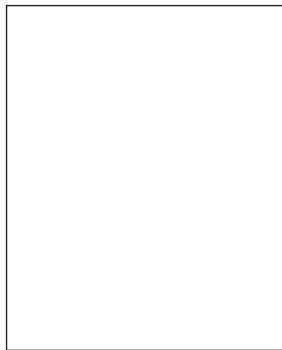


Livselskapenes plass i norske kapitalmarkeder

Vid trykning av denna artikel föll samtliga diagram bort. Artikeln infördes därför på nytt i NFT 4/95.

Konsernsjef **Åge Korsvold**, UNI Storebrand



Åge Korsvold

Sist høst solgte UNI Storebrand seg ned i flere norske industriselskaper. Vi har også sagt at vi vil øke våre plasseringer i utenlandske kapitalmarkeder. Dette har fått mange til å stille spørsmål om hvilken rolle UNI Storebrand ønsker å spille som investor i Norge.

I den første delen av foredraget vil jeg i tråd med tittelen gi en mer generell oversikt over den rollen norske livselskaper spiller i det norske kapitalmarkedet. Jeg vil sammenligne situasjonen i Norge med en del internasjonale utviklingstrekk og blant annet påpeke et særnorsk trekk: En langt lavere andel av husholdningenes finansinvesteringer går direkte og indirekte til egenkapitalinstrumenter enn i mange andre land. Jeg tror dette representerer et vesentlig problem for den videre utviklingen i norsk næringsliv.

I den andre delen av mitt foredrag skal jeg forklare bakgrunnen for UNI Storebrands tilpasninger i 1994. Jeg vil samtidig gå inn på hvilke forhold UNI Storebrand legger vekt på ved utforming av sin investeringspolitikk, og jeg skal kort også beskrive hvilken investeringspolitikk vi vil følge i årene som kommer.

De som venter at denne konsernsjefen vil rette en advarende pekefinger til myndighetene og be om bedre rammebetingelser for livselskapene — vil bli skuffet. Det jeg gjorde i høst var å tilpasse selskapet til det gjeldende regelverket. Det vil jeg også fortsette med. UNI Storebrand har som bærende strategi å utvikle større fleksibilitet slik at vi bedre kan tilpasse oss endringer i norsk økonomi, samfunnsforhold og politikk. Vi ønsker å spille den rollen i den norske velferdsstaten som myndighetene legger opp til. Men før vi tilpasser oss vil vi gjennom bruk av egne faglige analyser infor-

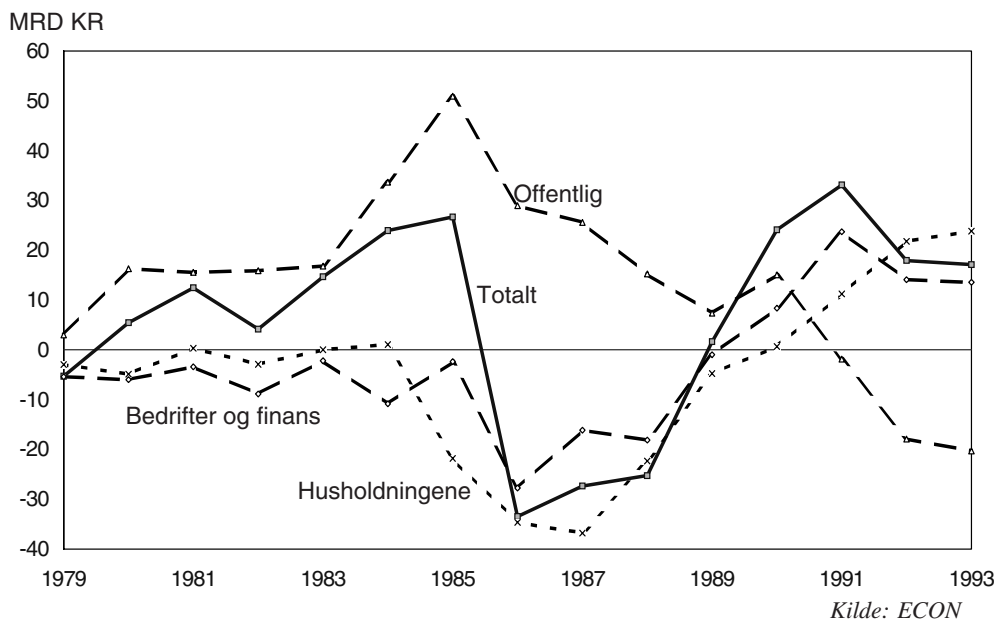
mere myndighetene om konsekvenser ved ulike veivalg. I dette foredraget kommer noen slike analyser.

1. Utvikling i sparingen i Norge

En vesentlig del av husholdningenes sparing skjer i livselskaper og pensjonskasser. Jeg skal først vise noen hovedtrekk ved sparmønsteret i Norge før jeg går nærmere inn på den delen som plasseres i livselskapene.

Foredrag på Sosialøkonomisk Forenings seminar om valutapolitiske problemstillinger, i Gausdal 24. januar 1995

Figur 1. Nettofinansinvesteringer fordelt på sektor. Norge.



Figur 1 viser utviklingen i nettofinansinvesteringene i Norge for perioden 1979-1993. Vi ser på tre hovedsektorer: Offentlig sektor, husholdningene og summen av bedrifter og finansinstitusjoner. Summen av alle sektorene er som kjent overskuddet på driftsbalansen.

Figuren viser blant annet svingningene i husholdningenes finansinvesteringer fra midten av 1980-tallet. Dette er velkjent for denne forsamlingen og jeg vil heller rette oppmerksomheten mot et annet viktig trekk: Mens offentlig sektor tidligere sto for en stor del av finansinvesteringene er bidraget derfra nå negativt. På den annen side er nettofinansinvesteringene i husholdningene nå høyere enn noen gang før.

Selv om de offentlige finansene nå er i bedring, tror jeg situasjonen fremover vil være preget av at finansinvesteringene i husholdningene vil spille en langt viktigere rolle for samlet sparing og kapitaltilgang enn tidligere. Norge blir i så måte mer som andre land.

Mens offentlig sektor tidligere har spilt en

viktig rolle direkte og indirekte for *realinvesteringene* i Norge, vil betydningen av privat sparing for realinvesteringene bli viktigere enn før.

