



FRA SØLV TIL GRÅSTEIN

Silver Pensjonsforsikrings ferd mot natt

02.05.2018

1	Forord	4
2	Oppsummering	6
2.1	Silver ansvarlig for sin egen undergang	6
2.2	Varsellampene blinket – Silver kjørte på	6
2.3	Fripolisekundene tapte penger	7
2.4	Ny innsikt om Silver og garanterte fripoliser	7
3	Bakgrunn – Historien om Silver	9
3.1	2004 –2005: Fripolisespesialisten	9
3.1.1	Finanstilsynets velsignelse	9
3.1.2	Renteoptimisme	10
3.1.3	Mer risiko, like kapitalkrav	11
3.2	2006 – 2007: Flyvende start.....	13
3.2.1	En risikabel forretningsmodell	13
3.3	2008 – 2009: Begynnelsen på slutten	17
3.3.1	Kvitt eller dobbelt?	17
3.3.2	Silvers aksjonærer subsidierer kundene	18
3.4	2010: Fasadepussing	21
3.4.1	Ny målestokk	21
3.4.2	Silvermetoden	22
3.4.3	Forvaltervalg på øverste hylle	24
3.4.4	Soliditet på leirføtter	25
3.4.5	Ingen risiko	27
3.5	2011 – 2012: Mot bedre vitende	29
3.5.1	Umulige kapitalkrav	32
3.5.2	Kritikk fra innsiden	32
3.5.3	Finanstilsynets høstjakt på ny kapital i Silver	36
3.5.4	Silvers avdramatisering	38
3.5.5	Ikke si noe til kundene	39
3.5.6	Lite dekkende bilde av situasjonen	39
3.5.7	118 millioner kroner ≈ 200 millioner kroner	40
3.5.8	Aksjonærene forlater den synkende skuta	42
3.5.9	Silver stenger nesten butikken for nye fripoliser	42
3.6	2013 – 2017: Lang dags ferd mot natt	46
3.6.1	Langt liv til besvær	46
3.6.2	Konvertere seg ut av problemene	49
3.6.3	Normalisert rentenivå	52



3.6.4	Solvens II får skylda	54
3.6.5	Nye forretningsområder	60
3.6.6	Pensjonskapitalbevis	61
3.6.7	Flyktningsporet.....	63
3.6.8	Fortellingen om to alternative virkeligheter	70
4	Tapte kundene penger?	74
4.1	Administrasjonsstyrets løsning	74
4.1.1	Diskonteringsrentens betydning.....	74
4.1.2	«Alle- skal-med-rente».....	76
4.1.3	Garantert rente er mer verdt enn forventet avkastning	76
4.1.4	Alternativ historiefortelling.....	77
4.2	Forbrukerrådets alternative verdimodell.....	78
4.2.1	Valg mellom to rentekurver	79
4.2.2	Presis rentekurve og opsjonsverdi vs. grovkornet universalrente.....	81
5	Er krybben tom?	85
6	Juridisk grunnlag	86
6.1	Kan Silvers ledelse stilles til ansvar for kundenes tap?.....	86
6.2	Når burde Silver forstått?.....	87
6.2.1	Skjerpede krav til kapitaldekning	87
6.2.2	Villedende markedsføring	88
6.2.3	Falsk fasade mot kundene	88
6.2.4	Konklusjon.....	89
7	Etterord	90
7.1.1	Hva betyr Silver-saken for Forbrukerrådet?	90
8	Ordliste	91
9	Appendiks	94
9.1	Appendiks 1: Nåverdi for nybegynnere	94
9.1.1	Silvers garanti.....	94
9.1.2	Administrasjonsstyrets forventede avkastning.....	94
9.1.3	Markedets risikofrie rente	95



1 Forord

Silver Pensjonsforsikrings vei fra energisk utfordrer til fripolisefallitt er en lang historie med mange og tidvis sjargongtunge detaljer. I et forsøk på å gi leseren et sjargongfritt overblikk over hendelsesforløpet innleder vi rapporten med et allegorisk eksempel. Vi tillater oss derfor å sammenligne Silvers utfordring mot den bestående fripolisebransjen med en ti dagers fjellvandringskonkurranse.

Silver satser på lett oppakning og treningstøy. Konkurrentene stiller med tunge ryggsekker, fjellklær og proviant for hele konkurranseperioden. Silver har gjort en avtale med sine sponsorer som har lovet å legge ut depoter underveis, men bare så lenge utfordreren har utsikter til å vinne konkurransen. Hvis det går dårlig, forbeholder sponsorene seg retten til å innstille støtten.

Konkurranseledelsen synes Silver har et interessant konsept, men advarer om at de kan bli nødt til å stille strengere krav utover i konkurransen hvis sikkerheten krever det.

Den første dagen viser fjellet seg fra sin beste side. Silver får betalt for sin lette oppakning og får et forsprang. Silver er veldig fornøyd og skryter av at de både hadde den største nistepakken og fant en raskere, om enn mer risikabel, vei enn konkurrentene. Sponsorteamet er fornøyd og legger ut ny proviant til Silver langs løypa. Neste dag samler det seg et skylag på himmelen, og Silver gjør et uheldig veivalg som gjør at resten av feltet tar igjen forspranget fra dagen før.

Den tredje dagen høljer regnet ned. Silver har ikke pakket med seg regn- og vindtett skallbekledning og må sette seg i fjellposen til regnet slutter. Silver kommer frem til neste overnatting langt bak de bedre utstyrte konkurrentene, men heldigvis har sponsorene lagt ut et nytt depot med mat og tørre klær.

Dessverre ligger Silver nå så langt bak teten at utsiktene til å ta igjen forspranget er små. Silver velger derfor å redefinere konkurransereglene. Det skal ikke lenger være totaltiden som avgjør, men antall etappeseire. Da betyr det ingenting hvor lang tid du bruker på dårlige konkurransedager. Alle kommer seg jo i mål til slutt.

De to neste konkurransedagene skinner solen, og Silver kommer først i mål. Nå har imidlertid flere av sponsorene mistet troen på Silver. Noen takker for seg, og de gjenværende reduserer mengden forsyninger i hvert depot og øker lengden mellom dem. Den sjette dagen kommer regnet tilbake, og Silver må igjen søke ly i fjellposen sin. Konkurranseledelsen har fått nok av Silvers uforsiktige omgang med fjellvettreglene og krever at deltageren skaffer seg fjellklær, og at sponsorene legger ut depoter for resten av konkurransedagene. Det dårlige været har skapt forsinkelser, og ledelsen beordrer alle deltagerne til å sikre at de har forsyninger for to ekstra dager.

Flere av Silvers sponsorer takker for følget. De som fremdeles holder ut, klarer bare å skrape sammen penger til proviant. Silver forteller ledelsen at de ikke trenger fjellklær og forhåndsutlagte depoter. Det får holde med provianten. Hvis ikke det er nok for konkurranseledelsen, truer sponsorene med ikke å



betale for noe slik at Silver må bryte. Da vil det være ledelsens ansvar å få Silver levende ned fra fjellheimen. Det vil sannsynligvis uansett gå bra, mener Silver, fordi historien har vist at det kommer sol etter regn. Da vil ikke mangelfull fjellbekledning være et problem. Silver mener for øvrig at det er dårlig gjort å forandre reglene midtveis i konkurransen. Det gir konkurrentene en urettmessig fordel fordi de allerede hadde telt og fjellklær da startskuddet gikk. Dessuten kunne jo ikke Silver vite at det ville regne i konkurranseperioden.

Ledelsen lar den svekkede konkurrenten få viljen sin, men ber om en plan for hvordan sponsorene skal forsyne Silver videre i konkurransen. Silver ber om forståelse for at det er for tidlig å planlegge dette så kort tid etter at de fikk den siste proviantleveransen.

Solen vender ikke tilbake, og Silver blir mer og mer utmattet av matmangel og tynne klær. Ledelsen varsler at de vil ta Silver ut av konkurransen med mindre Silver umiddelbart får nye sponsorer på plass og etterkommer påbudet om fornuftig fjellbekledning. Silver svarer at de kanskje har fått en utenlandsk sponsor på kroken, og at de uansett regner med at været vil normalisere seg.

Konkurranseledelsen sender inn et helikopter som frakter Silver ned fra fjellheimen til sikkerhet. Silver truer med å saksøke ledelsen fordi de ikke fikk en siste sjanse til å fullføre konkurransen.



2 Oppsummering

Silver Pensjonsforsikring AS går inn i historien som det første livselskapet i Norge som er blitt satt under offentlig administrasjon¹. Silvers ledelse og aksjonærer har fremstilt saken som et *statlig overgrep mot pensjonskundene*².

Denne rapporten viser at det kan være mer presist å beskrive myndighetenes inngripen som en statlig frigjøringsaksjon av pensjonsmidler.

2.1 Silver ansvarlig for sin egen undergang

Silver la hovedansvaret for sin manglende vilje til å skyte inn egenkapital på nye og strengere kapitalkrav under Solvens II-regelverket, som ble innført i Norge i 2016. Silver var ikke alene om å mene at de nye reglene var for strenge, men resten av bransjen bet tennene sammen og gjorde det som var nødvendig for å tilfredsstille kravene.

Solvens II var en viktig bidragsyter til Silvers fall, men det var hverken den eneste eller den viktigste årsaken til at Silver endte under offentlig administrasjon.

Selskapet ble først og fremst felt av sin egen forretningsmodell med høy aksjeeksponering og ensopret fokus på fripoliser i kombinasjon med lavt rentenivå, øket levealder, prispress og Solvens II. Summen av alle faktorene skviset lønnsomheten ut av forretningsmodellen og skremte vekk både eksisterende og potensielle investorer fra å skyte inn mer penger i selskapet.

2.2 Varsellampene blinket – Silver kjørte på

Silvers ledelse har hevdet at de ikke kunne gjort så mye fra eller til for å forhindre utfallet. Denne rapporten viser at dette ikke medfører riktighet, og at Silver senest i 2011 burde forstått at selskapet ville få problemer med å garantere kundenes pensjonsytelser. Dette ble både påpekt av selskapets egen aktuar og Finanstilsynet. Nye og gamle kunder, som hadde bitt på Silvers markedsføringsbudskap om høyere avkastning med null risiko, fikk ingen troverdig informasjon om Silvers utsatte stilling.

Finanstilsynet har holdt Silver under spesielt oppsyn siden 2011. Det var myndighetene som presset Silver til å styrke egenkapitalen i 2012, og som fikk Silver til å stoppe inntaket av nye fripolisekunder i 2012 og pensjonskapitalbevis i 2015. Utad ble det derimot fremstilt som om det var Silver som fattet disse beslutningene på selvstendig grunnlag.

Forbrukerrådet mener at Silver aktivt markedsførte seg overfor nye kunder i flere år etter at ledelsen og styret burde forstått at det var betydelig tvil om selskapets evne til å dekke sine fremtidige forpliktelser. Nye kunder ble fristet til

¹ Uni Storebrand ble satt under offentlig administrasjon i 1992, men det var et holdingsselskap.

² Fripoliseforeningen.no 17.2.2017: [Statlig overgrep mot kundene i Silver.](#)



å flytte fra mer solide livselskaper, og eksisterende kunder fikk dårligere sikkerhet fordi den ansvarlige egenkapitalen ble spredd utover flere kunder.

I begynnelsen av 2008 var Silver landets mest solide fripoliseselskap målt i kapitaldekningsgrad. Etter store tap under finanskrisen og betydelig kundevekst hadde Silver blitt bransjens minst solide selskap ved utgangen av 2009. Likevel opprettholdt Silvers sin strategi om å ta høyere risiko enn sine bedre kapitaliserte konkurrenter.

