etterprøve modellene og vurdere om modellen – og porteføljeforvalterens rutiner for oppfølging av den – oppfyller kravet om investering som forsiktige personer.

Et moment i sammenheng med disse reguleringsteknikkene er at det bare er i forsiktig person tilnærminga forvalteren er tvunget til å ta hensyn til forpliktelsene til pensjonsfondet. Et pensjonsfond etablert av et stålverk som nå er under nedlegging vil stort sett ha forpliktelser overfor pensjonærer og eldre arbeidstakere med forholdsvis kort tid fram til pensjonering, mens pensjonsfondet til en nystartet it-bedrift kan være uten pensjonærer og med forpliktelser overfor yngre arbeidstakere med lang tid fram til pensjonering. Denne forskjellen kan ha stor betydning for hva det optimale porteføljevalget er for pensjonsfondet.

I hovedtyngden av finanst teori forutsettes det tidsuavhengighet i periodeavkastningen. Da har investeringshorisonten ingen konsekvenser for optimalt porteføljevalg. Mange argumenterer for at det ikke er tidsuavhengighet, men ”mean reversion” eller retur mot normalavkastning ved aksjeinvesteringer. Dersom dette er riktig, tilsier forskjeller i tidshorisont på et pensjonsfonds forpliktelser ulik vekting av aktiva i porteføljen.

Med ”mean reversion” bør pensjonsfondet til stålverket som har kort horisont på sine forpliktelser ha forholdsvis mye obligasjoner i sin portefølje. Durasjonen på obligasjonene bør også være kortere jo kortere ”durasjonen” på forpliktelsene er. Pensjonskasse til it-bedriften har lang horisont i sine investeringer og bør både ha en høyere aksjeandel og større andel obligasjoner med lang durasjon. Land som har regulering gjennom faste porteføljeandeler, har ikke formelle krav til endring av porteføljesammensetning i takt med endring i forpliktelsene. Dette er altså ”riktig” dersom forutsetningen om tidsuavhengighet i periodeavkastningen er riktig, men det innebærer lavere avkastning (dvs. dyrere eller dårligere pensjoner) enn nødvendig dersom det faktisk er ”mean reversion” i aksjeavkastningen.

Siegel (1998) gir omfattende dokumentasjon på ”mean reversion” i aksjeavkastningen basert på historiske data fra USA, Storbritannia, Tyskland og Japan for perioden 1926 – 1997. Han har altså både med det store krakket i 1929, og fallet i aksjeverdier i taperlandene Tyskland og Japan etter den andre verdenskrigen. I disse landene og i alle lengre perioder gir aksjeinvesteringer en betydelig meravkastning. Som en følge av denne observerte normalisering i avkastningen på lang sikt framholder han at andelen som bør holdes som aksjer øker dramatisk med investeringshorisonten. Når en baserer seg på hans funn om ”mean reversion”, bør konservative investorer ha over 70 prosent aksjer i sin portefølje om investeringshorisonten er tretti år, mens den bare bør være 7 prosent om horisonten er et år.<sup>16</sup>

Siegels erfaringstall gjelder langsiktig avkastning på aksjer og obligasjoner i USA. Det er ikke uten videre klart at disse erfaringene er relevante for andre land og spesielt for Norge. For eksempel skiller trolig at obligasjoner i USA seg fra obligasjoner i Norge. I USA er det vanlig med lang løpetid og fast rente slik at det er fare for reelt verdifall gjennom inflasjon. Det gir

---

<sup>16</sup> Siegel (1998) argumenterer sterkt i favør av aksjeinvesteringer, og gir omfattende referanser til etablert forskning for en stor del basert på data fra USA. Tallene er sitert fra tabell 2-2 s 37.

betydelig usikkerhet om realverdien av denne aktivaklassen på lang sikt. I Norge er det i dag vanlig at obligasjoner har forholdsvis kort tid fram til neste renteregulering. Isolert sett bidrar dette til mindre usikkerhet om realverdien av slike aktiva i Norge. Skal en sammenlikne lange tidsserier vil en imidlertid trolig finne at obligasjonsinvesteringer ga svært dårlig avkastning i Norge i den lange perioden med kreditttrasjering da etterspørselen etter obligasjoner var framtvunget gjennom plasseringsplikten. Når det gjelder aksjeavkastningen, har likviditeten i de norske markedene vært lavere og det innebærer en større risiko for kursfall på aksjer om en ønsker å selge.

I mangel av presis empirisk kunnskap om avkastningen i norske markeder, er det rimelig å bruke erfaringsgrunnlag for andre markeder. Det gjelder også fordi norske pensjonsfond vil diversifisere ved å plassere i markeder også utafor Norge. Det innebærer at om norske pensjonsfond skulle bli stilt overfor regulering etter forsiktig person teknikken, ville de trolig – alt annet like – øke aksjeinvesteringene sine<sup>17</sup>.