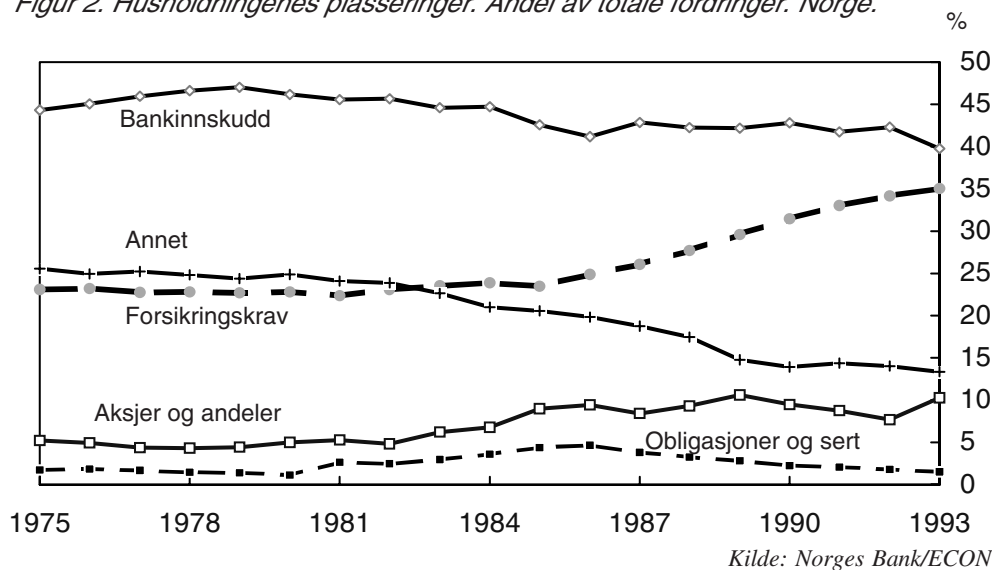
Et sentralt spørsmål, som jeg skal komme tilbake til senere, er derfor *i hvilken grad et fortsatt høyt nivå på husholdningenes finansinvesteringer kan og vil bli kanalisert til realinvesteringer i norsk næringsliv.*

2. Sparing i forsikring

Som figur 2 viser har det vært en kraftig økning i den andelen av fordringene som husholdningene har plassert i livsforsikrings-selskapene. Om trenden fra de siste årene fortsetter vil andelen plassert i forsikringskrav snart overstige andelen plassert i bankene. Kun 10 prosent av fordringene er plassert direkte som aksje- og fondsandeler.

Det er selvsagt fristende å bruke figuren til å hevde at vi vinner i «kampen» om folks sparemidler. Men økningene i andelen forsikringskrav skyldes snarere høy avkastning på kapital forvaltet på vegne av husholdningene,

Figur 2. Husholdningenes plasseringer. Andel av totale fordringer. Norge.



innbetalinger på kontrakter inngått tidligere og omvurderinger av aksje- og obligasjonsbeholdninger. De siste årene har reduksjonen i fordelingen av skatteutsettelsen og stor usikkerhet om rammbetingelsene bidratt til en svakere utvikling i nyttegrupper av livs- og pensjonsforsikringer, særlig på personmarkedet, selv om livrentesalget isolert sett viser betydelig vekst i 1994.

Vi kan kort sammenligne den norske utviklingen med tre andre land det er naturlig å sammenligne seg med:

- Sverige: Meget lav andel i forsikring, noe vekst
- Storbritannia (UK): Svært høy andel i forsikring
- USA: Klar økning i forsikring men lavere andel enn i UK og Norge. Høy andel i aksjer.

3. Sparing i egenkapitalinstrumenter

Som sagt er det kun 10 prosent av husholdningenes fordringer som er plassert direkte i egenkapitalinstrumenter. Dette er en meget lav andel sammenlignet med andre land. I

Sverige er andelen 16 prosent og i USA hele 30 prosent. I Storbritannia plasserer husholdningene like lite direkte i aksjemarkedet som i Norge, men der betyr den indirekte plasseringen gjennom livselskapene til gjengjeld langt mer. Hele 80 prosent av forvaltningskapitalen i britiske livselskap og pensjonskasser er plassert i aksjemarkedet.

I Norge har vi som kjent et tak for hvor mye livselskapene kan plassere i aksjer: 20 % av forvaltningskapitalen. I tillegg eksisterer det et særlig pålegg på UNI Storebrand om at minst halvparten av aksjene skal være norske. For tiden ligger alle livselskapene klart under tillatt maksimumsnivå. Bakgrunnen for dette vil jeg komme nærmere inn på i den andre delen av foredraget.

Med de någjeldende forskrifter for Unit linked produkter er det åpnet for at aksjeandelen kan bli høyere på produktnivå, under forutsetningen av at selskapet totalt er innenfor 20 %-taket. UNI Storebrand har nå som det første norske selskapet startet salg av slike produkter, som gir kundene selv innflytelse over hvordan porteføljen skal fordeles på ulike aktivaklasser og mulighet for inntil 40%

plassert i aksjer. Etter dagens regler er imidlertid disse produktene for lite fleksible. Først når forskriftene for salg av slike produkter blir endret, — forhåpentligvis i løpet av 1995 — er det mulig at slike produkter vil fremtre som et reelt alternativ for pensjonssparing.

De norske livselskapene har en langt lavere andel av sine aktiva plassert i aksjer enn det som er vanlig i utlandet. Siden også den andelen husholdningene plasserer direkte i aksjemarkedet er meget lav, følger at husholdningenes sparing i egenkapitalinstrumenter er svært lav sammenlignet med andre land. Dette fremgår av følgende tabell:

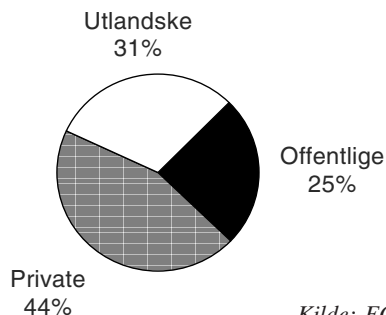
	Norge	Sverige	UK	USA
Rentebærende instrumenter	88	70	54	66
Egenkapital instrumenter	12	30	46	34

Kilde: ECON

4. Eierskap i norske bedrifter

Figur 3 viser sektorfordelt eierskap på Oslo Børs. Sammenlignet med andre land reflekterer denne delvis tidligere høy off. sparing, høy utenlandsandel og lav sparing i egenkapitalinstrumenter fra husholdningsektoren (9,8%).

Figur 3. Sektorfordelt eierskap. Norge.