Det gikk nesten seks år fra Finanstilsynet for alvor fikk øynene opp for Silvers utsatte posisjon til selskapet ble satt under offentlig administrasjon. Det burde gitt Silver god tid til selv å finne en tilfredsstillende løsning. Korrespondansen mellom Silver og myndighetene viser imidlertid at selskapet i første rekke satset på

- at rentenivået ville «normalisere» seg på et høyere nivå
- at myndighetene ville tilpasse regelverket slik at Silver kunne overleve
- at selskapets skjøre stilling kunne brukes som et ris bak speilet for å få kundene til å si fra seg sine garanterte ytelser

2.3 Fripolisekundene tapte penger

Forbrukerrådets beregninger indikerer at Silvers kunder tapte opptil tolv prosent av pensjonsgarantiens markedsverdi, sammenlignet med det kundene fikk overført til investeringsvalg hos Storebrand. Størrelsen på tapene avhenger i første rekke av alder og nivået på rentegarantien. På den annen side fikk flertallet av Silvers kunder med seg større verdier til Storebrand enn de ville gjort ved en frivillig konvertering til investeringsvalg. Avhengig av alder, nivå på den garanterte renten og levealdersjustering, fikk kundene opptil 60 prosent høyere pensjonskapital.

2.4 Ny innsikt om Silver og garanterte fripoliser

Silvers har, størrelsen tatt i betraktning, fått betydelig medieoppmerksomhet i løpet av selskapets levetid. Det har imidlertid vært vanskelig å avdekke det som har foregått bak kulissene. Etter at Silver ble satt under offentlig administrasjon er tidligere korrespondanse mellom myndighetene og Silver blitt frigitt for offentligheten. Det har gitt et fascinerende innblikk som flue på veggen i prosessen som førte frem til Silvers fall. Det er dessverre mye som tyder på at Silver systematisk har forsøkt å tegne et mer rosenrødt bilde av sin egen fremferd enn det er dekning for i korrespondansen i med myndighetene.

Rapporten om Silver er forfattet av Arne Thommessen på oppdrag fra Forbrukerrådet. Han dekket Silversaken for Dine Penger fra sommeren 2016 til våren 2017. Rapporten bygger i hovedsak på skriftlig kildemateriale. Det inkluderer korrespondansen mellom Silver og myndighetene, presseomtale, administrasjonsstyret, offentlige rapporter, lover, Silvers hjemmesider,



facebookside, blogger, årsrapporter og markedsføring. For spesielt interesserte lesere er det lagt inn linker i fotnotene slik at leserne selv kan kontrollere kildene og rapportens bruk av dem. Det er ikke linket til avisartikler siden disse i hovedsak ligger bak betalingsmurer, men det henvises til dem i fotnotene slik at de enkelt kan søkes opp.

Rapporten inneholder i tillegg en analyse fra aktuarselskapet Aktuar1 som har utviklet rapportens modell for beregning av verdi av rentegaranti i pensjonsordninger. Modellen beregner det Aktuar1 og Forbrukerrådet mener var de virkelige verdiene av de garanterte fripolisene for et utvalg kunder i ulike aldre og med ulike garanterte renter.



3 Bakgrunn – Historien om Silver

3.1 2004 –2005: Fripolisespesialisten

Det var ingen beskjeden nykommer som entret fripolisemarkedet i 2005. Silver Pensjonsforsikring mente de kunne levere rundt 20 prosent høyere avkastning enn de etablerte konkurrentene.

– Silvers høye risikobærende evne, grunnet høy egenkapitalandel, og øvrige buffere innebærer at vi kan investere mer i aksjer over tid enn våre konkurrenter. Dermed tåler vi svingninger i aksjemarkedet uten at dette går ut over våre pensjonsforpliktelser, hevdet Silvers administrerende direktør, Mikkel Arno Berg, til Aftenposten i juni 2005.

Hvis konkurrentene skulle klare det samme, måtte de øke sin egenkapital i meget betydelig grad for å matche Silvers risikobærende evne, mente Berg.

Kundene hadde i 2005, som i dag, en lovfestet rett til å flytte fra livselskapet som forvaltet fripolisen. Det var imidlertid ikke så mange som visste hva en fripolise var, og enda færre som visste at de kunne flyttes. Storebrand og DNB (Vital) kontrollerte til sammen 90 prosent av markedet. I konsesjonssøknaden pekte Silver på at markedet, til tross for flytteretten, var statisk og preget av meget lav kundemobilitet. Sterk markedskonsentrasjon og manglende konkurranse kunne føre til høyere kostnader, dårligere service og investeringer som ga kundene lavere avkastning. Silver skulle være et rendyrket fripoliseselskap og ikke drive kryss-subsidiering av andre virksomheter.

For å holde kostnadene nede og få tilgang til markedets beste kompetanse ville betydelige deler av virksomheten bli utkontraktert.

Silver var ikke kjent med tilsvarende etableringer i andre land og mente det berodde på at ingen hadde et like forsikringsvennlig regelverk for flytting av forsikringsavtaler som Norge.

Det var ikke bare Silver som mente bransjen var moden for mer konkurranse. Finanstilsynet hadde hevdet at det hadde vært en klar tendens til at enkelte livselskaper hadde lagt uforholdsmessig store kostnader til fripoliseporteføljene. Aktuarkonsulenters forum påpeker at fripolisene i mange år i praksis hadde vært uten oppskrivning av ytelsene, og at selskapene over flere år hadde brukt fripolisenes overskudd til å bygge reserver³.

Storebrand og Vital hevdet på sin side at kostnadsnivået allerede hadde blitt vesentlig redusert siden 1995, og at avsetningene var nødvendige for å sikre de fremtidige garanterte ytelsene.

3.1.1 Finanstilsynets velsignelse

Silver fikk sin tillatelse til å drive livsforsikringsvirksomhet fra Finansdepartementet i juni 2005. I sin vurdering beskrev Finanstilsynet Silvers

³ Ot.prp nr. 74 om nye rammebetingelser for livsforsikringsvirksomhet av 28. mai 2004 og sitert i Silvers konsesjonssøknad.



forretningskonsept som godt og hadde ingen innvendinger mot dette. Tilsynet så det også som positivt å få større konkurranse i fripolisemarkedet.

Finansdepartementet påpekte at det ikke måtte foreligge noen former for kundeforhold mellom Silver Pensjonsforsikring AS og noen av eierne, deres datterselskaper eller mellom Silver Pensjonsforsikring AS og andre fysiske eller juridiske personer med nære relasjoner til eierne.

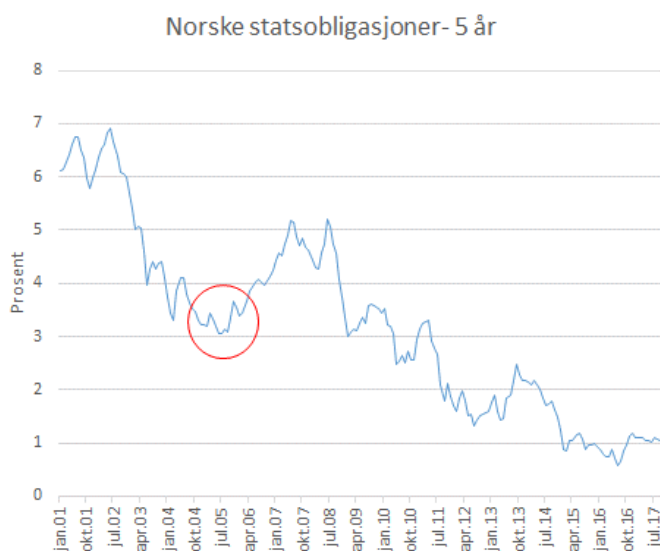
Det var likevel noen mørke skyer i Finanstilsynets horisont. Vurderingen poengterte at bufferkapitalen for de eksisterende livsforsikringsselskapene var lavere enn ønskelig. På Silvers senere vei mot offentlig administrasjon insisterte ledelsen til siste slutt på at selskapet tilfredstilte alle gjeldende kapitalkrav. Finanstilsynet bemerket imidlertid allerede i 2005 at *minimumskravene til ansvarlig kapital, solvensmarginkapital eller kapitaldekning gir ikke et tilstrekkelig grunnlag for å vurdere Silvers finansielle styrke*. En av årsakene var at beregningsmetoden var utviklet for å beregne kredittrisiko, mens Silvers primære eksponering var markedsrisiko. I beregningen av solvensmarginkravene ble det ei heller tatt hensyn til den aktuelle risikoen i aktiva-porteføljen.

- *Selskapet kan derfor oppfylle alle lovbestemte krav uten at dette nødvendigvis garanterer selskapets evne til å innfri sine forsikringsmessige forpliktelser*, konkluderte Finanstilsynet, snaue 12 år før det satte Silver under offentlig administrasjon.

3.1.2 Renteoptimisme

Rentenivået hadde falt kraftig siden 2002. I juni 2005 var renten på femårige norske statsobligasjoner nede i drøye tre prosent. De eksisterende fripolitetilbydere hadde bygget «hold-til-forfall»-porteføljer med rundt 5,5–6,5 prosent avkastning. Det bidro, sammen med eiendomsinvesteringer, til å sikre at selskapene ville klare å dekke de garanterte renteforpliktelsene de kommende fem årene.





Kilde: Norges Bank

Som bransjefersking hadde Silver ingen mulighet til å bygge opp tilsvarende porteføljer på kort sikt. Men Silvers investeringsrådgiver og tidligere styremedlem, Øistein Medlien fra Grieg Investor, var ikke bekymret. I en vurdering fra 2006 forventet han at pengemarkedsrenten på sikt ville nå fem prosent⁴.

3.1.3 Mer risiko, like kapitalkrav

Høyere avkastning enn resten av bransjen var bærebjelken i Silvers løfter til kundene. Det var derfor en forutsetning for Silver å ha høyere risikobærende evne enn konkurrentene. I en pressemelding 7. juni 2005 poengterte Finanstilsynet *at med et generelt rentenivå som var lavere enn den garanterte minsteavkastningen vil dette kreve at selskapet har en spesiell god soliditet.*

Finanstilsynets stresstest viste at Silver ville være sårbar for fall i aksjeverdiene i takt med økende forvaltningskapital. Silver ble derfor pålagt først å skyte inn 55 millioner kroner for deretter å skyte inn ytterligere 45 millioner kroner når forsikringsfondet nådde 510 millioner kroner. Det ville, ifølge Finanstilsynet, gi Silver en *ansvarlig kapital som er høy nok til å kompensere for ulempene ved den aktiva-allokeringen som er aktuell.*

Silver passerte Finanstilsynets milepæl allerede i første driftsår da forvaltningskapitalen passerte 800 millioner kroner. Selskapet skulle etter dette fortsatt ta større risiko enn resten av bransjen, men slapp å bli belemret med et høyere krav til kapitaldekning.

⁴ Fra Silvers hjemmeside. [Et udatert dokument fra siste halvår av 2006 der Silvers rådgiver, Øistein Medlien vurderer Silvers kapitalforvaltning og selskapets renteforventninger.](#)



Dine Penger⁵ spurte Finanstilsynet om hvorfor det anbefalte konsesjon til et selskap som tilsynet selv mente hadde en mer risikabel forretningsmodell enn konkurrentene, i en bransje de selv beskrev som underkapitalisert. Finanstilsynet viste til sin vurdering i 2005 og ønsket ikke å uttale seg.

Daværende statssekretær Tore Vamraak avviste at Finansdepartementet hadde undervurdert risikoen og overvurdert bærekraften i Silvers forretningsmodell. Det var ikke grunnlag for å nekte Silver tillatelse, skrev statssekretæren til Dine Penger. Han påpekte at en tillatelse fra myndighetene ikke var en sikkerhet for lønnsom drift, og at det var selskapets ansvar å ha nok kapital.

⁵ Dine Penger 6.12.2016: «Så faresignalene – ga likevel Silver konsesjon»



3.2 2006 – 2007: Flyvende start

Silver kom seg raskt ut av startblokkene og fikk sin første kunde 8. januar 2006. En høy aksjeandel i et godt børsår sendte Silvers verdijusterte avkastning til topps i bransjen. I konsesjonssøknaden hadde Silver budsjettert med 225 millioner kroner i tilflyttede fripoliser i første driftsår. Fasiten viste rundt 800 millioner kroner. Ved utgangen av 2006 hadde renten steget med 1,2 prosentpoeng siden Finansdepartementet ga sin tillatelse i juni 2005.

Dagens Næringsliv belønnet Silver med overskriften «Silver tar gull» i mars 2007.

Kundeveksten fortsatte i 2007 med nesten 1,6 milliarder tilflyttede fripolisekroner. Det ble også mer folksomt på aksjonærlisten etter en emisjon som innbrakte 390 millioner kroner. Forvaltere som KLP, Odin Forvaltning, Must Invest (Fondsfinans) og Holberg Fondene var blant nykommerne på aksjonærlisten. Emisjonen befestet Silvers stilling som landets mest solide livselskap i regnskapsmessig forstand. Silvers kapitaldekning var på 33 prosent mot Storebrand og Vital på rundt ti prosent.