Når det gjelder erfaringer med disse ulike reguleringsteknikkene, påpeker Finsiger (1994) som et generelt poeng at regulering som på forhånd fastsetter akseptable plasseringsandeler vil koste mer enn regulering der en i ettertid kontrollerer soliditet. Han refererer tall som viser at avkastningen på oppsamlede midler i Europa er høyest i Storbritannia, samtidig som kostnadene til solvensforsikring er lavere der enn i andre land.

## ii. Internasjonal erfaring<sup>18</sup>

Ulik regulering av fondene fører til at investeringsprofilen til pensjonsfondene varierer sterkt mellom land. De fleste land, blant dem Norge, regulerer gjennom faste porteføljeandeler. Land med anglo-amerikansk reguleringstradisjon, blant annet Eire, Nederland, Storbritannia og USA bruker forsiktig person teknikken og overlater dermed til pensjonskassa å sette grenser for hva som kan investeres i ulike instrumenter så lenge fondet kan dokumentere at den investerer hele sin portefølje som en forsiktig person.

EU Kommisjonen (2000) viser til at avkastningen på pensjonskassenes fond var gjennomsnittlig seks prosent p.a. i perioden fra 1984 til 1998 i EUs medlemsland som baserte reguleringen på faste porteføljeandeler, mens den var gjennomsnittlig ti prosent i land som brukte «forsiktig person»-teknikken. Blommestein (2000) refererer avkastningsdata for elleve OECD-land og summerer tallene for landene avhengig av reguleringsteknikken som er i bruk, og hans tall bekrefter Kommisjonens funn. Blommesteins tall er gjengitt i tabell 1 under.

Det har ikke vært flere sammenbrudd og tap av pensjoner i tilfeller der det reguleres med «forsiktig person»-prinsippet enn der det reguleres gjennom porteføljeandeler. Det er dermed klart at regulering etter «forsiktig person»-prinsippet på lengre sikt gjennomgående gir høyere avkastning på de oppsparte midlene. Det innebærer at pensjonene blir høyere eller billigere å levere med slik regulering. Hvor stor forskjellen i avkastning vil være, vil avhenge av forskjellen i gjennomsnittlig avkastning på aksjer og obligasjoner fra periode til periode. De ulike reguleringsteknikkene fører til dramatisk ulik porteføljeallokering. I land som regulerer sine pensjonskasser som «forsiktige personer», er aksjeandelen i porteføljen høy. I land med

---

<sup>17</sup> Det er ikke bare porteføljeandeler vs. forsiktig person som her spiller en rolle. Bestemmelsene om flytterett og om endelig tildeling av overskudd reduserer investeringshorisonten og optimal aksjeandel.

<sup>18</sup> Framstillinga er basert på framstillinga i avsnitt 2.2 av Grønvik (2002).

fastsatte porteføljeandeler er oftest andelen som kan plasseres i aksjer lav, og andelen obligasjoner blir dermed tilsvarende høyere.

<b>Tabell 1.</b> Avkastning på pensjonskassers portefølje. (Gjennomsnitt av total realavkastning i innenlandsk valuta. Prosent p.a.)			
<b>Reguleringssystem</b>	<b>1984-1993</b>	<b>1984-1996</b>	<b>1984-1998</b>
<b>Forsiktig person</b>	<b>9,5</b>	<b>9,5</b>	<b>10,7</b>
<b>Faste andeler</b>	<b>6,9</b>	<b>5,2</b>	<b>6,0</b>
<b>Antall land</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>8</b>
<b>Kilde: Blommestein (2000)</b>			

iii. Norsk erfaring

Det finnes også norsk erfaring med betydningen av valg av forvaltningsstrategi. De første årene etter etablering av Folketrygda ble det betalt inn mer i premier enn det ble betalt ut som pensjoner, og det ble bygd opp et fond som på sikt skulle bidra til lavere premier enn i et system som utelukkende var basert på løpende finansiering.<sup>19</sup> Det ble også antatt at offentlig folketrygd ville redusere privat sparing, og fondet skulle bidra til at samlet sparing holdt seg oppe. Det ble i denne sammenheng lagt vekt på at plasseringen skulle være trygg og bidra i kapitalfattige distrikter.

Det ble i samsvar med dette gitt omfattende restriksjoner på plasseringene, og først i 1991 da Folketrygdfondets formål for lengst var fjernet fra å bidra til utjamning av premiene til folketrygda, fikk fondet utvidet sin investeringsadgang slik at det også kunne kjøpe aksjer for en del av fondskapitalen.