Kilde: ECON

5. Er husholdningenes sparing egentlig viktig?

For vår bransje synes det å være et dogme at jo mer privat sparing desto bedre pensjonsdekning i fremtiden. Jeg er klar over at spørsmålet er langt mer nyansert enn dette, slik det også fremgår i Hylland-utvalgets innstilling. Hvor mye vi får til rådighet som pensjonister avhenger i samfunnsøkonomisk forstand av:

- Den løpende arbeidsinnsatsen, det vil si arbeidsstyrkens omfang og utnyttelse, arbeidstiden og arbeidskraftens kompetanse
- Tilgjengelig realkapital
- Våre naturressurser — som gjenstående oljeformue, vannkraft, skog og fiskeresurser
- Netto finansinntekter fra utlandet

Sparingen er viktig for det andre og for det fjerde elementet jeg listet opp. Men det er ikke slik at mer sparing nødvendigvis betyr høyere realinvesteringer i Norge. Som alle i denne forsamlingen sikkert er kjent med, tilsier nyklassisk teori for tilpasningen i en liten åpen økonomi at investeringsnivået bestemmes av det internasjonalt gitte kravet til avkastning og avkastningsmulighetene i norsk næringsliv. I den forstand har sparingen bare en betydning — den bestemmer hvor stort overskuddet på driftsbalansen blir.

Hylland-utvalget har i stor grad lagt denne teorien til grunn for sin forståelse av sparingens betydning. Utvalget påpeker at lav innenlandsk sparing på sikt vil bety at en stadig større del av det norske næringslivet vil bli eiet av utlendinger. Men dette antas ikke å ha betydning for utviklingen i investeringene, og utvalget hevder at: «Alt i alt ser ikke utvalget hensynet til langsiktig eierskap i norsk næringsliv som noe selvstendig moment av betydning i diskusjonen av private pensjonsordninger.»

Hylland-utvalget lar følgelig ikke nivået på sparingen være et viktig argument ved vurderingen av private pensjonsordninger, selv om

man kommer fram til at samlet nasjonal sparing trolig øker dersom pensjonsdekningen vris mer over fra offentlige til private ordninger.

Jeg har særlig to innvendinger mot denne analysen. Den første er av en fundamental faglig karakter. Det later nemlig til at utvalget legger lite vekt på det fjerde elementet jeg listet opp over da jeg viste hva som i fremtiden skal betale våre pensjoner. Det er omfanget av netto finansinntekter fra utlandet. Med et lavt sparenivå vil vi få tilsvarende mindre fremtidige finansinntekter fra utlandet.

Min andre innvending dreier seg om utvalgets bruk av nyklassisk teori. Som «praktiker» med mange års erfaring fra det norske kapitalmarkedet, er jeg overbevist om at omfanget av realinvesteringer i Norge også avhenger av hvor mye risikokapital norske investorer har til rådighet. Kapitalen er ikke helt «farveløs», den har nasjonale preferanser. Jeg mener at norske personer og bedrifter ikke er nøytrale i sine investeringsbeslutninger men er noe farvet av nasjonale hensyn. Tilsvarende gjelder for andre nasjoner — det er naturlig å peke på Sverige, Frankrike og Tyskland.

Forholdet mellom egenkapital og fremmedkapital har betydning for om investeringsprosjekter kan realiseres. Teorien jeg har henvist til er basert på at mulige prosjekter lanserer uavhengig av om entreprenører og bedrifter har penger «i lommen» eller ikke. Men jeg tror det gjelder en Says lov i dette tilfellet: Jo mer tilbud av egenkapitalinstrumenter i Norge desto flere investeringsprosjekter vil bli planlagt og realisert i Norge .

Med denne oppfatningen om kapitalmarkedets virkemåte, basert på egne erfaringer, har jeg også begrunnet hvorfor jeg tidligere i dette foredraget la vekt på hvor stor del av husholdningenes finansinvesteringer som direkte og indirekte blir plassert i egenkapitalmarkedet.

Jeg ønsker ikke i dette foredraget å gå inn på forholdet mellom offentlig og privat finansiert pensjon. Sett fra mitt ståsted vil Folketryg-

den fortsatt være en bærebjelke i det norske velferdssamfunnet. Hvorvidt en dreining mot mer privat finansiering av tilleggspensjon gir høyere samlet nasjonalinntekt å fordele mellom fremtidens pensjonister er et for omfattende tema til at jeg vil gå inn på det her. Det viktige, som jeg også antar vil gjennomsyre Velferdsmeldingen, er at vi også i fremtiden vil ha en kombinasjon av både offentlige og private pensjonsordninger.

Det er min konklusjonen at livselskapene i fremtiden vil spille en meget viktig rolle for å kanalisere et historisk uvant høyt nivå på husholdningenes finansinvesteringer over til egenkapitalinstrumenter. Denne formidlingen av sparing vil ha stor betydning for investeringsutviklingen i Norge og dermed for hvor mye vi får å leve av som pensjonister i fremtiden.

Men — det aner meg at jeg etter høstens salg av norske aksjer kanskje ikke blir helt trodd. Jeg vil derfor gi dere et nærmere innblikk i bakgrunnen for det som skjedde og utdype den strategi vi vil følge fremover.

Først vil jeg minne om en ting:

Livsforsikringsselskapene må i sin investeringspolitikk ta utgangspunkt i hvilke forpliktelser de skal dekke. Norske pensjonisters pensjoner. En stor andel av pensjonistenes forbruk vil være hjemmebasert — og den helt selvfølgelige konklusjon er at en stor del av aktivmassen også skal være i norske kroner.

Det vil derfor alltid være et utgangspunkt for norske livselskaper at de skal ha en vesentlig andel av sine investeringer i norske kroner — og da både i aksjer og obligasjoner.

6. UNI Storebrands finansielle tilpasninger i 1994

I den andre delen av mitt foredrag skal jeg forklare bakgrunnen for UNI Storebrands tilpasninger i 1994. Jeg vil samtidig gå inn på hvilke forhold UNI Storebrand legger vekt på ved utforming av sin investeringspolitikk, og

jeg skal kort også beskrive hvilken investeringspolitikk vi vil følge i årene som kommer.

Hovedvekt på denne fremstillingen er livsforsikringsselskapets situasjon. UNI Storebrand livsforsikrings (USL) investeringsportefølje utgjør 75 mrd. kroner, hvorav 54 mrd. kroner var verdipapirer og 21 mrd. kroner var eiendom og utlån ved utløpet av 1994. Til sammenligning utgjorde ved utgangen av 3. kvartal 1994 livselskapenes forvaltningskapital tilsammen 214 mrd. kroner, hvorav 129 mrd. kroner var plassert i verdipapirer.

Livselskapene er i Norge underlagt regler om kapitalkrav i henhold til regelverket fra BIS som er utarbeidet for banker. Norge er det eneste land som pålegger forsikringsselskapene dette regelverket. Ved utgangen av 1994 er kapitalkravet 5,75%, mens det ved utgangen av 1995 øker til 6,75 %. Frem mot 1998 trappes kravet opp til 8%. Kapitalkravet beregnes på grunnlag av risikovektede balanser, og det er interessant å merke seg at statsobligasjoner her ikke medregnes i vektingsgrunnlaget. Dette innebærer at statsobligasjoner under dette regelverket ikke betraktes som risikobærende, i motsetning til aksjer, som medtas med full verdi. Ved utgangen av 3. kvartal 1994 var USL's kapitaldekning 11,9%.