Målt i verdijustert avkastning ble derimot 2007 et dårlig år for Silver med 5,65 prosent. Erkekonkurrenten Vital leverte 9,5 prosent.

3.2.1 En risikabel forretningsmodell

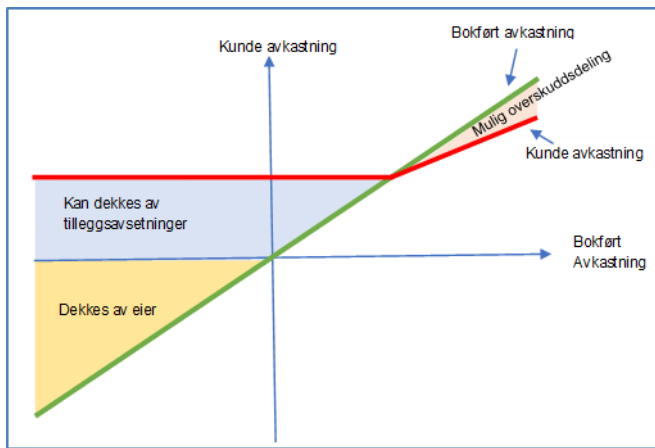
Silver utnevnte seg selv til fripolisespesialist, men strategien kan i ettertid tyde på at selskapet ikke forsto hvor stor risiko selskapet utsatte seg selv for.

I det norske fripoliseregulverket er kundene garantert en årlig minimumsavkastning.

Brorparten av Silvers kunder var lovet minimum fire prosent. Som kompensasjon for å ta denne risikoen, fikk livselskapene beholde 20 prosent av meravkastningen over den garanterte renten. Hvis avkastningen blir lavere enn den garanterte renten, men over null, kan forskjellen dekkes av tilleggsavsetninger som livselskapet får bygge opp i år med meravkastning. Som nykommer i bransjen hadde imidlertid ikke Silver rukket å bygge opp nevneverdige reserver.

Ved negativ avkastning må livselskapet dekke hele tapet av egen lomme.





Kilde: Forbrukerrådet/Aktuar1

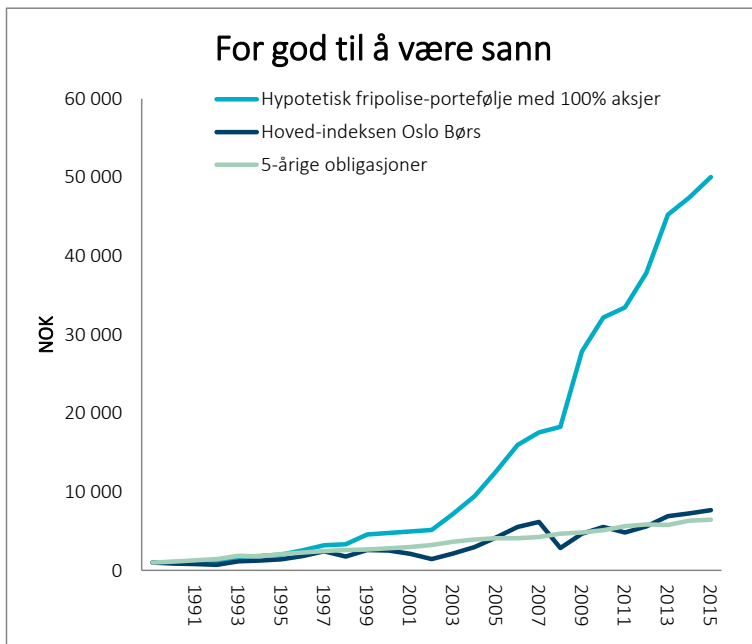
For de etablerte fripoliseaktørene var ikke muligheten til å få 20 prosent av meravkastningen fristende nok til å ta store veddemål i aksjer. Til det var risikoen for å måtte dekke 100 prosent av tapene i dårlige år for stor. Det er hovedforklaringen på hvorfor fripoliseaktørene har en lav andel aksjer, selv om aksjer historisk sett har gitt bedre avkastning enn obligasjoner over en lang sparehorisont.

Et tilbakeblikk i avkastningshistorikken til Oslo Børs fra 1991 til 2015 illustrerer årsaken til livselskapenes labre risikoappetitt:

En investering på 1.000 kroner investert i Oslo Børs hovedindeks ville i denne perioden vokst til rundt 7.700 kroner ved utgangen av 2015.

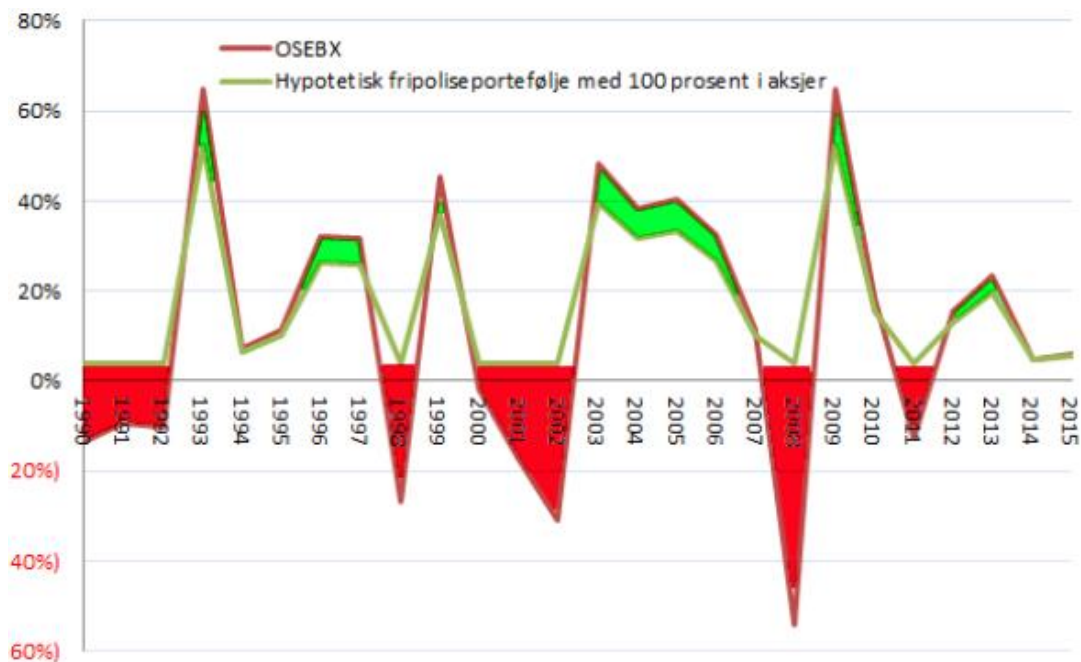
Vi sammenligner så denne avkastningen med en hypotetisk konstruert fripoliseportefølje med 100 prosent av kapitalen plassert i aksjer. Vi antar at livselskapet har garantert sin kunde fire prosent i årlig avkastning og 80 prosent av den årlige meravkastningen. Livselskapet får beholde 20 prosent av meravkastningen.

1.000 kroner investert i denne porteføljen ville fra 1991 til 2015 steget til over 50.000 kroner. Forskjellen i avkastning mellom den garanterte porteføljen og hovedindeksen er drøyt 42.000 kroner i fripolisekundens favør. Kundens gevinst blir livselskapets tap.



Kilde: Dine Penger

En annen illustrasjon fra Dine Penger⁶ viser hvordan størrelsen på tapene i de røde feltene dominerer fortjenesten i de grønne feltene på Oslo Børs fra 1991 til 2015. Silver hadde ikke behøvd å vente til finanskrisen med å forstå denne sammenhengen. Børsnedturene i 1990 til 1992, 1998 og 2000 til 2002 burde fortalt fripolisespesialisten at den valgte strategien med høy aksjeandel, ga stor risiko for tap og misfornøyde aksjonærer.



Kilde: Dine Penger

Da Silver ble etablert var den maksimalt tillatte aksjeandelen på 35 prosent, men mekanismen er den samme. Derfor er også det første budet for

⁶ Dine Penger 18.7.2016: «Historien om Silvers kollaps»



livselskaper med selvoppholdelsesdrift å sikre at avkastningen på fripoliseporføljen ikke går i minus, og helst overstiger den årlige rentegarantien.



3.3 2008 – 2009: Begynnelsen på slutten

I desember 2015 skrev Silvers administrerende direktør, Mikkel Berg, et brev til kundene som oppsummerte selskapets første ti år. Han forklarte at selskapets forretningsidé om høyere aksjeandel enn konkurrentene, førte til at Silvers eiere i 2008 hadde overført 300 millioner kroner til kundenes kontoer.

– Denne erfaringen, både i Silver og hos konkurrentene, viste at selv om høy aksjeandel er til glede for kundene er risikoen høy for selskapets eiere, skrev Berg.

Forskjellen mellom Silver og selskapets største konkurrenter var imidlertid at de allerede hadde forstått dette lenge før finanskrisen. Silvers verdjusterte avkastning endte på minus 7,8 prosent i 2008. Storebrand tapte 1,3 prosent og Vital kom seg best ut av det med bare minus 0,3 prosent.

3.3.1 Kvitt eller dobbelt?

I årsrapporten for 2008 skrev Silver at eierne hadde vist seg tro mot selskapets investeringsstrategi ved å tilføre mer egenkapital i årets fjerde kvartal. Det gjorde at selskapet fremdeles kunne opprettholde en aksjeandel som lå høyere enn konkurrentene, og var bransjens mest solide selskap målt i kapitaldekning. Selv om selskapet hadde tapt 67 prosent av egenkapitalen ved årets begynnelse, var det ingen grunn til bekymring.

- Kundene er imidlertid beskyttet og får den garanterte minsteavkastningen, skrev Silver i årsrapporten.

Silver satset på at det som går ned skal opp igjen, og ble belønnet for det i 2009.

- Ved å beholde eksponeringen i aksjemarkedet nyter du nemlig godt av oppgangen når den kommer. For kommer, det gjør den, skrev Silver i en annonse i 2009.

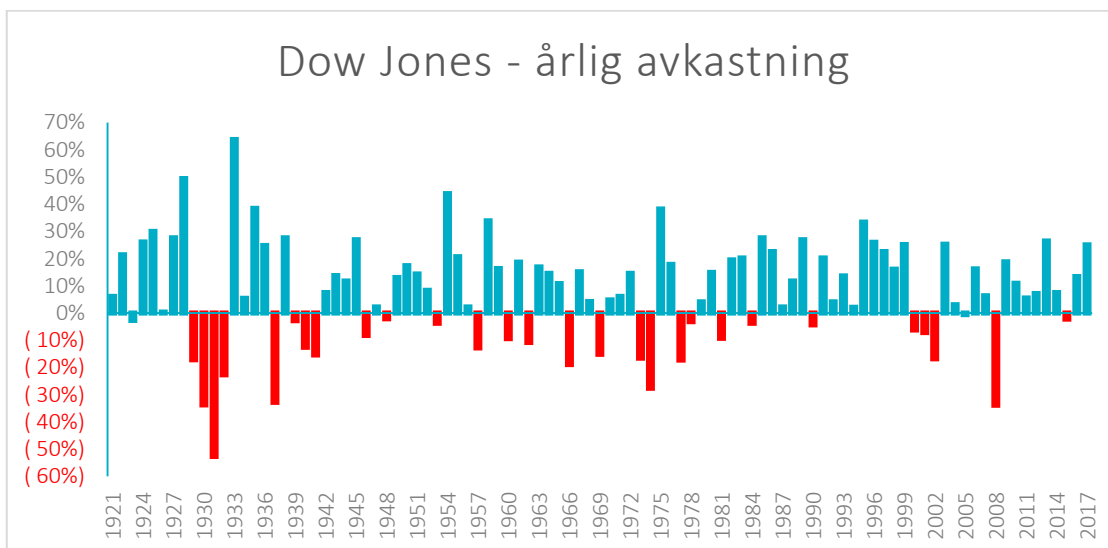
Silvers observasjon var korrekt, men selskapet utelot å nevne at det kan ta flere år før oppgangen kommer.