For å belyse avkastningen på Folketrygdfondets plasseringer er det hensiktsmessig å dele perioden det har eksistert i tre. Fram til 1982 var det sterke restriksjoner på investeringene samtidig som rentene var regulert eller kontrollert, og i perioden 1968-1982 var det 11 år med negativ realavkastning og 4 år med positiv realavkastning. I perioden 1982-1991 gjaldt fortsatt plasseringsrestriksjoner, men rentene ble mer markedsorienterte og fondets realavkastning har vært positiv i alle år etter 1982. Etter 1991 har fondet hatt utvidet plasseringsadgang, og realavkastningen har vært større, men det har vært større volatilitet.

Avkastningshistorien til Folketrygdfondet illustrerer at stramme retningslinjer for investeringene koster noe i form av lavere avkastning, og erfaringa er i samsvar med det en kan vente fra teorien og fra internasjonal erfaring.

c. Hvilken betydning har styringssystemet av fondet for valg av risikoprofil?

Ut fra internasjonal erfaring med hvilken risikoprofil som faktisk er valgt, ser det ut til at det store skillet i valg av risikoprofil går mellom pensjonsfond som betjener ytelsesbasert og innskuddsbaserte ordninger. Dette skillet er viktigere enn skillet mellom individuelle og kollektive ordninger.

<sup>19</sup> Framstillinga her trekker på framstillinga i avsnitt 4.4 av NOU (1998:10).



Den normale situasjonen er at det bak ytelsesbaserte ordninger står en garantist. Det vil være arbeidsgiveren som har gjort avtale med sine ansatte om pensjonsordning gjennom ei pensjonskasse eller livsforsikringsselskapet som har skrevet en individuell pensjonsforsikringspolise. I slike ytelsesbaserte ordninger bygges det opp et fond som er aktuarisk korrekt beregnet ut fra forventet avkastning og med rimelig (men ikke overdreven) sikkerhet også ved markerte kursfall på det investerte pensjonsfondet. Skulle det komme et kursfall som er større enn det som det er bygd inn sikkerheter for, vil ordningas garantist måtte yte ekstra bidrag for å sikre ordningene. I ei slik ordning er det garantisten som velger risikoprofil for fondet. Om det ikke står noen garantist bak ei ytelsesbasert ordning, samtidig som det kreves at ordninga skal være troverdig, må det bygges inn sikkerheter i ordninga som er slik at den kan stå imot også de kraftigste kursfall. Dette kan være særdeles kostbart, og hindre en utbredelse av ordningene som ellers ville vært sett som ønskelig.

Innskuddsbaserte ordninger kan enten være individuelle eller kollektive, men bak dem står det ingen garantist. Her er premieinnbetalingen fastsatt på forhånd, og eventuell mer- eller mindreavkastning fører til høyere eller lavere pensjon. Internasjonalt er det vanlig at den som bærer avkastningsrisikoen velger risikoprofil for fondet. Det gjelder både for individuelle og kollektive ordninger som peker ut tillitsvalgte for å ivareta pensjonærenes interesser for eksempel gjennom fagforeninger.<sup>20</sup> Blant de moderne individuelle ordningene er poliser med investeringsvalg – såkalte "Unit Linked" produkter. I slike poliser kan eieren endre risikoprofil på plasseringene. I slike ordninger ville det for eksempel ikke være noe i veien for at eieren av polisen i utgangspunktet knyttet høye vekter til plasseringer i aksjemarkedet med fram til vedkommende fylte 55 år, og så flyttet risikoen over på obligasjoner et av de nærmeste 5-7 årene for eksempel når børsindeksen nådde en høy verdi. Siden det normalt er den framtidige pensjonisten (eller arbeidskollektivets tillitsvalgte) som fastsetter risikoprofil for innskuddsbaserte ordninger, forutsetter slike ordninger mer utbredt kunnskap om og evne til å fatte beslutning om finansiell risiko.

Internasjonal erfaring (Kommissjonen (2002)) er at ytelsesbaserte ordninger tilpasser seg med høyere forventet avkastning og risiko enn innskuddsbaserte ordninger. I Sverige velger imidlertid de blivende pensjonærene vært svært høye aksjeandeler for sine fondsplasseringer. I Sverige er storparten av pensjonen ikke avhengig av investeringsvalget. Det er bare de siste kronene som forvaltes med investeringsvalg. De svenske erfaringene kan derfor ikke brukes som argument mot Kommissjonens oppsummering av erfaringene. Bedrifter som står bak ytelsesbaserte ordninger som garantist (etter råd fra sine forvaltere) baserer seg på å utnytte muligheten for høy forventet avkastning også om det gir en noe større sjanse for et tap som må dekkes inn. En tilsvarende tilpasning tar ikke (tillitsmannen for eller) eiere av innskuddsbaserte ordninger.