Kapitalkravet iht. BIS er en relevant finansrisikostyringsparameter for banker, som skal motstå effekten av mislighold på utlånsporteføljer. For forsikringsselskaper er imidlertid den viktigste finansrisikostyringsparameter bufferkapitalen, som er den kapitalen som står mot svingningsrisikoen i investeringsporteføljen. Den totale bufferkapitalen består av tilleggsavsetningene, urealiserte kursgevinster og den del av den egenkapitalen som ikke medgår til å oppfylle kapitalkravet.

Gjennom året vil bufferkapitalen i tillegg øke som en følge av inntjeningen i selskapet.

Livselskapets formål er jo å investere kundenes midler for maksimal avkastning med en gitt risikoprofil. Livselskapet har inngått en kontrakt med kunden som sier at definerte

forpliktelser skal innfris, og som regel er dette forpliktelser som skal møtes om mange år. Livselskapet investerer for å oppnå en avkastning som ligger over den kontraktsmessige minimumsforpliktelse, som i Norge er 4% på eksisterende bestand, og 3% på nye kontrakter.

Risikoen på livselskapet er den svingningsrisiko selskapet utsetter seg for i sin investeringsportefølje, som altså for det meste består av aksjer og obligasjoner.

For å forstå hva som ligger til grunn for utformingen av vår investeringspolitikk idag skal vi særlig drøfte tre ting:

- For det første skal vi se på de erfaringer vi gjorde gjennom 1994, da vi opplevde en situasjon med fallende obligasjons- og aksjemarkeder.
- For det andre skal vi se litt på hvorledes vi statistisk kan beskrive forventet avkastning og risiki i ulike kapitalmarkeder
- For det tredje skal vi se litt på den dynamikken det norske regelverket skaper.

La oss da først se hvorledes situasjonen var for USL gjennom 1994.

USL hadde ved inngangen til 1994 en egenkapital på NOK 2,05 mrd. kroner, hvorav det lovmessige minimumskrav var NOK 1,0 mrd. kroner. Tilleggsavsetningene utgjorde NOK 2,8 mrd. kroner, og urealisert kursreserve var NOK 4,3 mrd. kroner. Den totale bufferkapitalen var dermed ca. 8,1 mrd. kroner.

I finansrisikostyringen for vårt vedkommende inkluderes imidlertid ikke egenkapital utover lovens minstekrav. Dette skyldes bl.a. at vi har økende kapitalkrav etter BIS reglene i årene som kommer, at vi forventer fortsatt vekst i balansen, samt at vi vil ha fleksibilitet til å øke aksjeandelen uten at det risikovektede beregningsgrunnlaget skal være en begrensning. I vår finansrisikostyring i 1994 var dermed bufferkapitalen ved årets start 7,1 mrd. kroner.

Ved inngangen til 1994 hadde USL verdipapirer med en markedsverdi på tilsammen 54 mrd. kroner Dette betyr at dersom verdien

falt med mer enn 14%, ville bufferkapitalen være tapt.

Den lovbestemte minimumsavkastning, som regnskapsmessig må avsettes til kundefond hvert år, representerte for USL en månedlig forpliktelse på 220 mill. kroner.

Verdiene av aksjer og obligasjoner falt gjennom første halvår 1994 med henholdsvis minus 3,3% og minus 3,6%. Pr. 30.06.94 var bufferkapitalen redusert til NOK 4.9 mrd kroner, inklusive en løpende inntjening på 1.1 mrd.kroner.

Selskapet hadde forsøkt å motvirke effektene av den negative utviklingen i kapitalmarkedet gjennom tre virkemidler:

For det første var andelen aksjer i investeringsporteføljen redusert, og vi hadde i løpet av 1. halvår 1994 netto solgt aksjer for 1,2 mrd. kroner. Gjennom dette var både den faktiske verdifallsrisikoen i porteføljen redusert, samtidig som beregningsgrunnlaget for det legale kapitalkravet var redusert.

Det andre virkemidlet var å redusere rentefølsomheten i obligasjonsporteføljen. Med rentefølsomhet menes hvor mye obligasjonsporteføljens verdi endres dersom rentenivået stiger eller faller med et prosentpoeng. Rentefølsomheten, som ved årsskiftet var 1.3 mrd. kroner, eller mer populært, en durasjon på 3,5 år var redusert til hhv. 650 mill. kroner og

1,9 år.

Det tredje virkemidlet var å redusere obligasjonsporteføljen og øke beholdningen av likvide midler som ikke har svingningsrisiko.

Gjennom den tilpasningen som fant sted i første halvår 1994 erfarte USL to ting. For det første viste det seg at det ikke var mulig å redusere den norske aksjeporteføljen raskt nok. Vi valgte derfor å selge store deler av vår utenlandske aksjeportefølje for å redusere aksjeksponeringen totalt. Andelen utenlandske aksjer, som ved årsskiftet var 22,5% ble dermed ved utgangen av juni redusert til 10,9%.

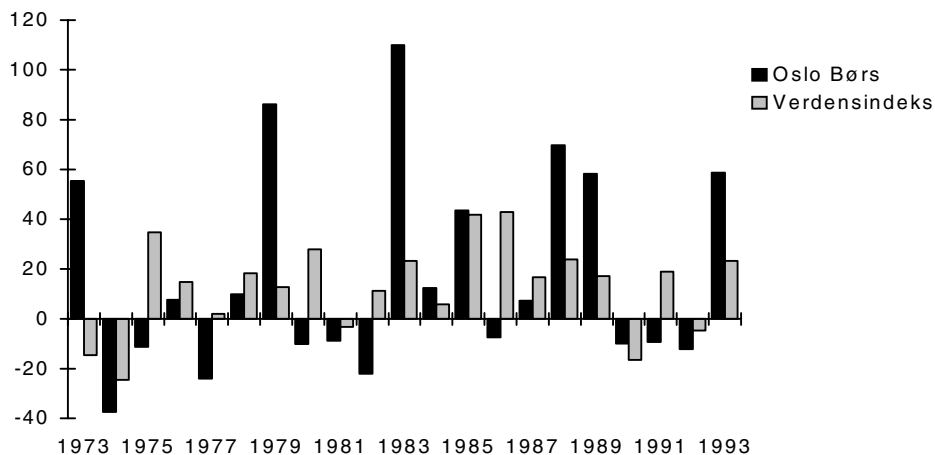
Den andre erfaringen var at det norske obligasjonsmarkedet ikke hadde et antall instrumenter og omsettelighet som gjorde det mulig å foreta tilpasninger i det omfang som var nødvendig. Dette skyldtes hovedsakelig at alle livselskapene gjorde tilpasninger i sin rentefølsomhet samtidig. Dette påvirket åpenbart prisfastsettelsen i markedet, og gjorde at de nødvendige tilpasninger påførte selskapene særlige høye transaksjonskostnader.