Den amerikanske Dow Jones-indeksens historie⁷ viser at det ikke er uvanlig med flere års sammenhengende nedgang. Fra krakket i 1929 falt børsen i fire kalenderår med totalt 80 prosent inntil rekylen kom i 1933. Siden den gang har Dow Jones hatt fire perioder med sammenhengende børsfall i to eller flere år. Den siste negative perioden varte fra 2000 til 2002.

Silvers etter-regn-kommer-sol-optimisme ble belønnet av markedet i 2009. Det var et vellykket veddemål på et usikkert utfall og ikke et resultat av en naturlov i aksjemarkedet.

⁷ Vi har i rapporten gjennomgående valgt å bruke Oslo Børs som illustrerende eksempel for børsutviklingen. Det gir ikke et helt rettviseende bilde for utviklingen av Silver kollektivportefølje siden en stor andel er investert i globale fond. Det er imidlertid stor samvariasjon mellom Oslo Børs og verdensindeksen. I ovenstående eksempel har vi valgt den amerikanske Dow Jones-indeksen blant annet fordi den amerikanske børsen har lettere tilgjengelig langsiktig historikk.





Kilde: Dow Jones

3.3.2 Silvers aksjonærer subsidierer kundene

Tross den kraftige oppgangen på børsen i 2009 var det først og fremst kundene som ble belønnet. For å illustrere hvorfor vender vi tilbake til eksempelet med en fripoliseportefølje på 1.000 kroner med 100 prosent plassert i aksjer. Vi lar investeringen følge utviklingen til Oslo Børs i 2008 og 2009.

I 2008 faller børsen med 54 prosent. Livselskapet må derfor først dekke tapet på 540 kroner. I tillegg skal kunden ha sine 40 kroner i garantert avkastning. Livselskapet må derfor overføre 580 kroner fra sin egenkapital på 1.000 kroner til kundens fripolise som nå inneholder 1.040 kroner.

I 2009 vender børsen og ender med en oppgang på 65 prosent. Det gir kunden 42 kroner i garantert avkastning og 634 kroner i meravkastning før livselskapet har forsynt seg med sin andel på 20 prosent.

Etter å ha betalt livselskapets «suksesshonorar» på 127 kroner sitter kunden igjen med 1.589 kroner etter toårsperioden. Det tilsvarer 59 prosent i avkastning fra begynnelsen av 2008. Fra begynnelsen av 2008 til slutten av 2009 falt børsen med 24 prosent.

Livselskapet startet også med 1.000 kroner i 2008, men sitter igjen med bare 547 kroner.



En gavmild honorarstruktur

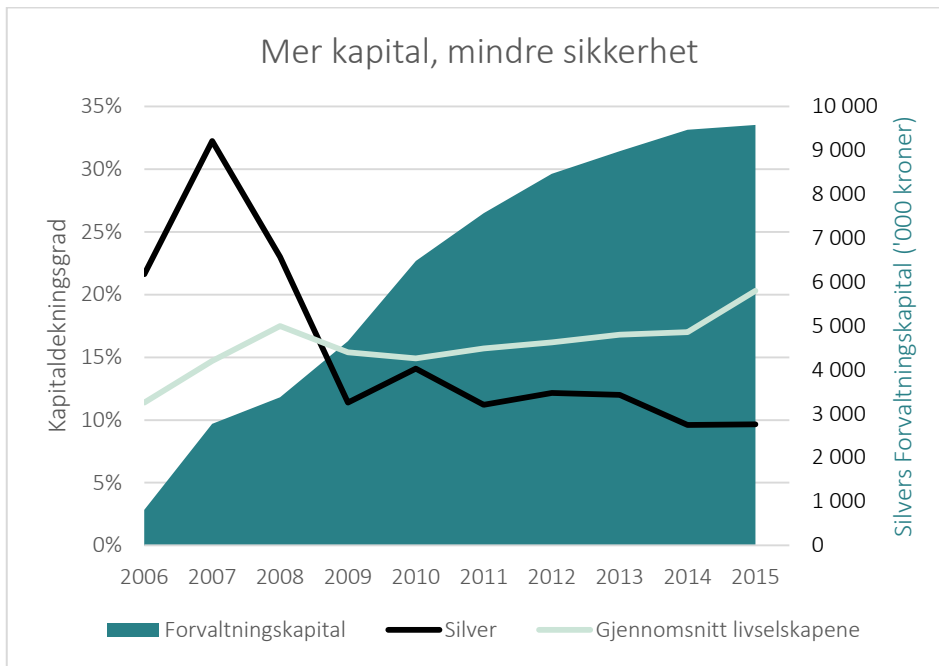
	Kunden	Livselskapet
	<u>kroner</u>	<u>kroner</u>
2008		
Investert beløp 1.1.2008	1 000	1 000
Avkastning (-54%)	<u>(540)</u>	
Restbeløp	460	1 000
Rentegaranti	<u>580</u>	<u>(580)</u>
Beholdning ved årets slutt	1 040	420
2009		
Beholdning 1.1.2009	1 040	420
Meravkastning (+61%)	634	
Rentegaranti	<u>42</u>	
Restbeløp	1 716	420
Suksesshonorar	<u>(127)</u>	<u>127</u>
Beholdning ved årets slutt	1 589	547

Kilde: Oslo Børs og Dine Penger

Det er naturligvis ingen fripolisekunder som fikk denne fantasiavkastningen i 2008 og 2009. Likevel kom Silver-kundenes premiereserver godt ut av finanskrisen. Silver, som satt på feil side av veddemålet, ble den største taperen av fripoliseselskapene. Resultatregnskapet for 2008 endte med 294 millioner i tap. Med rekylen i 2009 skulle man kanskje ha trodd at Silver kunne fått sitt første overskudd, men året endte likevel med seks millioner kroner i minus.

Selskapets soliditet hadde også fått seg en solid knekk i løpet av året. I årsrapporten for 2009 skriver Silver at det var det mest solide livselskapet i Norge ved inngangen til året. I løpet av 2009 falt imidlertid kapitaldekningen fra 23 prosent til drøye 11 prosent. Det plasserte Silver godt under konkurrentgjennomsnittet. Den høye risikobærende evnen som skulle være grunnfjellet i selskapet strategi var borte, men det stoppet ikke Silver fra å ta høyere risiko enn resten av bransjen.





Kilde: Dine Penger



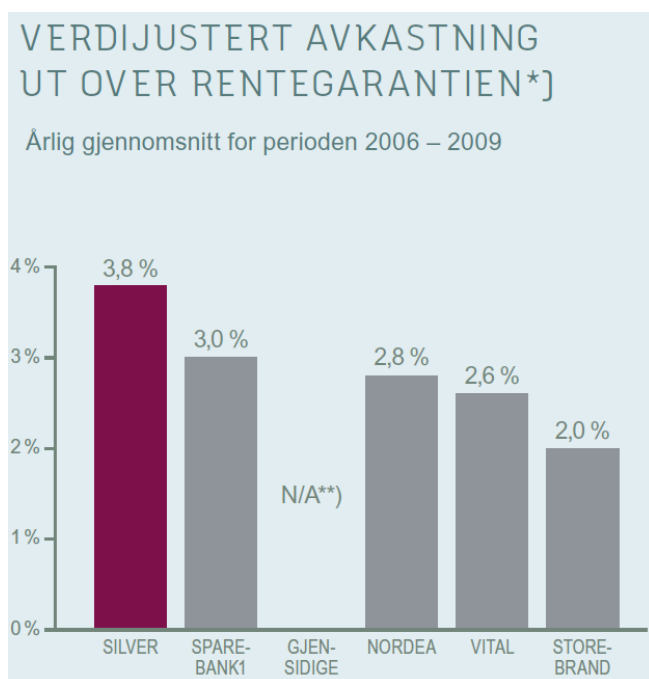
3.4 2010: Fasadepussing

Ved inngangen til 2010 hadde Silver liten grunn til å skryte av hverken soliditet eller gode avkastningsresultater. I 2009-årsrapporten registrerte selskapet også at det nye kapitaldekningsregelverket, Solvens II, ble forventet innført fra 2013, og at det ville medføre strengere kapitalkrav for de norske livsforsikringselskapene.

I Silvers markedskommunikasjon var det imidlertid lite som tydet på at selskapets soliditet sto på leirgrunn.

3.4.1 Ny målestokk

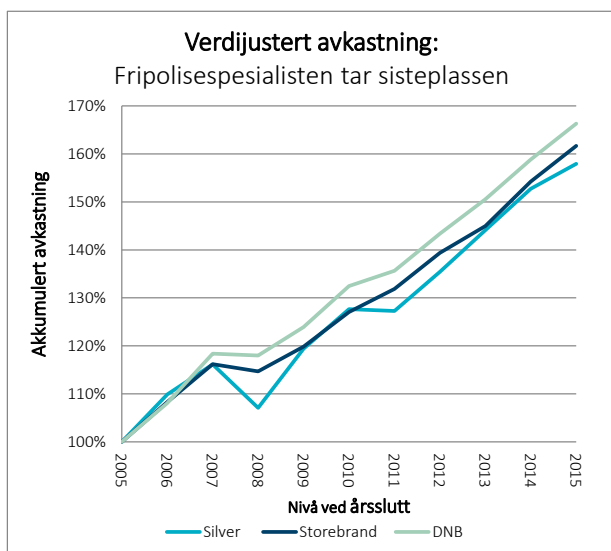
Frem til årsrapporten i 2009 hadde Silver brukt *verdijustert avkastning* for å sammenligne seg med konkurrentene. Etter et svakt år i 2007 og et katastrofalt dårlig år i 2008, var ikke det gode resultatet i 2009 nok til å ta igjen konkurrentenes forsprang. Det var derfor beleilig for Silver å innføre verdijustert avkastning *ut over rentegarantien* som ny målestokk. Det spilte jo ingen rolle for kundene hva resultatet ble i dårlige år. De ville jo uansett få den garanterte minimumsavkastningen, mente Silver. Med en høy aksjeandel og så langt subsidieringsvillige aksjonærer var det en fripoliseøvelse Silver var dømt til å vinne.



Kilde: Silvers årsrapport 2009

Under lanseringen av Silver ble kundene forespeilet en avkastning som årlig ville ligge rundt én prosent høyere enn konkurrentene, takket være høyere risiko og valg av forvaltere på øverste hylle. Fasiten fra 2006 til 2015 viser imidlertid at Silvers verdijusterte avkastning henger etter både DNB og Storebrand.





Kilde: tall fra Silvers hjemmeside i 2016

3.4.2 Silvermetoden

Frem til og med årsrapporten i 2008 la Silver ikke skjul på at de var det mest solide fripoliseselskapet i Norge basert på nøkkeltall fra årsregnskapet. Silver hevdet i tillegg at de hadde aksjonærer som var tro mot selskapets forvaltningsstrategi. Silver forklarte strategien i en annonse fra tidlig 2009:

- Hos Silver har vi kun en metode: Den som er best for deg, selv om vi må dekke tapet.



Har du en fripolise i ett av de store livselskapene? Er du trygg på at de setter dine interesser først?

Følg med! 2008 har nemlig avslørt hvordan de store livselskapene forvalter pensjonsformuen din:

DE SIER ÉN TING MEN GJØR NOE ANNET

De store livselskapene har to måter å forvalte pensjoner på i nedgangstider. Det har de med all tydelighet vist nå som finanskrisen går på andre året:

METODE 1: NÅR DE SELV MÅ TA SIN DEL AV TAPET

Når de forvalter dine fripoliser trekker de pengene ut av aksjemarkedet av hensyn til seg selv, fordi de har garantert deg en minsterente. Slik behandling av dine penger betyr at du ikke får med deg oppgangen når den kommer. Det er oppskriften på lav pensjon.

Les bare hva Storebrand selv sier på sine nettsider om spareråd:

Når aksjekursene stuper er det lett å tenke at "nå bør jeg selge aksjefondsandelene mine". Historien viser at det motsatte er mest lønnsomt.

METODE 2: NÅR DU MÅ TA HELE TAPET ALENE

Er du en av de titusener som har innskuddspensjon eller aksjefond hos et av de store livselskapene? Ble du på noe tidspunkt rådet til å trekke pengene dine ut av aksjemarkedet, slik de gjorde med fripolisene dine? Antagelig ikke – du ble heller bedt om å beholde eller øke aksjeeksponeringen. Så hvilken avkastning fikk du på pengene dine i 2008? Antagelig veldig, veldig dårlig.