Dette kan skyldes at bedrifter er mer risikonøytrale i sin tilpasning enn enkeltpersoner, men det kan også være relatert til rekneskapslovgivning. Rekneskapslovgivning baseres i de fleste land på bokføring av markedsverdier, men flere land aksepterer i dag at en bokfører verdier som kan inneholde noe forventet kursstigning. Dette kan føre til at nedturene i aksjemarkedet merkes mindre i bedriftsrekneskapsrapporten enn det gjør i rekneskapsutskriftene til dem som mottar kontoutdraget for innskuddsbaserte ordninger.

---

<sup>20</sup> Som påpekt i fotnote 4 gjelder dette ikke for Norge.

Forskjellene i rekneskapslovgivning kan være på veg til å forsvinne. Blant annet foregår det i EU et omfattende arbeid for å harmonisere rekneskapslovgivning. Blant de landene som er i ferd med å endre lovgivning er Storbritannia. Der er det p.t. overgangsordninger i forbindelse med at den nye rekneskapslovgivinga vil tvinge selskapene til å bokføre til markedsverdier i løpet av 2005. Dette, sammen med den betydelige nedgangen i verdens aksjemarkeder tidlig på 2000-tallet, førte i Storbritannia til frykt for stabiliteten i en rekke pensjonsplaner og livsforsikringsselskaper. Bishop (2002) peker også på at krav om økte innbetalinger fra garantistene til pensjonsplanene kan forsterke og forlenge nedgangen i aksjemarkedene og dermed bidra til å skape en ond sirkel.

Denne onde sirkelen vil kunne bidra til finansiell ustabilitet, og Bishop (2002) argumenterer for at de varslete endringene i rekneskapslovgivning og den nye europeiske reguleringa av tjenstepensjonskassene, vil kunne føre til at også pensjonsfondene til garanterte ytelsesplaner velger en sikrere portefølje som vil senke avkastningen og gjøre pensjoner dyrere.

Uansett hvor velbegrunnet disse bekymringene vil være vil trolig det grunnleggende spørsmålet ved valg av plasseringsrisiko, være hvilken styrke risikotakeren har til å stå mot finansielt stress. Det er grunn til å tro at foretak vil tåle større risiko og derfor velge høyere aksjeandel enn de framtidige pensjonærene. Som erfaringene fra Sverige viser vil de imidlertid kunne velge en profil med høy risiko for sine siste kroner.

#### d. Risiko i utlikningssystemer

Diskusjonen av risiko ved sammenlikning av forsikringsordninger har ofte den skeivheten at en diskuterer finansiell risiko i fondsbaserte ordninger og ser bort fra viktige former for risiko i utlikningssystemer. Risiko i utlikningssystemer som blir diskutert er ulike former for administrativ risiko som svindel med utbetalingene eller manglende rutiner for sikring av grunnlagsdata for riktig beregning av pensjoner. En hovedrisiko ved utlikningssystemer er imidlertid evnen og viljen de framtidige generasjonene har til å betale premie for at pensjonærene skal få ytelsene de mener å ha krav på. Utlikningssystemer har ofte vært basert på en voksende arbeidsstyrke med økt arbeidsproduktivitet slik at moderate premieinnbetalinger fra de yrkesaktive har gitt grunnlag for gode pensjoner for pensjonærene. Nå er det mindre vekst i arbeidsstyrken samtidig som det har vært mindre stabil vekst i produktiviteten. Det fører til en frykt for at premiene må settes urimelig høgt for at de skal kunne gi grunnlag for de pensjonene som mer eller mindre eksplisitt er blitt stilt i utsikt.

Dette spørsmålet kan bli stilt på spissen om det godtas utlikningsordninger utafør områder der statskassa i snever forstand er garantist. I Frankrike har det vært utlikningsordninger i de store statsforetakene for telefoni, gassforsyning og elektrisitetsforsyning. I disse sektorene har det vært store omstillinger og betydelig nedbygging av staben gjennom de siste par tiåra. De gjenværende ansatte vil ikke ha sjansen til å betale tilstrekkelige premier til å dekke pensjonene som tidligere ansatte rekner med å få. Dette skapte betydelig utrygghet blant de ansatte i disse virksomhetene, og i praksis har den franske staten måttet gå inn å ta over forpliktelsene og det har den bare gjort fordi selskapene var fullt ut statlige virksomheter.