Sammensetningen av USL's aksjeportefølje, var også spesiell, slik man kan se av Figur 4. I august 1994 utgjorde de tre største postene ca. 40% av porteføljen, mens utenlandsandelen var redusert ytterligere til 7%. For to av de tre største postene Orkla og Hafslund Nyco-

Figur 4. Porteføljestruktur aksjer, August 1994.

	Mill.kr	Andel	Over/under vekt Oslo Børs
Norsk Hydro	1.326	14,5%	-1,3 %
Orkla	1.268	13,8%	10,3 %
Hafslund Nycomed	1.022	11,1%	6,6 %
Kværner	380	4,1%	- 2,5 %
Aker	356	3,9%	2,3 %
Rieber & Søn	353	3,8%	2,5 %
Bergesen	315	3,4%	- 1,4 %
Norske Skog	277	3,0%	- 0,5 %
Øvrige Norske Børsnoterte	2.321	25,3%	
Norske unoterte	914	10,0%	
Utenlandske	638	7,0%	
Totalt	9.170	100%	

Figur 5. Norske aksjer og verdensindeks, historisk avkastning i %



Kilde: Datastream/Oslo Børs

med vår vår andel dessuten betydelig større en selskapenes vekt i Oslo Børs totalindeks.

Jeg tror at alle vil akseptere at risikoen i en portefølje som den dere ser her er større enn i en fullt diversifisert portefølje.

La oss da som punkt to se litt på hva historien og finansteorien kan fortelle oss om avkastning og risiko i det norske og det internasjonale kapitalmarked.

La oss først se på historisk avkastning i det norske og i de internasjonale aksjemarkedene.

Figur 5 viser årlig avkastning i det norske og det internasjonale markedet siden 1973. Vi ser at vi har mange gode år, men også mange svake år. Poenget er, som vi vil se etterpå, at avkastningen varierer. Men det er også et poeng at i enkelte år, når shipping og prosessindustri har gode år, da vil det norske markedet gi bedre avkastning enn de internasjonale markedene. Plansjen forteller også at variasjonene i det internasjonale markedet er vesentlig lavere enn i det norske markedet.

Ser vi markedene over en lang tidsperiode har de internasjonale markedene gitt en høyere avkastning enn det norske markedet, når vi tar hensyn til risiko.

I moderne porteføljeteori er det et velkjent begrep at man ikke kan snakke om avkastning

uten å snakke om den tilhørende risiko. Den såkalte effektive grenselinje er den teoretiske fremstilling av den porteføljesammensetning som til enhver tid gir den høyeste avkastning for en gitt risiko.

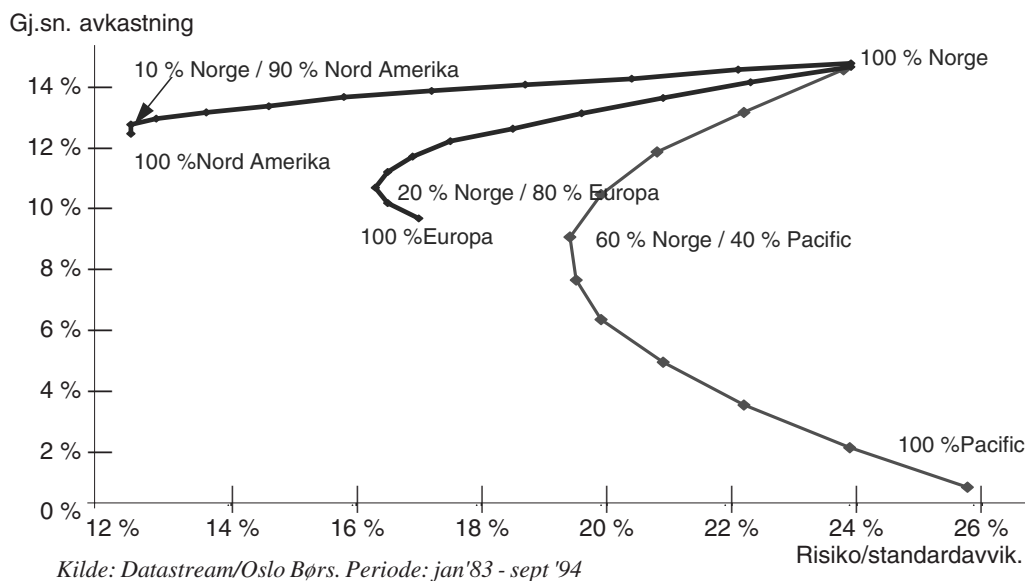
Figur 6 viser hvorledes den effektive grenselinjen forandrer seg dersom vi varierer sammensetningen av vår portefølje med ulike geografiske porteføljer.

Hvis vi tar utgangspunkt i en helt ut norsk portefølje viser vårt datasett at vi kan forvente en avkastning på ca. 14 % og med en risiko uttrykt som 24%. Hvis vi nå velger en porteføljemix som består av 80% europeiske aksjer og 20% norske ser vi at mens avkastningen reduseres til 10,5% reduseres risikoen til ca. 16%. Velger vi tilsvarende en porteføljemix mellom norske og nordamerikanske aksjer ser vi at forventet avkastning for alle porteføljesammensetninger vil ligge over 12%, men at risikoen reduseres fra 24% ved 100% norske til 12% ved 10% andel norske.

Nå må vi huske på at denne kurven er basert på historiske tall, og som utviklingen f.eks. i Mexico den siste måneden har vist, så er fremtiden ikke alltid lik historien.

Men denne plansjen uttrykker likevel en konklusjon som vi ikke kommer forbi: En

Figur 6. Effekten av å diversifisere aksjer



diversifisert internasjonal portefølje i kombinasjon med en norsk portefølje, vil gi en lavere risiko på et gitt avkastningsnivå enn en 100% norsk portefølje.

Ettersom det er vår forpliktelse å investere kundemidlene for maksimal avkastning med en akseptabel risiko er det derfor vår konklusjon at vi må etablere effektive internasjonale porteføljer som et supplement til vår norske portefølje både av risikohensyn og likviditetshensyn.

7. Politikken bestemmer vår adferd

Det tredje hovedområdet vi skulle diskutere var hvorledes de viktigste elementene i myndighetenes rammebetingelser påvirker livsselskapets adferd. Formålet her er ikke å kritisere rammebetingelsene. Jeg tror det mer konstruktivt å fokusere på hvorledes rammebetingelsene påvirker adferd, og så la tilsynsmyndigheter og politiske organer selv reflektere om en rasjonell tilpasning faktisk gir det resultat som er ønsket.