HOS SILVER HAR VI KUN ÉN METODE:

Den som er best for deg, selv om vi må dekke tapet. Ved å beholde eksponeringen i aksjemarkedet nyter du nemlig godt av oppgangen når den kommer. For kommer, det gjør den. Dette er oppskriften på høy pensjon.

Flytt fripolisen din til Silver nå! Send sms SILVER til 1960, eller besøk www.fripolisen.no

SILVER™
www.fripolisen.no

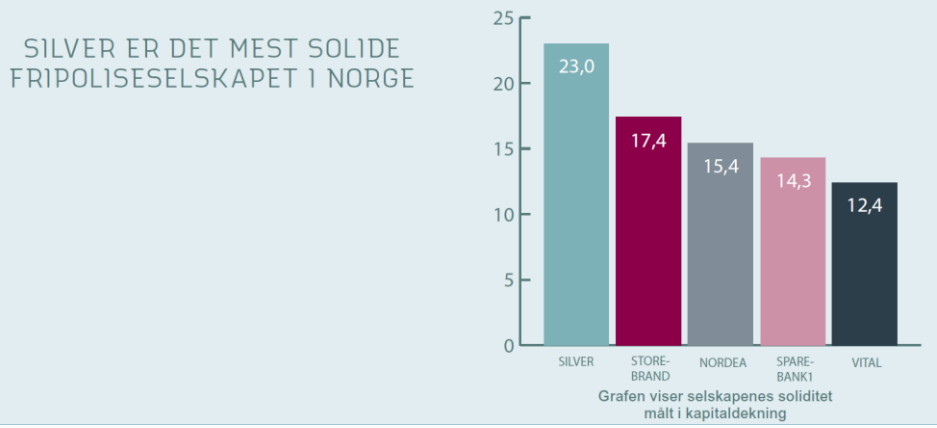
Kilde: Annonse fra 2009 for Silver-metoden

I annonsekampanjen, Fripoliseskolen fra 2010, fortalte Silver at noen av de fremste industri- og finansmiljøene i Norge sto bak selskapet. Det inkluderte Skagen-grunnlegger Åge Westbø, Grieg-gruppen, Selvaag-gruppen, KLP, Oslo Pensjonsforsikring og Norsk Hydros Pensjonskasse.

- Siden Silver er underlagt de samme strenge konsesjonsreglene som de store er det like trygt å ha pengene hos oss, forklarte Silver.

Bak Silvers annonsefasade var det imidlertid tegn som tydet på at ikke alle aksjonærer var like fornøyd med å subsidiere kundenes avkastning. Da Silver reiste 400 millioner kroner i kapital i 2007, betalte aksjonærene rundt 166 kroner pr. aksje. Under finanskrisen i 2008 klarte selskapet å hente inn 92,5 millioner kroner til 120 kroner pr. aksje i årets siste kvartal. I 2010 tyder en emisjonspris på bare 25 kroner at det var tungt å motivere aksjonærene til videre subsidiering av Silver-metoden. Til tross for en prising som var 85 prosent lavere enn toppen i 2007, valgte både Norsk Hydros Pensjonskasse og Oslo Pensjonsforsikring å melde pass i emisjonen.

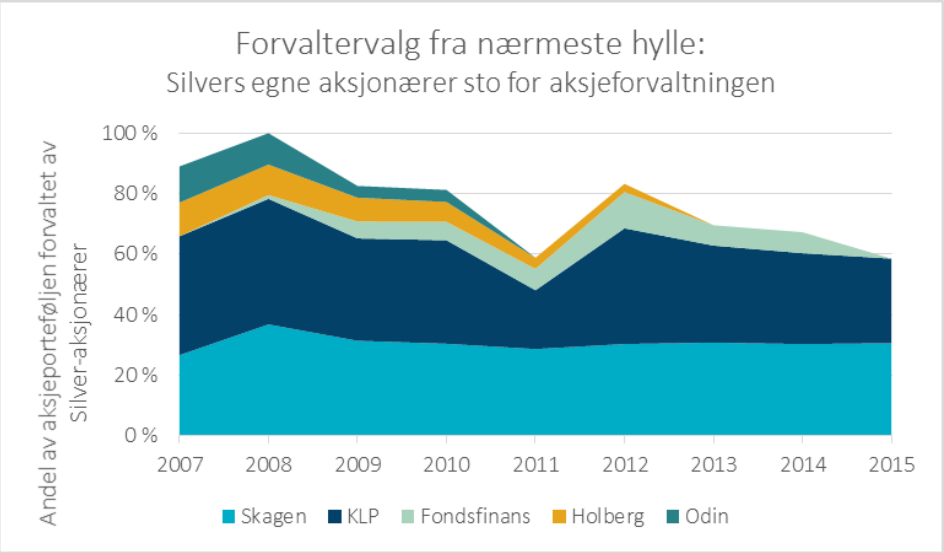




Kilde: Silver årsberetning 2008

3.4.3 Forvaltervalg på øverste hylle

Ett av Silvers kundeløfter var at deres uavhengighet, i motsetning til DNB og Storebrand, gjorde at selskapet kunne velge forvaltere på øverste hylle. Det kan være tilfeldig, men i praksis plasserte Silver i hovedsak sine aksjeinvesteringer hos forvaltere med eierinteresser i Silver. I 2008 ble 100 prosent av aksjeporteføljen plassert hos egne aksjonærer. Det er svært vanskelig å forutse hvilke fond som vil levere fremtidig meravkastning. I ettertid har det likevel vist seg at mange av Silvers aksjonærforvaltere ikke har levert resultater som hører hjemme på øverste hylle.



Kilde: Silvers årsregnskaper & Forbrukerrådet

Dine Penger omtalte dette tilsynelatende symbiotiske forholdet i august 2016⁸. Silver tok til motmæle på sin facebookside⁹ og påpekte at det kun var aksjefond, som utgjorde en mindre andel av de totale plasseringene, som ble omtalt i

⁸ Dinepenger.no 4.8.2016: Ga millionoppdrag til egne eiere

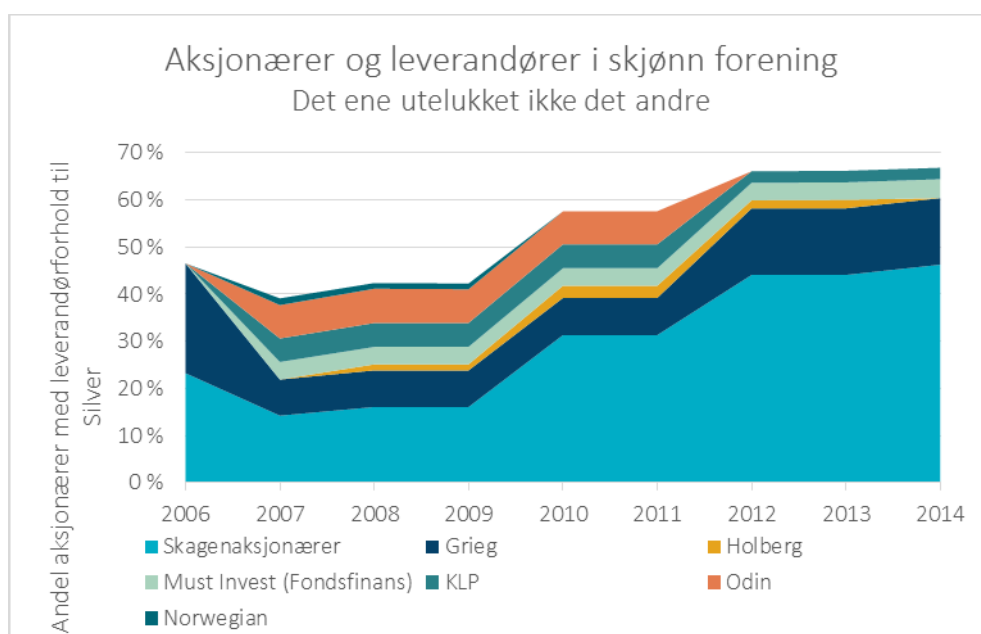
⁹ [Silvers facebookside 5.8.2016](#)



artikkelen. Silver poengterte at selskapet hadde plassert betydelige beløp i obligasjonsfond hos sine konkurrenter. Det viste deres uavhengighet.

Det Silver derimot ikke nevnte var at forvaltningshonorarene for Silvers utvalgte aktive fond sannsynligvis var fra fem til ti ganger høyere enn obligasjonsfondene. Det gjelder ikke for den delen av aksjeporteføljen som var passivt forvaltet av KLP. Det er likevel naturlig å anta at aksjeporteføljens forvaltningshonorarer oversteg obligasjonsporteføljens kostnader med god margin.

Det var ikke bare forvaltere som fikk nyte fruktene av et leverandørforhold med Silver. Grieg-gruppen er hovedaksjonær i Grieg Investor, som leverte rådgivningstjenester til Silver. Norwegian solgte reklameplass til Silver og investerte i 2007 ti millioner kroner for 1,4 prosent av Silver. På det tidspunktet var Silver-aksjen den eneste finansielle investeringen i Norwegianens balanse.



Kilde: Silvers årsregnskaper & Forbrukerrådet

Etter hvert sa mange av aksjonærene uten salgsinntekter fra Silver nei takk til deltagelse i emisjonene i 2010 og 2012. Det forklarer hvorfor andelen av aksjonærer med leverandørforhold til Silver steg fra 39 prosent i 2007 til 67 prosent i 2014.

3.4.4 Soliditet på leirfötter

I årsrapportens for 2009 er grafen som fremhever Silvers soliditet borte. I rapportens første avsnitt skriver imidlertid Silver at det var det mest solide livselskapet i Norge ved inngangen til 2009. Det nevnes ikke at selskapet ved utgangen av 2009 sannsynligvis er landets minst solide livselskap. Kapitaldekningen har falt fra 23 prosent ved årets begynnelse til 11,4 prosent ved årets slutt.



Det er i tillegg en viktig forskjell på Silver og konkurrentene som ikke kommer frem i isolerte sammenligninger av regnskapstall. De konkurrerende livselskapene er hovedsakelig datterselskaper i børsnoterte finanskonsern. Terskelen for å la et datterselskap gå konkurs er svært høy i en bransje hvor man helst ikke bør så tvil om konsernets evne til å tilfredsstille sine forpliktelser. Terskelen for at Silvers aksjonærfellesskap av familieformuer, fondsforvaltere, og pensjonskasser bestemte seg for å slutte å kaste gode penger etter dårlige, viste seg å være betydelig lavere.

Silvers ensidige fokus på fripoliser med garanterte ytelser var også en faktor som gjorde selskapet mer sårbart enn det som fanges opp av de enkle soliditetsnøkkeltallene som ble brukt før innføringen av Solvens II. De andre livselskapene hadde bredere porteføljer med store innslag av produkter hvor kundene satt med markedsrisikoen. Det reduserte livselskapenes reelle kapitalbehov ytterligere i forhold til Silver.

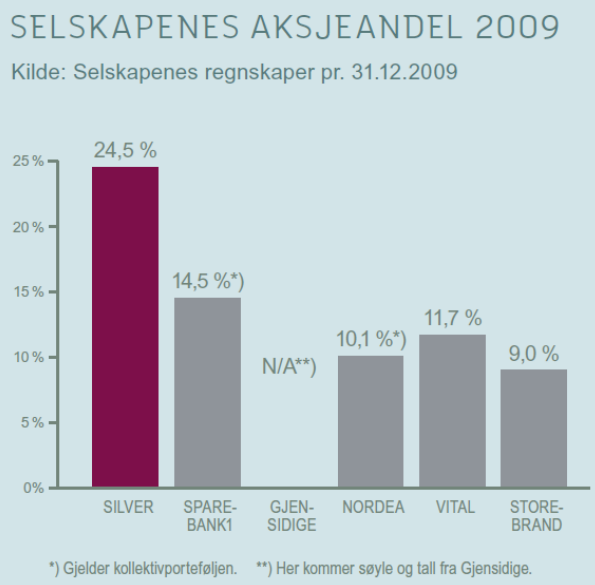
Den tredje grunnen til at konkurrentene lå bedre an enn Silver, var at de tjente penger på driften og derfor kunne styrke soliditeten gjennom å tilføre overskuddene til egenkapitalen.