I et utlikningssystem som er statlig, som den norske Folketrygda, er problemet at en generasjon verken juridisk eller reelt kan garantere for hva neste generasjon vil gjøre. Juridisk gjelder Stortingets budsjettvedtak bare for et år, og seinere Storting har full adgang til ikke å

innfri løfter som et tidligere Storting har gjort.<sup>21</sup> De reelle forholdene gjelder den økonomiske og sosiale utviklinga og faktorer som antallet yrkesaktive, inntektsnivået og andre konkurrerende formål for skattefinansiering. Det gjelder også den politiske utviklinga og dermed også skatteviljen til seinere Storting. Om en økonomisk og politisk situasjon skulle oppstå der reduksjon i pensjonene i forhold til tidligere intensjoner tross alt ses som minst problematisk, vil altså pensjonene faktisk bli redusert i et utlikningssystem ettersom det er basert på løpende finansiering.

Denne økonomisk-politiske risikoen er det vanskelig å få det politiske systemet til å ta hensyn til fullt ut. Politikere søker å oppnå allmenn tillit til sine intensjoner og løfter, og de fremmer ikke dette formålet ved å uttrykke skepsis til politikere som seinere vil bli kåret gjennom de samme prosessene som de sjøl er kåret gjennom. Problemet er uten tvil erkjent av ansvarlige politikere, noe hele diskusjonen om et bærekraftig pensjonssystem vitner om. Utgangspunktet for denne diskusjonen er at ansvarlige politikere av i dag ønsker å unngå å konstruere et pensjonssystem som er slik at det er sannsynlig at det å unnlate å innfri pensjonsløfter er nødvendig eller attraktivt.

Det viktige poenget i diskusjonen om valg av pensjonssystem er at det faktisk er risiko også i utlikningssystemer. Det er ikke risiko for utviklinga i finansmarkedene slik det er i fonderte pensjonssystemer, men det er risiko for at politiske vedtak får et annet innhold enn de kommende pensjonærene hadde hatt grunn til å tro. Denne politiske risikoen er høyst reell, men blir sjelden tatt opp eksplisitt i diskusjoner om pensjonssystemet. Det er minst to aspekter ved den politiske risikoen. Det ene er at det kan komme et skifte i de politiske prioriteringene, m.a.o. at et flertall ikke lenger syns den typen inntektssikring i alderdommen som er bygd inn i Folketrygda, er ei offentlig oppgave. Det andre er at det kan oppstå en situasjon der de økonomiske forutsetningene svikte, og politikere i valg mellom onder velger å skjære ned på pensjonene. I praksis har norske politikere søkt å kontrollere for dette gjennom utstrakt bruk av framskrivinger av den økonomiske utviklinga. I framskrivingene diskuteres både den generelle økonomiske og demografiske utviklinga og utviklinga i pensjonsforpliktelser. Formålet med disse dokumentene er å bidra til å unngå situasjoner der en kan bli nødt til å skjære ned på pensjonene på kort varsel.

Et viktig poeng her er at Folketrygda er – i likhet med utlikningssystemene i vår del av verden – konstruert under en forutsetning om en voksende arbeidsstyrke og forholdsvis jevn økonomisk vekst. Den demografiske utviklinga – med stillstand eller nedgang i størrelsen på arbeidsstyrken – representerer et grunnleggende brudd for forutsetningene systemet er basert på. Det gir en risiko for at det politiske systemet må redusere pensjonen i forhold til opprinnelige intensjoner. Nedgangen i den langsiktige veksttakten i økonomien innebærer at risikoen øker. Risikoen øker imidlertid også med rausheten i løftene om framtidige pensjoner ettersom løfter gjør det mer sannsynlig at det oppstår en politisk situasjon der det er fristende å kutte i pensjonene. Med den eksepsjonelle statsfinansielle situasjonen Norge har på grunn av store oljeinntektene, er den største fristelsen for politikere for tida å gi raise løfter. Oljeinntektene er imidlertid temporære, og pensjonsløfter skal innfris flere tiår etter at de er gitt. Det er grunn til å anta at den politiske risikoen i Folketrygda er større nå enn den var for ti år side, det er imidlertid grunn til å tro at den ble redusert gjennom pensjonsforliket i 2005.

---

<sup>21</sup> Jf Grunnlovens § 75 a som presiserer at Stortingets vedtak av skatter (og trygdepremier) ikke kan "gjælde udover 31 December i det næst paafølgende Aar, medmindre de af et nyt Storthing udtrykkelig fornyes".

#### e. Administrasjonskostnader

Pensjonsordninger må nødvendigvis innebære betydelige administrasjonskostnader. For ordningas premieinntekter må det føres lister over hvem som skal betale. Riktig nivå på premien må beregnes, for fonderte ordninger basert på aktuariske prinsipper og for utlikningsordninger ut fra anslag på hvilke utgifter ordninga får det nærmeste året, og hvor mange som skal være med på å dele kostnadene. For ordningas forpliktelser må det føres lister over hvem som opptjener rettigheter, hvordan rettighetene endres og når pensjonene kommer til utbetaling. Det må administreres regler for medlemmer i ordninga som ikke lenger opptjene nye rettigheter i ordninga – enten ved jobbskifte (for private ordninger) eller ved flytting ut av landet (for offentlige ordninger som Folketrygda). Pensjonærene vil også flytte og det vil føre til betydelig arbeid og muligheter for feil både med hensyn til innbetalinger, til feil i registrene med oppsatte rettigheter og til registrene for utbetalinger. Rutinene for å holde orden på disse tingene må være robuste slik at de faktisk følger medlemmene over mange tiår, fra de første innbetalingene til de siste utbetalingene.