Fordi det har vært rettet så mye kritikk mot regelverket kan det vel likevel være riktig å gi noen generelle kommentarer innledningsvis.

Ved inngangen til 1990-årene hadde USL en bufferkapital på ca. 12 mrd kroner som ble overført til kundene. Denne bufferkapital var kundenes, men fordi den ikke var overført til kundenes konto representerte den reell risikokapital for selskapet.

Krav til årlig garantert avkastning og overskuddsdeling

Kravet om at den garanterte avkastning årlig overføres til kundenes fond betyr for USL's vedkommende at ca. 2,6 mrd. kroner av avkastningen i 1994 overføres til kundekonti med endelig virkning. Tilsvarende reduseres bufferkapitalen med den andelen av selskapets overskudd som tilbakeføres kunden gjennom regelverket for overskuddsdeling.

Disse kravene vil føre til at vi vil prioritere løpende avkastning på kort sikt, f.eks. utbytte og renter fremfor kursgevinster på lengre sikt.

Overføringen vil også i de nærmeste årene, inntil bufferkapitalen er bygget opp, redusere den risikobærende evnen ved inngangen til hvert år. Dersom bufferkapitalen er liten vil det i praksis umuliggjøre gjennomføringen av en langsiktig investeringspolitikk.

Det er også viktig å understreke at denne regelen vil føre til at vi i de nærmeste årene vil prioritere å bygge opp igjen bufferkapitalen fremfor oppbygging av egenkapital.

Det er bufferkapitalen som er kritisk hvis vi fortsatt skal leve med relativt volatile kapitalmarkeder.

Tilleggsavsetninger

Tilleggsavsetninger er en årsregnskapsdisposisjon som bidrar til å øke bufferkapitalen i selskapene. Som jeg tidligere har nevnt vil det i vårt tilfelle være et ønske om å prioritere avsetninger til tilleggsavsetninger fremfor å tildele årsresultat til kundekonti etter at kundene har mottatt rentegarantien. Tilleggsavsetningen tilhører kundene, men den bidrar til livselskapenes finansielle handlefrihet, som er en avgjørende forutsetning for å oppnå en akseptabel avkastning for de samme kundene over tid.

Flytterett

Jeg mener det positivt for våre kunder at flytteretten er introdusert, og jeg legger til grunn at flytteretten er kommet for å bli. Utformingen av bestemmelsene for flytting påvirker imidlertid selskapenes adferd.

Flytteretten representerer først og fremst en finansiell risiko knyttet til de største kollektive ordningene. I utgangspunktet skal kollektive ordninger som flyttes få oppgjør i likvide midler. Kunden får også med 75% av hans andel av kursreservene på det tidspunkt han flytter.

Flytteretten medfører på samme måte som det årlige avkastningskravet og overskuddsdelingen at livselskapene vil prioritere likvide investeringer fremfor illikvide investeringer. De mest likvide kapitalmarkeder finnes utenfor Norge, og under ellers like forhold vil

det både føre til at livselskapene prioriterer de store selskapene i Norge, og utenlandske markeder fremfor norske markeder.

Føring av obligasjoner som anleggsmidler

Norske livselskaper har anledning til å føre obligasjoner som anleggsmidler dersom hensikten er å holde obligasjonene til forfall. I 1994 har enkelte selskaper som fikk problemer med å oppfylle kapitalkravet benyttet denne regelen til å føre obligasjoner som anleggsmidler med «tilbakevirkende kraft». Dette bringer selskapenes egenkapital opp på et forlangt nivå, men det låser inn den løpende avkastning på et lavere nivå enn markedsnivå. Hvis vi forutsetter konstant eller økende rentenivå vil dette føre til vedvarende «underperformance» for selskapet.

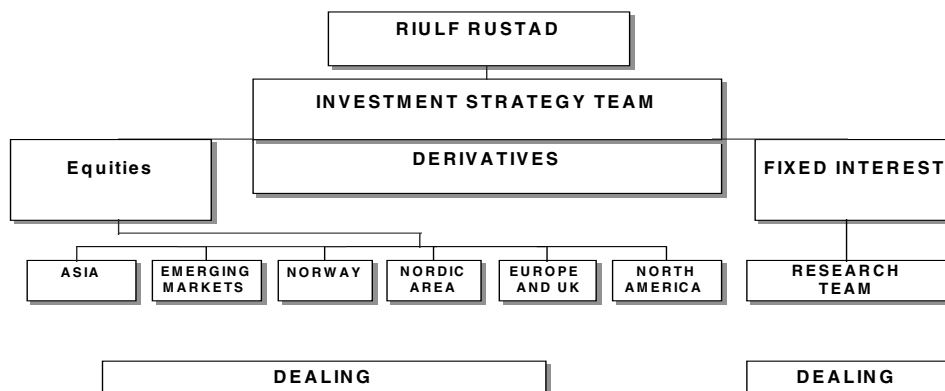
På den annen side er regelen et hensiktsmessig virkemiddel for finansrisikostyringen hvis man låser inn obligasjoner til dagens markedskurs. USL vil benytte dette virkemiddel for en del av obligasjonsporteføljen ved inngangen til 1995 bl.a. for å kunne opprettholde en akseptabel eksponering mot aksjemarkedet.

Vår preferanse vil imidlertid være å anvende obligasjoner med relativt kort tid til forfall. Hvis obligasjonene har for lang gjenværende løpetid løper selskapet en risiko for at man låser inn en underperformance hvis rentenivået stiger i samfunnet. Obligasjoner som anleggsmidler representerer også en innlåsningseffekt i forhold til flytterettens behov for omsettelighet. Dette virkemidlet vil vi derfor aldri benytte på en stor del av vårt livselskaps balanse.

8. UNI Storebrands investeringspolitikk fremover

Ved utformingen av vår investeringspolitikk ved inngangen til 1995 har vi tatt utgangspunkt i kapital situasjonen i konsernet og i liv- og skadeselskapet, og så vurdert konsekvensen av ulike risiki. Samlet risiko knyttet til

Figur 7. Fund management structure



investeringsriksomheten vil vi definere som det totale verdifall som kan forventes ved et sammenfall av flere negative hendelser. Vår kvantifisering av mulig verdifall gjøres bl.a. på bakgrunn av den tid man forventer det tar å selge en portefølje eller redusere risikoposisjonen på annen måte. Vurderingen bygger dermed på:

- omsetteligheten i det enkelte marked
- mulighet for bruk av derivater

Dette betyr at vi på grunn av de forhold vi har beskrevet foran må forutsette en større verdifallsrisiko knyttet til negative hendelser i det norske markedet sammenlignet med våre internasjonale plasseringer.

Med utgangspunkt i våre forutsetninger for de negative hendelsene kan vi beregne verdifallsrisiko for ulike aktivaallokeringer.