Silver så imidlertid få tegn til bekymring i årsrapporten for 2009:

– Det er livsforsikringselskapenes soliditet som er bestemmende for hvilken risiko og aksjeandel selskapene kan påta seg i forvaltningen. Silvers solide stilling vitner om en god konkurransemessig posisjon ved inngangen til 2010.

Silvers nedrykk til landets minst solide fripoliseselskap får derfor ingen synlige konsekvenser for aksjeandelen. Selskapet er fremdeles norgesmester i aksjeandel, men det nødvendige fundamentet i form av høy risikobærende evne er kraftig svekket.





Kilde: Silvers årsrapport i 2009

3.4.5 Ingen risiko

Det finnes mange former for risiko i fripolisebransjen: Det inkluderer blant annet markeds-, konkurs-, biometrisk-, opplevelses- og finansieringsrisiko og ikke minst regulatorisk risiko.

I konsesjonssøknaden fra november 2004 skrev Silver at målsettingen med kapitalforvaltningen ville være å oppnå en høyest mulig avkastning på kort og lang sikt. Denne målsettingen skulle ta hensyn til rentegarantien og *risikoen for at selskapet skal havne i en situasjon hvor det ikke tilfredsstiller de lovpålagte solvens- og kapitaldekningskrav.*

Da Silver i 2010 lanserte en annonsekampanje de kalte fripoliseskolen, var all risiko forduftet. I fripoliseskolens siste leksjon forklarte Silver at *siden minsteavkastningen var bestemt ved lov så tar du ingen risiko om du flyttet fripolisene dine.* Det annonsen ikke nevnte, er at garantien forutsetter at livselskapet er i stand til å tilfredsstille sine forpliktelser. I motsetning til bankinnskudd, som er garantert av Bankenes sikringsfond, finnes det ingen tilsvarende ordning for fripolisekundene som valgte å tro på Silvers løfter om høyere avkastning med null risiko.

LA STÅ! FRIPOLISESKOLEN

TEMA 1:
SILVER ER FRIPOLISE-
SPESIALISTEN I NORGE.

Company	ROE (%)
SILVER	11.5%
Other	5.7%
Other	10.8%

*Se www.fripoliser.no for opplysning om tall

LA STÅ! FRIPOLISESKOLEN

TEMA 2:
FRIPOLISER HOS
SILVER HAR EN
GARANTERT
MINSTERENTE

Company	ROE (%)
SILVER	11.5%
VITAL	5.0%
STOREBRAND	4.5%

Aller Silver er basert på utvalgte egne regnskapsår 2008-2009. De fleste tall gjelder for 3. kvartal 2009. Tallene er ikke garanterte.

LA STÅ! FRIPOLISESKOLEN

TEMA 3:
SILVER HAR
HØYEST AVKASTNING,
OGSÅ OVER TID

Company	Avg. ROE (%)
SILVER	14.8%
SURET	10.5%
SPRESBANK	12.8%
NORDEA	12.5%
STREBRAND	10.0%

Vertusjert avkastning er beregnet ut fra gjennomsnittet av de enkelte års gjennomsnittlige avkastning over reitegarantier for perioden 2006-2009. Tallene er ikke garanterte.

LA STÅ! FRIPOLISESKOLEN

TEMA 4:
NÅR DU FLYTTER
FRIPOLISENE DINE,
TAR DU INGEN RISIKO

Company	Avg. ROE (%)
SILVER	14.8%
SURET	10.5%
SPRESBANK	12.8%
NORDEA	12.5%
STREBRAND	10.0%

Vertusjert avkastning er beregnet ut fra gjennomsnittet av de enkelte års gjennomsnittlige avkastning over reitegarantier for perioden 2006-2009. Tallene er ikke garanterte.

Kilde: Utklipp fra Silvers annonseserie: Fripoliseskolen

Silvers soliditet forbedret seg i løpet av 2010 etter tilførselen av 150 millioner kroner i ny egenkapital. Kapitaldekningen økte fra 11,4 til 14,1 prosent, men Silver lå fremdeles under landsgjennomsnittet på 14,8 prosent. 2010 ble det siste året Silver var i nærheten av å matche landsgjennomsnittet i kapitaldekning.



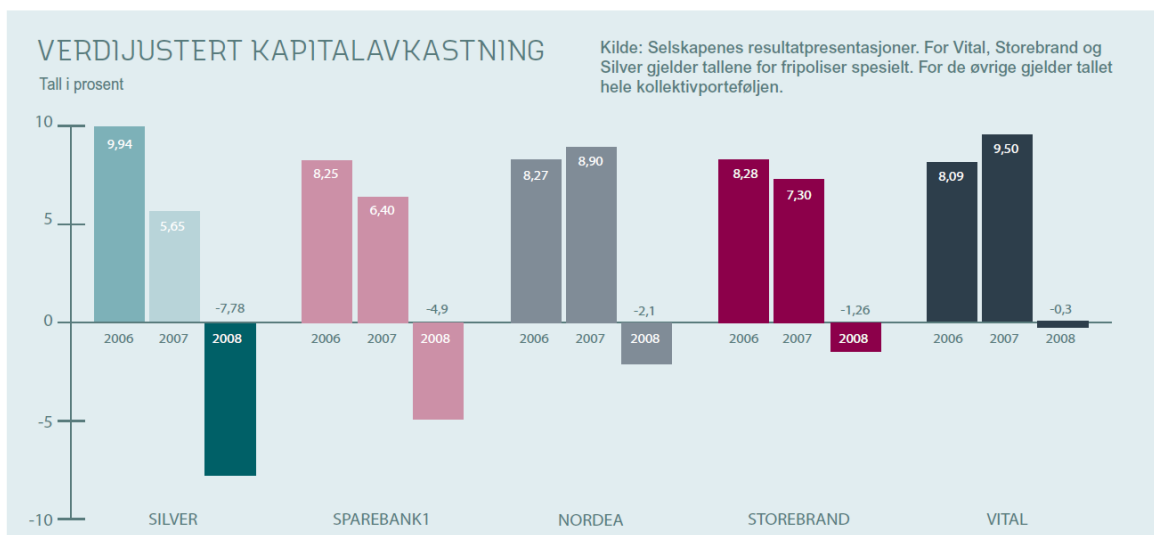
3.5 2011 – 2012: Mot bedre vitende

Vi har stilt spørsmålet om Silver allerede i 2005 burde forstått at forretningskonseptet manglet bærekraft under det rådende fripolisregelverket. Silver kritiserte de etablerte fripoliseleverandørene for å ta for lite risiko, men konkurrentene hadde kanskje forstått noe som den selvutnevnte fripolisespesialisten ikke hadde gjort.

En høy avkastning på den forvaltede kapitalen er en integrert del av selskapets forretningskonsept, noe som igjen fordrer en vilje til å ta høyere risiko. Forutsetningen er å ha en tilstrekkelig høy risikobærende evne.

Fra Silvers konsesjonssøknad i 2005

I 2008 fikk Silver selv erfare hvor dypt innhugg i egenkapitalen denne strategien kunne føre til. Nesten 300 millioner kroner måtte overføres fra selskapets egenkapital til kundenes kontoer for å innfri den årlige rentegarantien. I desember 2015 skrev Mikkel Berg et brev til kundene med overskriften *Silvers vei de ti siste årene*. Berg viste til at erfaringen i 2008 «både i Silver og hos konkurrentene, viste at selv om høy aksjeandel er til glede for kundene er risikoen høy for selskapets eiere.»



Kilde: Silvers årsrapport 2008

Tabellen ovenfor fra Silvers årsrapport i 2008 viser at både Storebrand og Vital nok hadde forstått denne sammenhengen tidligere, og at Silver var i en risikoklasse for seg selv.

Det er gode grunner til å hevde at Silvers høye risiko var uforsvarlig. Det er likevel lite sannsynlig at Silvers eiere, som var godt representert i styret, hadde investert rundt 750 millioner kroner fra 2005 til 2010 hvis de ikke hadde trodd på forretningsmodellen.

Fra slutten av 2010 blir det derimot tyngre å forklare handlingene til Silvers ledelse med en velment, om enn feilslått, strategi. Forbrukerrådet har innhentet korrespondanse mellom Silver og Finanstilsynet som tidligere var



unntatt offentlighet, presseklipp, Silvers historiske hjemmesider¹⁰ og annonsekampanjer. Det tegner et bilde av et selskap som allerede ved utgangen av 2010, forstod at det ikke ville være i stand til å garantere den utlovede avkastningen. Likevel opprettholdt Silver sitt markedsføringstrykk og holdt tilbake informasjon som ville gitt kundene muligheten til å flytte til mer solide aktører. Vi har derfor valgt å beskrive de sentrale hendelsene i denne perioden med en høy detaljeringsgrad. Hovedpunktene er beskrevet nedenfor.

Silvers aktuar sender et notat til styret i desember 2010. Det setter blant annet spørsmålstegn ved om Silvers administrasjonsunderskudd er i tråd med lovverket.

¹⁰ Historiske hjemmesider kan hentes frem på www.waybackmachine.org. Linken til Silvers hjemmesider er: http://web.archive.org/web/*/fripolisen.no.



Tidslinje – Silvers varselsignaler

Februar
2011

Silver skriver til Finanstilsynet at de nye kapitalkravene vil være umulige å oppfylle for Silver. Likevel flyter det inn over 1,2 milliarder kroner fra tilflyttede fripoliser i 2011.

April 2011

I sin årlige beretning til Finanstilsynet uttrykker Silvers aktuar bekymring for selskapets store negative administrasjonsresultat og manglende kritiske masse. Med det lave rente- og buffernivået kunne det ikke forventes at Silvers andel på 20 prosent av overskuddet ville dekke tap i dårlige år når Silver måtte dekke nær 100 prosent av underskuddet.

Både Silvers aktuar og økonomidirektør forlater selskapet.

September
2011

Et kraftig børsfall fra juni 2011 setter Silvers kapitaldekning og bufferkapitalutnyttelse under kraftig press. Finanstilsynet påla i august daglig rapportering av stresstester og skrev at det var en betydelig risiko for at Silver i nær fremtid ikke ville kunne oppfylle gjeldende soliditetskrav. Myndighetene anmodet Silver om å fremskaffe en bekreftelse på eiernes intensjoner til å skyte inn kapital. Til Finansavisen uttalte imidlertid Mikkel Berg at Silver ikke har behov for mer egenkapital nå.

Desember
2011

Finanstilsynet varslers at de vurderer å pålegge Silver å tilføre 200 millioner kroner i ny kapital. Silvers styreleder svarer at de tar varslet til etterretning. Han bemerker at en offentliggjøring av et eventuelt pålegg om kapitalinnskudd, etter all sannsynlighet vil medføre en massiv kundeflukt fra selskapet.

Finanstilsynet har registrert at Silver på sin hjemmeside skriver at *selskapet har høy kapitaldekning og bufferkapital som innebærer at Silver har en høy risikobærende evne*. Tilsynet poengterer at Silver siden august 2011 har vært pålagt ekstraordinær rapportering som følge av lav bufferkapital og dertil lav risikobærende evne. – *Sett på denne bakgrunnen må informasjonen på selskapets nettsider sies å gi et lite dekkende bilde av situasjonen*, skriver Finanstilsynet. Tilsynet legger til at det er viktig at selskapene gir riktige opplysninger om den økonomiske stillingen, slik at kunder har mulighet til å fatte beslutninger basert på korrekt informasjon.

Mars
2012

Silver klarer bare å reise 118 millioner kroner av de 200 millionene som Finanstilsynet krevet. Selskapet nekter å legge frem kapitaliseringsplanen som selskapet lovet i desember 2011.



Til tross for disse klare indikasjonene på selskapets manglende evne og vilje til å stille reell sikkerhet fortsatte Silver å absorbere ny pensjonskapital. Fra 2011 til 2015 flyttet kunder nesten 2,2 milliarder kroner til Silver.

– Så snart vi så at nye kapitalkrav kunne bli utfordrende for oss, stoppet vi mottak av nye kunder.