Kollektive ordninger innebærer ikke bare at en jevner ut risiko slik pensjonen kan sikres uansett hvor lenge pensjonæren lever. Kollektive ordninger innebærer også elementer av stordriftsfordeler for alle de administrative kostnadene i ordninga. For å holde disse kostnadene nede, har helt ut offentlige ordninger den åpenbare fordel at de kan basere seg på folkeregister eller skattemanntall for å føre lister over ordningas medlemmer og for å kreve inn premier.

Fondsbaserte pensjonsordninger har dessuten en kostnad med administrasjon av fondets aktiva. Verdipapirer skal kjøpes og selges. Det må finnes rutiner for å kontrollere risiko og drift av og videreutvikling av slike rutiner legger beslag på ressurser. I fondsbaserte ordninger er det praktisk mulig med individuelt plasseringsvalg. Ettersom evnen til å tole og viljen til å bære risiko vil variere mellom medlemmer (eller grupper av medlemmer) i fondsbaserte ordninger vil det i prinsippet være ønskelig om en kan åpne for individuelt investeringsvalg. Har en individuelt investeringsvalg, må en imidlertid også – i det minste i rekneskapsrutiner hos fondsforvalterne – ha separate investeringsporteføljer. Dette får en ikke gratis slik at det i utgangspunktet vil påløpe en administrativ kostnad ved oppdeling fra et stort fond til mange mindre. Det vil imidlertid være rimelig å anta at konkurrerende fond som alle strever etter å levere best mulig avkastning til sine medlemmer, vil innebære at presset for å levere avkastning på kapitalen vil øke.<sup>22</sup>

Dette presset eksisterer i kapitalmarkedene allerede i utgangspunktet på grunn av atferden til individuelle investorer og til andre institusjonelle investorer som verdipapirfond, skade og livsforsikring. Det kan derfor argumenteres for at det vil bety lite fra eller til om beløpene som forvaltes som fond i pensjonsforsikringsordninger er store eller små, og om de forvaltes samlet eller av konkurrerende forvaltningsinstitusjoner. En økning i kapitalen som forvaltes av institusjonelle investorer vil helt sikkert ikke være negativt for kapitalavkastningen. I tillegg til økt konkurranse mellom papirene som allerede er notert, vil trolig en økt kapitalbase trekke til seg flere prosjekter for finansiering gjennom markedene slik at mer av kapitalen utsettes for markedstesten, og sluttresultatet blir derfor sannsynligvis bedre kapitalallokering og kapitalavkastning i samfunnsøkonomien.

---

<sup>22</sup> Dette har jeg drøfta nærmere i Grønvik (2005).

Økt fondering av pensjonssystemer vil altså trolig kunne bidra til noe bedre kapitalallokering. Det vil eventuelt kunne bidra til å dekke noe av administrasjonskostnadene ved pensjonsordningene. Det er viktig å holde disse kostnadene nede, og om særlig mye av merkostnadene som individuelt investeringsvalg vil føre med seg, vil bli dekket gjennom bedret kapitalavkastning, kan være tvilsomt.

#### **4. Argumentene for fondering - ei oppsummering**

Det er i dette notat gjort noen teoretiske betraktninger om pensjonssystemer og egenskaper ved dem. Det er lagt hovedvekt på å vurdere hvorvidt pensjonssystemer bør være fonderte eller ikke. Argumenter taler for at fonderte pensjonssystemer er mer robuste overfor endringer i en del viktige faktorer. En reform i retning fondering vil gi et system som er mer robust overfor endringer i disse faktorene. Det er imidlertid også andre viktige faktorer som ikke er drøftet. Det gjelder blant annet usikkerheten omkring befolkningsutviklingen. Keilman (2003) viser at denne usikkerheten kan være stor. I et fondert system er fondet bufferen som bygges opp og ned i takt med endringer i pensjonsordningas medlemsgrunnlag. Fonderte ordninger har dermed robusthet mot denne typen endringer, og det kan dermed hevdes at dette forsterker argumentene for fonderte ordninger.