Den beregnede verdifallsrisikoen skal ikke overstige den bufferkapital som selskapet til enhver tid ønsker å eksponere for svingningsrisiko. Internt har vi definert risikokapital som et begrep for denne delen av bufferkapitalen. Investeringsprosessen er dermed «passivadrevet». Det vil si at kapitalsituasjonen, her uttrykt ved nivå på risikokapitalen, langt på vei styrer vårt valg av aktivaallokering.

Den endelige aktivaallokeringen for hvert av delkonsernene, inklusive livselskapet, og for konsernet fastsettes i et fellesstyremøte i

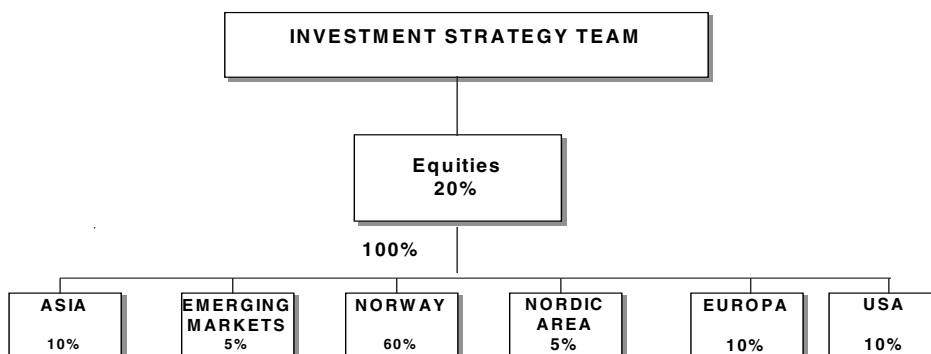
begynnelsen av året, når vi vet hva bufferkapitalen ved inngangen til året er. Det er altså det enkelte selskap som fastsetter sin aktivaallokering, som er definert som en såkalt benchmark-allokering med frihetsgrader.

Livselskapet har inngått en forvaltningsavtale med vår nyopprettede «forvaltningsfabrikk», UNI Storebrand Investment Management AS (USIM). Denne enhetens mandat er forvalte konsernselskapenes porteføljer innenfor den aktivaallokering som oppdragsgiveren har gitt.

Selve forvaltningsenheten er strukturert slik det fremkommer av Figur 7. Her er det to nivåer. Strategi-teamet foretar allokering mellom geografiske markeder og aktivaklasser innenfor de rammer som benchmark-allokeringen og frihetsgradene gir. Med utgangspunkt i vår talleksempel kan vi for eksempel tenke oss at den faktiske markedsallokering blir som vist i Figur 8.

Landsekspertene har en eneste oppgave: Å være investert i de aksjer eller obligasjoner som gir best performance i deres marked. For aksjemarkedets vedkommende betyr det at den porteføljeansvarlige ikke bekymrer seg om markedets utvikling, bare den relative utvikling. Hvis vi f.eks. har investert NOK 100 mill i det tyske aksjemarked, og strategene ønsker å redusere eller øke denne allokering

Figur 8. Asset allocation - Equities



ingen med NOK 30 millioner, kan dette gjøres gjennom inngåelse av indeks-opsjoner, og den landsansvarlige påvirkes ikke i sitt arbeid. Over tid vil imidlertid landporteføljene bli tilpasset den faktiske landallokeringen.

Den viktigste andelen av livselskapets portefølje er selvfølgelig den norske porteføljen. Dette er helt naturlig. For samtidig med at UNI Storebrand skal investere kundenes midler for maksimal avkastning med gitt risiko må selskapet også ta hensyn til at en vesentlig andel av pensjonistenes forbruk vil være NOK-basert. Vår forpliktelse er således for en stor del reelt sett i NOK, og aktivassammensetningen må reflektere dette.

Mer enn halvparten av såvel aksje- som obligasjonsporteføljen er således denominert i NOK, og det er rimelig å anta at dette også vil være ønskelig i fortsettelsen.

Fordi våre aksjeinvesteringer som hovedregel påkaller mye oppmerksomhet, skal jeg kommentere forvaltningsprinsippene for den norske aksjeforføljen ytterligere.

Vi vil i fremtiden dele porteføljen i to: *Den børsnoterte porteføljen*, og *Porteføljen av mindre likvide investeringer*.

Den børsnoterte porteføljen

Den børsnoterte porteføljen forvaltes etter de samme prinsipper som alle øvrige geografiske markeder, slik jeg beskrev over.

Vi har gjort en vurdering av alle børsnoterte

norske selskaper og valgt ut 23 selskaper som aktuelle for langsiktige investeringer. Sagt på en annen måte har vi identifisert 23 selskaper som vi mener oppfyller våre kriterier til «investment grade» investeringer. Et utvalg av disse 23 selskaper vil utgjøre kjernen i vår norske portefølje, og utgangspunktet for våre investeringer i denne kjernen er at vi skal være langsiktige investorer i disse selskapene. Det ligger dermed et investeringsresonnement til grunn for hver enkelt investering, og tidsperspektivet vil normalt være tre - fem år. Det betyr ikke at vi ikke i praksis vil ha investeringer over lengre tidsperspektiv enn tre til fem år, men forutsetningen for fortsatt eierskap må være at et investeringsresonnement bekreftes.

Jeg tror personlig at vår evne til å gjennomføre en langsiktig investeringspolitikk i det norske aksjemarkedet øker gjennom en internasjonal diversifisering av aksjeforføljen. Dette skyldes at vi i all normalsituasjoner vil kunne foreta mer taktiske og kortsiktige tilpasninger som følge av vår overordnede finans- og risikostyring i de internasjonale porteføljene, mens den norske porteføljen vil ligge noenlunde stabil. Som en følge av dette forventer jeg at omløpshastigheten på den norske porteføljen vil bli redusert sammenlignet med situasjonen for noen år siden.

Den rolle vi spiller overfor våre kjernein-

vesteringer er å være finansinvestor. Vi definerer oss ikke som strategisk investor. Dette innebærer at vi kommuniserer med ledelsen i selskapet som finansinvestor. Vi ønsker ikke å være representert i styret, og vi ønsker heller ikke være representert i bedriftsforsamlingen i kraft av at vi er investor. Dersom et børsnotert selskaps tillitsmenn ønsker å høre våre synspunkter på et selskap vil vi gjerne gi disse til kjenne, men UNI Storebrand skal ikke delta i beslutningsprosesser. Disse tilligger selskapets organer. Som konsern vil vi imidlertid være innstilt på å være representert i bedriftsforsamlinger dersom det er ønsket fra bedriftens side. UNI Storebrand vil da ikke være representert med personer som er ansatt i USIM, men med ledere fra liv- og skadevirksomheten.