Silvers markedsdirektør, Jon Haugan, til Dine Penger 29. august 2016

I et intervju med Dine Penger fra august 2016, uttalte Silvers markedsdirektør Jon Haugan at selskapet stoppet mottak av nye kunder så snart det så at nye kapitalkrav kunne bli krevende. Faktum er imidlertid at Silver så sent som i mars 2012, og etter at DNB varslet sin flyttestopp, ønsket å fortsette inntaket av fripoliser frem til 2013. Det var derimot Finanstilsynet som satte foten ned og krevde stopp fra mai 2012.

3.5.1 Umulige kapitalkrav

Ved utgangen av 2010 satset Silver på fortsatt gode børstider og startet det nye året med en høy aksjeandel på 22 prosent. De nye bebudede Solvens II-kapitalkravene la imidlertid en kraftig demper på fremtidstroen.

Finanstilsynet påla i 2010 bransjen å utføre en test (QIS5) av hvordan de nye reglene ville påvirke kapitalbehovet. Silvers beregninger indikerte et oppkapitaliseringsbehov på 1,2 milliarder kroner. Det var mye penger sammenlignet med de rundt 750 millioner kronene som aksjonærene så langt hadde skutt inn i selskapet fra 2004 til 2010.

Silvers respons kom i form av et brev til Finanstilsynet¹¹¹ under overskriften: *Behov for regelverksendringer for å hindre svært betenkelige og særnorske effekter av innføring av Solvens II-regelverket i Norge.*

Konklusjonen var at et slikt kapitalkrav ville være «umulig å oppfylle for Silver eller andre aktører med et betydelig innslag av fripoliser på balansen.»

Den nye innsikten la ingen synlig demper på markedsføringsaktivitetene. Fontstørrelsen hadde minsket fra annonsekampanjen i 2010, men budskapet var det samme: *Rente og flyttegaranti sikrer deg mot tap.*

3.5.2 Kritikkk fra innsiden

Aktuarens rolle i et pensjonsforetak som Silver var blant annet å opptre som en vaktbikkje som skulle sørge for at selskapet tilfredstilte krav til avsetninger, pristariffer, premier og forretningsteknisk regnskapsføring. Hvis vilkårene ikke

¹¹¹ Brev fra Silver til Finanstilsynet 22.2.2011: [Behov for regelverksendringer for å hindre svært betenkelige og særnorske effekter av innføring av Solvens II regelverket i Norge](#)



var oppfylt, pliktet aktuaren å melde fra til daglig leder og styret. Hvis forholdene ikke ble brakt i orden innen fire uker, skulle Finanstilsynet underrettes¹².

I praksis kan det imidlertid være belastende for en aktuar å stå for steilt på sine forskriftspålagte plikter. Som ansatt i selskapet kan det få konsekvenser å bite hånden som forer aktuaren med lønn. Det kan også bli vanskelig å få ny jobb hvis aktuaren får ord på seg for å være for plikttro.

Finanstilsynet har gitt Forbrukerrådet innsyn i beretningen fra Silvers aktuar, Carl Peter Kirkebø, for 2010. Innholdet tyder på at det ble et anstrengt forhold med ledelsen etter at aktuaren sendte et notat til styret og administrerende direktør i desember 2010. I notatet stilte blant annet aktuaren spørsmål ved om selskapets administrasjonsunderskudd var i tråd med lovverket.

Fakta: Administrasjonsresultatet

Før vi går videre er det nødvendig å forklare den spesielle mekanismen for hvordan et livselskap får betalt for å administrere fripoliser med garanterte ytelser:

Når en arbeidstaker slutter i et selskap med kollektiv ytelsespensjon, får han med seg sine opptjente ytelser i form av en fripolise. Fripolisen inneholder en premiereserve som gir en garantert årlig minimumsavkastning, sannsynligvis ulike forsikringsdekninger og en administrasjonsreserve som skal dekke alle fremtidige administrasjonsgebyrer. Livselskapet som forvalter fripolisen, beregner et årlig administrasjonsgebyr, som trekkes fra administrasjonsreserven. Hvis det viser seg at selskapet klarer å redusere sine kostnader, vil deler av administrasjonsreserven bli frigitt og brukt til å øke den garanterte pensjonen.

Hvis kostnadene blir høyere enn forventet, og administrasjonsreserven går tom, er det først og fremst selskapets problem fordi kunden er garantert sin minimumsyttelse. I lengden skal helst de beregnede omkostningene som hentes fra administrasjonsreserven være omtrent like store som de faktiske administrasjonskostnadene.

I andre bransjer vil en økning av administrasjonsgebyrene normalt sett gi et positivt bidrag til bunnlinjen. For fripoliser som er ferdig innbetalt vil en økning ha en negativ effekt på egenkapitalen. Det vil øke verdien av de fremtidige forpliktelsene og kreve innbetaling av egenkapital for et selskap med svak soliditet som Silver¹³.

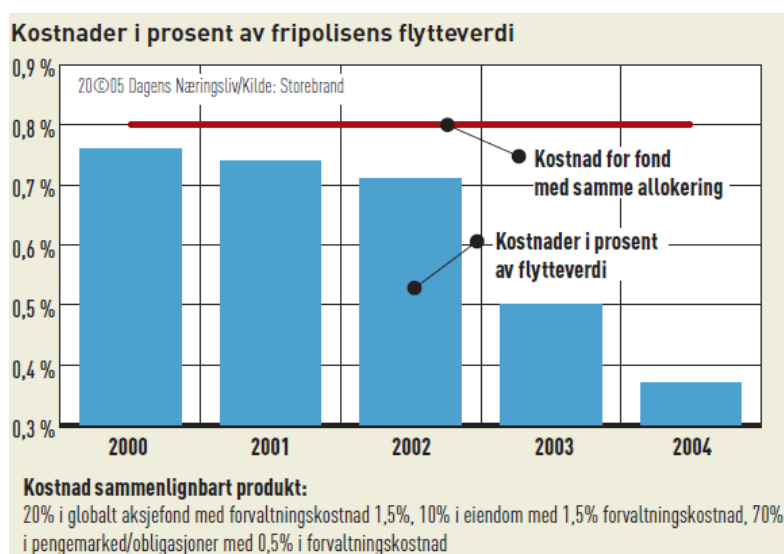
¹² [Forskrift om aktuar av 1990-06-01 \(opphevet i 2016\)](#)

¹³ Finanstilsynet anmodet i 2011 og 2012 Silver om å øke administrasjonsgebyrene. Silver nektet å etterkomme anmodningen. [I en redegjørelse til Finanstilsynet](#) 26.3.2012 hevdet Silver at *selv en meget moderat prisøkning på tradisjonelle fripoliser vil medføre en umiddelbar og betydelig belastning av egenkapitalen og svekket soliditet, og mulig konkurransevridning*. Silver tillot seg istedenfor å legge til grunn at de kunne videreføre



Et selskap som Silver, som starter med null kroner i forvaltningskapital, må regne med å gå i minus inntil selskapet får etablert en kritisk masse av fripolisekapital. Silver mente det ville ta fra fem til syv år å få selskapets administrasjonsresultat i balanse. Selskapet regnet med å ta et årlig gebyr på rundt 0,5 prosent av forsikringstagernes oppsparte midler.

Dessverre for Silver var allerede kostnadene i bransjen på vei nedover. Silver hadde anklaget de etablerte aktørene for å rane fripolisekundene med høye gebyrer og risikoavers forvaltning. En av de ransanklagede var Espen Klitzing, administrerende direktør i Storebrand Livsforsikring fra 2000 til 2004. Under overskriften «vitnemål fra en raner» svarte han på Silvers anklager i et innlegg i Dagens Næringsliv fra desember 2005. I innlegget viste Klitzing blant annet til at bransjen hadde halvert kostnadene i prosent av flytteverdi fra 2000 til 2004. Ved utgangen av 2004 lå nivået under 0,4 prosent.



Kilde: Espen Klitzing i Dagens Næringsliv 15. desember 2005

Da Silvers aktuar skrev sitt notat i 2010, hadde kostnadsnivået nesten halvert seg fra 2004. Silvers beregnede administrasjonsgebyrer utgjorde bare rundt 0,2 prosent av premiereserven. Det ga selskapet en inntekt på under 12 millioner kroner fra kundenes administrasjonsreserver. Aktuaren mente det var i minste laget, i forhold til selskapets faktiske forsikringsrelaterte driftskostnader på nesten 58 millioner kroner i selskapets femte driftsår. Inntekten dekket ikke en gang lønns- og pensjonskostnaden for Silvers ledelse og styret, som i 2010 var på nesten 14 millioner kroner.

dagens nivå på omkostninger og administrasjonsreserver fordi administrasjonsresultatene ville bedres av øvrige tiltak.



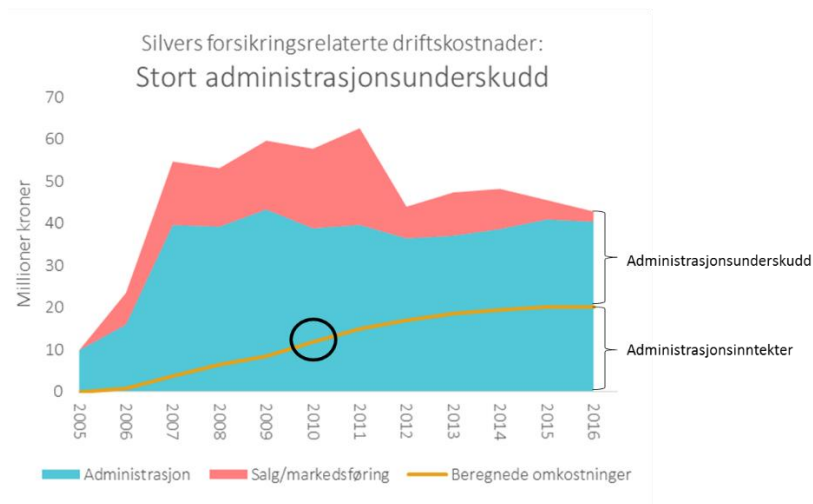
Silvers lønns- og pensjonskostnader for ledelse og styre i 2010
(millioner kroner)

Ledelse/styret	Lønn	Opptjent bonus	Andre ytelser	Pensjons-opptjening *	Total
Ledelsen	7,5	1,5	0,4	1,8	11,2
Styret	1,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Kontrollkomite	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2
Totale ytelser	8,7	1,5	0,4	1,8	12,4
Arbeidsgiveravgift	1,2	0,2	0,1	0,3	1,7
Totale ledelses kostnader	10,0	1,7	0,4	2,0	14,1

* Ekskludert kostnader for ansattes innskuddsordning. Inkluderer kun ytelsesordning for Adm.Dir

Kilde: Silver årsrapport for 2010

I sine tre første driftsår hadde Silver budsjettert med tre millioner kroner i lønnskostnader i året, men i 2008, Silvers tredje driftsår, holdt det ikke en gang til å betale lønns- og pensjonskostnadene til selskapets administrerende direktør på over fire millioner kroner. I 2009 passerte verdien av hans ytelser seks millioner kroner.



Kilde: Silvers årsregnskaper/antagelse om 0,2 prosent i gebyr i perioden

Driftskostnadene inneholdt rundt 19 millioner i salgs- og markedsføringskostnader, men selv uten denne ryggsekken mente aktuaren at Silver trengte å øke forvaltningskapitalen fra rundt syv til mellom 20 og 25 milliarder kroner for å få administrasjonsresultatet i balanse.

Silvers aktuar mente loven krevet et administrasjonsresultat i balanse. Styret var ikke overbevist og ga administrerende direktør fullmakt til å innhente en juridisk betenkning om de problemstillingene som hadde blitt reist av aktuaren.

Advokatens hovedkonklusjon var, ifølge aktuarens beretning, følgende:

Det kan ikke oppstilles et krav om at selskapets administrasjonsavsetning isolert sett må gi et positivt bidrag til selskapets resultat (heller ikke på



lang sikt), forutsatt at selskapets premier samlet sett fremstår som betryggende.