Argumentene for dette standpunktet kan oppsummeres ved å peke på at fonderte systemer vil gi økt sikkerhet for framtidige pensjonærer ettersom det er pensjonærenes egne akkumulerte sparemidler som betaler pensjonene. I pensjonssystemer der en betaler etter hvert, vil det hefte en usikkerhet knyttet både til viljen framtidige generasjoner har til å betale (beskatte), men særlig til evnen de har til å betale (skatt). Det er frykten for evnen til å betale som følge av fallende folketall i den industrialiserte delen av verden som er en hoveddrivkraft i arbeidet med å reformere pensjonssystemer verden over, og et viktig element i reformene i de aller fleste land er vedtak om å redusere pensjonsytelsene til den enkelte. Det har ikke skjedd i Norge, og en grunn til dette er sannsynligvis Norges særlige statsfinansielle situasjon på grunn av oljeinntektene.

Det er risiko for pensjonærene også knyttet til fonderte systemer. Det gjelder finansiell risiko (og rein svindel). Noen land har hatt fonderte systemer i lang tid, og også Norge har betydelige innslag av fonderte systemer. I Norge er samtlige tjenstepensjoner utenom Statens pensjonskasse fonderte ordninger. Med bruk av beste gjeldende standard for tilsyn, kan den finansielle risikoen holdes nede på et akseptabelt lavt nivå. Det er ulike prinsipper for organisering av tilsynet som er i bruk. De omtales som "faste porteføljeandeler" eller "forsiktig person tilnærminga". Uansett hvilken av disse hovedretningene en velger for tilsynet holdes den finansielle risikoen nede på et akseptabelt nivå.

Blant gevinstene ved et fondert pensjonssystem er at det vil kunne gi bedre insentiver til riktig allokering av arbeidskraft og kapital og dermed fremme inntektene i samfunnet som helhet.

- Insentivene til arbeid vil blant annet komme gjennom reduserte skatteklirer. I et pensjonssystem der en betaler etter hvert kan en kalle et element av skatten pensjonstrekk. Det vil være trekk for å betale en annen persons pensjon. I et fondert system vil tilsvarende trekk være mer eller mindre tvungen sparing for å bygge opp sin pensjonsformue som er grunnlaget for pensjonsutbetalingene når vedkommende når pensjonsalderen. Forventet vekst i den personlige pensjonsformuen og i de årlige pensjonene den gir grunnlag for, vil gi et samfunnsøkonomisk riktigere grunnlag for den individuelle avveinga av når den enkelte skal starte sin pensjonsperiode.
- Insentivene til bedre kapitalallokering vil komme pensjonsformuen vil vokse mer jo bedre avkastningen på pensjonsfondet premiene går inn i er. Det vil gi eierne av pensjonsformuen interesse i å drive fram høyest mulig kapitalavkastning innafor de kravene til sikkerhet som er valgt. Pensjonsfondene vil være store institusjonelle

investorer, og en stor base av institusjonelle investorer som maksimerer avkastning, må antas å lede til høyere samfunnsmessig kapitalavkastning enn om en ikke har en slik investorbase. Dette bekreftes av internasjonale erfaringer.

Et annet forhold som kan bidra til økt produktivitet er økt internasjonal mobilitet av produksjonsfaktorene – kapital og arbeidskraft.

- Når det gjelder kapitalmobilitet, vil utforminga av kravene til sikkerhet spille en rolle for hvilken valutaeksponering og dermed for hvor fritt pensjonsfondene kan søke etter høg kapitalavkastning med et internasjonalt investeringsunivers. Imidlertid vil pensjonsfondene kunne valutasikre sine investeringer, og også med formelt forholdsvis snevre rammer for valutarisiko, må det antas at overgang til fonderte pensjonssystemer med tilhørende fondsoppbygging vil bidra til økt internasjonal kapitalmobilitet.
- Når det gjelder mobilitet av arbeidskraft, vil arbeidstakeren med et fondert system enten ”legge igjen” et fond i hvert land vedkommende har arbeidet, eller så vil arbeidstakeren ha adgang til å flytte pensjonssparingen sin med seg. I begge tilfeller vil slike fond gi grunnlag for pensjonsutbetaling når arbeidstakeren når pensjonsalder. Systemer basert på betaling etter hvert, krever inn skatter som grunnlag for premier, og det vil være en sannsynlighet for at det stilles krav til pensjonærens bosted, eller om en minste botid for å komme inn under systemet på en gunstig måte. Arbeidstakere som flytter mye på seg vil i slike systemer kunne komme dårligere ut enn med fonderte systemer. Derfor vil det være enklere å etablere avlønningssystemer som fremmer økt internasjonal mobilitet av arbeidskraft når pensjonssystemet er fondert.
- I utlikningssystemer er det to typer politisk risiko som ikke finnes i fonderte systemer. Det ene er risikoen for en økonomisk og demografisk utvikling som ikke er forutsett, og som fører til at pensjoner – på linje med andre offentlige velferdsordninger – blir redusert. De andre er risikoen for at et politisk flertall skal skifte vurdering av hva som er et ønskelig nivå på pensjonene uten at det foreligger noen særlig økonomisk situasjon. Disse formene for risiko vil være fraværende eller sterkt reduserte i fonderte systemer.