Det er også viktig å understreke at selv om vi ikke er en strategisk investor, så betyr det ikke at vi ikke kan medvirke som investor på en slik måte at selskapet når sine strategiske mål og derigjennom realiserer sitt maksimale potensiale. Tvert imot. Det mest aktuelle eksempelet vil være at vi stiller oss i spissen for et garantikonsortium for en kapitalutvidelse hvis det er nødvendig for å realisere bedriftens mål, og vi er enige med bedriften om at dette er den best beste vei fremover.

Når det gjelder aksjer utover vår prioriterte liste vil vi selvsagt også eie slike aksjer. Disse aksjene vil imidlertid utgjøre en forholdsvis mindre andel av porteføljen, og ha karakter av «trading-aksjer», hvor vi deltar på grunn av prisbildet i aksjen eller andre tekniske forhold.

Porteføljen av mindre likvide investeringer

I tillegg til vår hovedportefølje vil det på grunn av vår størrelse og vår lokale tilhørighet være fornuftig å ha en andel av vår aksjeportefølje i mindre likvide investeringer. Vi har idag definert en såkalt «distriktsportefølje» på ca. NOK 120 millioner, i tillegg til andre unoterte eller mindre likvide investerin-

ger som f.eks. våre avisaksjer på ca. NOK 130 millioner. I tillegg kommer investeringer i nordiske venture capital selskaper med i alt ca. NOK 200 millioner.

Når det gjelder investeringer i distriktene vil vi sette dette opp som et eget «fond i fondet», og allokere fri likviditet til dette formålet. I utgangspunktet tenker vi oss et «regionfond» på ca. NOK 200 millioner. Vi tror at det fremdeles ligger gode investeringsmuligheter i fastlands-Norge, og vi burde ha de beste muligheter til å finne frem til de mest interessante prosjektene via vårt omfattende distribusjonsapparat. Vi vil imidlertid ta konsekvensen av at tilgangen på gode prosjekter i Norge fordeler seg ujevnt over tid. Det er derfor viktig å ikke etablere en organisasjon som for enhver pris må foreta investeringer for å rettferdiggjøre sin berettigelse. På den annen side kan vi ikke la de personene som til daglig arbeider med børsporteføljen også ta ansvar for mindre likvide investeringer. Dette tilsier at et par personer dedikeres til denne porteføljen, i tillegg til at vi også vil forsøke å samarbeide med de venture capital miljøene vi investerer i for å sikre at de gode prosjektene får en mest mulig profesjonell oppfølging.

Mindre likvide investeringer vil aldri utgjøre noen stor andel av vår portefølje. Men vi tror at det ligger store avkastningspotensialer i slike investeringer, og vi ønsker derfor også å ha slike elementer i vår portefølje.

Som forsikringsgruppering vil vi også ha strategiske investeringer. Jeg mener det er en forutsetning for tillitsforholdet mellom kunde og selskap at vi finansierer våre strategiske investeringer med egenkapital, og ikke med kundemidler i livselskapet. Som hovedregel vil derfor strategiske investeringer være eiet av skade- eller holdingselskapet.

Er begrensningen på 20% aksjeeie i livselskapet hensiktsmessig?

Bestemmelsen om at livselskapet ikke kan eie mer enn 20% i aksjer, er en regel som etter mitt syn bør revideres. Det er flere grunner til det:

- Av mitt foredrag vil dere ha sett at det er andre regler som overstyrer denne bestemmelsen, og regelen fungerer derfor ikke etter hensikten. Vi er dessuten i utakt med internasjonal praksis.
- Vi vet at pensjonister over tid oppnår bedre avkastning med sparing i aksjer enn obligasjoner. Dette er jo ikke så rart. Aksjer er eierskap i verdiskapningen i samfunnet. Obligasjonseieren må for å opprettholde sin verdi legge til grunn at en disiplinerte penge- og kredittpolitikk klarer å holde inflasjonen under kontroll. Slik har det jo ikke vært i de fleste perioder det er aktuelt å analysere. I Fremtidens produktverden må vi ikke frata oss selv muligheten til å foreta rasjonelle tilpasninger som er i kundens interesse.
- Med nye, investeringsbaserte produkter vil kundene antagelig kunne foreta tilpasninger som, hvis regelen opprettholdes, gir de ytelsesbaserte produktene et handicap. Det er en «føring» på kundenes produktvalg som jeg ikke ser noen begrunnelser for.
- En fjerning av regelen vil på sikt — det vil si ettersom risikokapitalen i livselskapene igjen bygges opp — føre til at livselskapene kan spille den rollen som langsiktig finansiell investor som er naturlig, og som norsk næringsliv etterlyser.

Jeg kan også illustrere hvordan den økende kundeorienteringen i et selskap som USL har ført til utvikling av produkter som kan betraktes som en kommentar til aktivallokeringen.

Vi har introdusert en produktfamilie med fondsprodukter uten forsikringselement som illustrerer hvordan kundenes behov kan ha betydelig innvirkning på aktivaallokeringen. Den relativt unge kunden som har mange år igjen til pensjonsalder skal ha en meget stor aksjeandel. Over tid vil dette gi den beste avkastning, og på kort sikt betyr ikke den store svingningsrisikoen så mye.

For den kunden som har kort tid igjen til

pensjonsalder må sikkerheten for at forpliktelsen kan møtes prioriteres. Derfor skal obligasjonsandelen være høy, og aksjeandelen lav.

Vi har laget fire produkter, og tanken er at kunden velger sitt fond ut fra sin risikosituasjon og antall år igjen til pensjonsalder.

9. Et bredt perspektiv på rammebetingelsene

Jeg vil avslutningsvis fremheve disse hovedpunktene:

- I årene fremover vil husholdningenes finansinvesteringer være langt viktigere for samlet sparing og kapitaldannelse enn det vi har vært vant til
- Andelen av husholdningenes finansinvesteringer som direkte og indirekte går til egenkapitalinstrumenter er langt lavere i Norge enn i mange andre land
- En økning i denne andelen vil bidra til å styrke norsk næringsliv
- Livselskapene kan spille en viktig rolle i formidlingen fra finansinvesteringer til egenkapitalinstrumenter
- For vårt selskap vil ikke en økt internasjonal eksponering i porteføljen nødvendigvis gå på bekostning av den rollen vi spiller som investor i norsk næringsliv. Med en større grad av internasjonal diversifisering øker vår evne til å gjennomføre en langsiktig investeringspolitikk i Norge
- Vår evne til å ta risiko og disponere aktiva i samsvar med kundenes langsiktige interesser bestemmes i stor grad av offentlige reguleringer. I den fremtidige debatten om livselskapenes rammebetingelser bør det anlegges et bredt samfunns- og næringspolitisk perspektiv. Jeg håper at dette innspillet kan gi et bidrag til dette perspektivet!