Samlet er det grunn til å anta at overgang til fonderte pensjonssystemer både kan gi økt sikkerhet med svingninger i folketallet og det kan øke faktoravkastningen både i arbeids- og kapitalmarkedene slik at pensjoner blir billigere å levere eller gir høyere pensjoner. Den potensielle gevinsten kan imidlertid helt eller delvis bli brukt på dyre administrative løsninger om det åpnes for svært mye individuell tilpasning i systemene.

## **Referanser:**

- Bishop, Graham (2002): "UK Defined Benefit Pensions: The Trustees' Nightmare". *Schroeder Salomon Smith Barney*. 3 October 2002.
- Blommestein, Hans (2000): «Ageing, Pension Reform, and Financial Market. Implications in the OECD area». Paper presented at a seminar organised by the Centre for Pensions and Welfare Policies, Torino 6 October 2000.
- Blommestein, Hans (2002): "Eight implications of population ageing and pension fund growth for the financial sector". In A. Auerbach and H. Heinz (eds): *Ageing, Financial Markets and Monetary Policy*. Heidelberg: Springer Verlag.
- DAFFE (2001): «Institutional investors», Extracts from *Statistical Yearbook 2001*. Paris: OECD.
- Euwals, R., D. van Vuuren and R. Wolthoff (2005): "Early Retirement Behaviour in the Netherlands. Evidence from a Policy Reform". *CPB discussion paper 52 – 2005*. s'Gravenhage: Centraal Planbureau.
- Finsinger, Jörg (1994): «An Integrated Insurance Market in Western Europe – Selected Issues» in Emil Ems (ed): «Financial Integration in Western Europe», *Occasional Paper 10*, Sveriges Riksbank.
- Fløttum, Erling Joar (1980): "Nasjonalregnskapet i Norge. System og Beregningsmetoder." *Samfunnsøkonomiske studier 45*. Oslo: Statistisk sentralbyrå.
- Grønvik, Gunnvald (2002): "Et indre marked for pensjonskasser?" *Penger og kreditt 30*, (67 – 76). Norges Bank, Oslo: 2002.
- Grønvik, Gunnvald (2005): "Fonderte pensjoner og verdipapirmarkedene. Hvilken rolle spiller institusjonelle investorer i verdipapirmarkedene?" *Staff Memo 2005/8*, Norges Bank, Oslo: 2005.
- Keilman, Nico (2003): "Pensjonskommissjonen bør ta usikkerhet i befolkningsutviklingen alvorlig" *Økonomiske analyser 2/2003* (s16 – 24). Oslo: Statistisk sentralbyrå.
- Kommisjonen (1997): «Supplementary Pensions in the Single Market. A Green Paper», *Com (1997) 283*, Brussel 10.06.97.
- Kommisjonen (2000): "Freedom to provide services and the general good in the insurance sector". *C(1999)5046. Brussels, 02/02/2000*. European Commission.
- Kommisjonen (2001): «Communication from the Commission . . . The elimination of tax obstacles to the cross-border provision of occupational pensions», *Com (2001) 214*, Brussel 19.04.01.



- Kommisjonen (2002): "Effects of Increased funding of Pensions on EU Financial Markets. (Note for the Economic Policy Committee)." *ECFIN/217/02-EN*. Brussels: European Commission. Directorate General Economic and Financial Affairs.
- Leibfritz, Willi (2002): "Adjusting welfare systems to ageing populations - challenges and experiences in OECD countries". Paris: OECD
- Munthe, Preben (1971): *Den økonomiske sirkulasjon*. 3. utgave 1971. Oslo: Universitetsforlaget.
- NOS (C 629): "Nasjonalregnskapsstatistikk 1992-1999. Produksjon, anvendelse sysselsetting." *Norges offisielle statistikk C 629*. Oslo – Kongsvinger: Statistisk sentralbyrå.
- NOU (1998:10): *Fondering av folketrygden? Utredning fra utvalg oppnevnt ved kongelig resolusjon 27. september 1996*. Oslo: Statens forvaltningstjeneste.
- Pensjonskommisjonen (2002): *Mål, prinsipper og veivalg for pensjonssystemet*. Foreløpig rapport fra Pensjonskommisjonen 4. september 2002. Oslo: Finansdepartementet og Sosialdepartementet.
- Siegel, Jeremy J. (1998): *Stocks for the long run*. 2<sup>nd</sup> ed. New York: McGraw-Hill.