Aktuaren var uenig i advokatens konklusjon og mente at det uansett var flere momenter som pekte i retning av at Silvers inntekter ikke var betryggende:

- Selskapet manglet kritisk masse for å dekke administrasjonskostnadene. Størrelsen på den nødvendige kritiske massen hadde nesten doblet seg siden Finanstilsynets stedlige tilsyn i 2008.
- Hvis administrasjonsunderskuddet ble forventet dekket av Silvers andel av avkastningsoverskuddet, ville det kreve et stabilt overskudd. Med det lave rentenivået satte aktuaren spørsmålstegn ved hvor realistisk denne planen var. For å klare dette krevde forvaltningen en høy aksjeandel, men det ville samtidig øke volatiliteten i avkastningsresultatet (jf. 2008).
- Silver hadde forutsatt at selskapet ville konvertere 1,8 milliarder kroner i fripoliser med garanterte ytelser til investeringsvalg i 2011 og 2012. Dette ville redusere kapitalbehovet, men Silver hadde ikke tatt høyde for at lovendringen kunne ta tid, eller ikke gi det ønskede resultat for Silver¹⁴.

Aktuarforskriften påla aktuarer å melde inn sine bekymringer til styret og Finanstilsynet, men den ga også visse rettigheter. Det inkluderte retten til å *få tilgang til alle opplysninger som er nødvendige for utførelsen av arbeidet*. I etterkant av styremøtet i desember 2010 ble KPMG engasjert til å kartlegge virksomheten for å identifisere kostnadsbesparelser. I beretningen skriver aktuaren at KPMGs innspill kunne vært av verdi for betraktninger rundt selskapets kostnadsbilde, men at han ikke hadde fått tilgang til rapporten.

Silvers aktuar mente utviklingen i selskapet krevet en løpende vurdering om administrasjonsreserven burde styrkes, og at utviklingen i både kostnads- og inntektssiden ga grunn til bekymring.

Aktuarens hovedinntrykk var at Silver burde styrke egenkapitalen og vurdere endringer i forvaltningsstrategien.

Når selskapets ledelse ikke deler aktuarens bekymringer, blir det vanskelig å fortsette i jobben. Aktuar Kirkebø sendte sin beretning til Finanstilsynet 30. april 2011, og sluttet i mai. Silvers økonomidirektør og tidligere aktuar, Sverre Gulbransen, sluttet for øvrig samtidig, men ønsket ikke å kommentere årsakene til sin avgang.

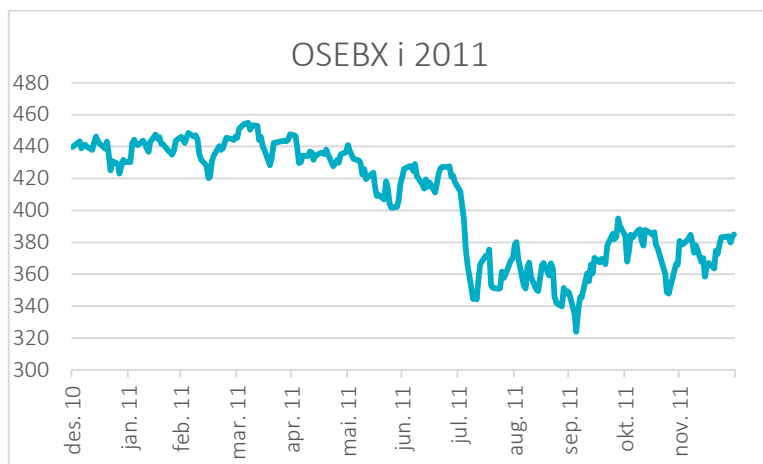
3.5.3 Finanstilsynets høstjakt på ny kapital i Silver

Silvers aktuar påpekte at forventningen om 20 prosent av meravkastningen i gode år, ikke kunne forventes å dekke nesten 100 prosent av tapene i dårlige år. Han trengte ikke vente lenge på et illustrerende eksempel.

¹⁴ Etter at myndighetene omsider åpnet for å konvertere fripoliser til investeringsvalg i september 2014, var det bare Storebrand som aktivt markedsførte muligheten. Ved utgangen av 2017 var under to prosent av den totale fripolisebestanden konvertert til investeringsvalg.



2011 ble et tungt år for Silver. Børsfallet demonstrerte, i likhet med finanskrisen i 2008, tydelig den økonomiske nedsiden for risikovillige fripoliseselskaper i et regelverk med årlig rentegaranti. Nedgangen startet i juni og fant bunnen i oktober med et fall på hele 26 prosent fra årets begynnelse. Året endte til slutt med et børsfall på rundt 13 prosent.



Kilde: Oslo Børs

Som norgesmester i høy aksjeandel, sto Silver laglig til for hugg da børskorreksjonen kom. Finanstilsynet fulgte situasjonen tett og påla livselskapene å utføre stresstester og sende inn oppdaterte tall for markedsrisiko og bufferkapital. Resultatet fra Silver fikk varsellampene til å blinke hos tilsynsmyndigheten. Den registrerte at selskapets bufferkapitalutnyttelse nesten hadde doblet seg fra 30. juni til 5. august. Finanstilsynet¹⁵ ba derfor Silver redegjøre for hvordan selskapet ville tilpasse seg for å komme på et forsvarlig risikonivå, og om det forelå planer for en kapitalutvidelse.

Dagen etter svarte Silver at kapitalutvidelsen, som under normale omstendigheter var planlagt i første halvår av 2012, var rykket nærmere. Administrasjonen hadde derfor startet planleggingen og innledet en dialog med de største eierne.

Den 12. august skrev Finanstilsynet at Silvers kapitalstatus var ytterligere forverret, og mente at det var en «betydelig risiko for at selskapet i nær fremtid ikke vil kunne oppfylle gjeldende soliditetskrav.» Silver ble anmodet om å fremskaffe en bekreftelse fra eierne om deres intensjon om å skyte inn mer kapital. I tillegg ble Silver pålagt daglige stresstestberegninger for markedsrisiko og utviklingen i kapitaldekningen.

¹⁵ Brev til Silver fra Finanstilsynet 10.8.2011: [Vedrørende selskapets stresstest per 5. august 2011](#)



3.5.4 Silvers avdramatisering

Finansavisen hadde også fått ferten av Silvers utsatte kapitalssituasjon. 20. september skrev avisen at selskapet hadde mistet bufferen i aksjefallet, og ville trenge ny egenkapital hvis aksjene falt videre. Mikkel Berg benyttet oppmerksomheten til å klage på regelverket som krevde at man solgte seg ned i fallende markeder. Han var derimot ikke bekymret for kapitalssituasjonen.

– *For øyeblikket ligger vi godt innenfor kravet om en solvensgrad på 100 prosent, og ser ikke noe behov for en emisjon på kort sikt, sa Berg til Finansavisen.*

I et leserbrev dagen etter gjentok Berg budskapet:

– *Vi har ikke behov for mer egenkapital nå. Vi trenger etter hvert mer kapital for å finansiere den sterke kundeveksten, men det har ligget i planene lenge, skrev Berg.*

Han var også misfornøyd med at Finansavisen fremstilte det som om Silver slet mer enn konkurrenter som Vital og Storebrand.

– *Silver har alltid vært åpen i forhold til pressen, og vi vil fortsette med det. Men det er litt urimelig at våre konkurrenter slipper unna med hemmelighold, og søkelyset dermed rettes ensidig mot Silver, avsluttet Berg i leserbrevet.*

Silvers markedsdirektør, Jon Haugan, hevdet også at tilførsel av egenkapital var unødvendig. I et blogginnlegg fra 21. september skrev han at *det var dumt, litt mistenkelig, og litt spesielt at de to store gigantene i norsk privat pensjonsforvaltning ikke ville svare presse og kunder om hvordan det står til med soliditeten når aksjemarkedet faller så kraftig som nå*¹⁶. I Silver hadde de imidlertid valgt å være åpne og ville fortsette med det, skrev Haugan.

Finanstilsynet var ikke enig med Bergs manglende bekymring for egenkapitalssituasjonen. I sin endelige rapport fra stedlig tilsyn 30. september¹⁷ skriver Finanstilsynet:

– *Det er Finanstilsynets oppfatning at Silver står overfor betydelige utfordringer som kan tilsa at selskapet uansett bør foreta en oppkapitalisering i inneværende år. Silver er et spesialisert fripoliseselskap og risikoen med dagens rentenivå og uro i finansmarkedene er vesentlig høyere enn for øvrige livsforsikringsselskap med et bredere produktspekter.*

I rapporten nevnes ikke aktuares beretning fra 2010, men Finanstilsynet trekker samme konklusjoner. Rapporten understreker hvor viktig det er for soliditeten at de årlige vederlagene fra administrasjonsreserven gir tilstrekkelig inntjening. Tilsynet viste til forsikringsvirksomhetsloven som sier at premienivået skal være betryggende i forhold til selskapets økonomi.

– *Silvers administrasjonsreserve er ubetryggende og innebærer, etter Finanstilsynets mening, at Silver vil måtte foreta en betydelig økning av både reserven og de beregnede omkostningene.*

¹⁶ Blogg av Jon Haugan på fripolisen.no 21.9.2011: [Bufferkapital på dagsorden](#)

¹⁷ Finanstilsynets endelige rapport fra stedlig tilsyn 30.9.2011: [Merknader - endelig rapport fra stedlig tilsyn](#)



3.5.5 Ikke si noe til kundene

Den 2. desember er Finanstilsynets tålmodighet slutt. Silver mottar et forhåndsvarsel om pålegg om kapitalinnskudd og styrking av premietariff¹⁸. I et møte mellom Silver og tilsynet 26. september hadde Silver presentert planer om å styrke egenkapitalen i 2012 med inntil 37 millioner kroner¹⁹. Finanstilsynet hadde et helt annet tall i tankene.

Tilsynet påpekte at det ennå ikke har mottatt en konkret plan for kapitalinnskudd fra Silvers styre, tross gjentatte anmodninger om å gjøre dette innen 30. oktober. Denne fristen ble senere forlenget til 11. november etter anmodning fra Silvers styreleder. Derfor vurderte Finanstilsynet å gi Silver et formelt bindende pålegg om å skyte inn 200 millioner kroner i løpet av første kvartal 2012. Brevet ble avsluttet med en påminnelse om at et eventuelt pålegg om kapitalinnskudd ikke ville blitt unntatt offentlighet.

I sitt svar fra 15. desember²⁰ skriver Silver at de ikke var umiddelbart enige i at selskapet ikke hadde utarbeidet noen «konkret plan for kapitalinnskudd.»

Selskapet tok imidlertid Finanstilsynets vurdering av pålegg til etterretning og meldte at det ville bli sendt ut innkalling til generalforsamling innen utgangen av februar 2012.

Til Finansavisen hadde Mikkel Berg hevdet at Silver alltid hadde hatt et åpent forhold til pressen. Selskapets styreleder hadde imidlertid ingen interesse av å la kundene få nyss om Finanstilsynets påleggsvurdering.

Svaret til tilsynet ble avrundet med en bemerkning om at en offentliggjøring av et eventuelt pålegg sannsynligvis ville føre til en massiv kundeflukt fra selskapet.

Styret vil avslutningsvis få bemerke at en offentliggjøring av et eventuelt pålegg om kapitalinnskudd og styrking av premietariff etter all sannsynlighet vil medføre en massiv kundeflukt fra selskapet. Det legges derfor til grunn at eventuell korrespondanse om dette unntas fra offentlighet i sin helhet»

Brev til Finanstilsynet fra styreleder Stig Grimsgaard Andersen, 15.12.2011

3.5.6 Lite dekkende bilde av situasjonen

I 2010 hadde Silvers påstander om null risiko gått under myndighetenes radar. I desember 2011 hadde imidlertid Finanstilsynet registrert at Silvers hjemmeside hevdet at *selskapet har høy kapitaldekning og bufferkapital som innebærer at Silver har*

¹⁸ Brev fra Finanstilsynet til Silver 2.12.2011: [Forhåndsvarsel - pålegg om kapitalinnskudd og styrking av premietariff](#)

¹⁹ Finanstilsynets endelige rapport fra stedlig tilsyn 30.9.2011: [Merknader - endelig rapport fra stedlig tilsyn](#)

²⁰ Brev fra Silver til Finanstilsynet 15.12.2011: [Kommentar til forhåndsvarsel – pålegg om kapitalinnskudd og styrking av premietariff](#)



en høy risikobærende evne. I brevet til Silver²¹ poengterte Finanstilsynet at Silver siden august 2011 hadde vært pålagt ekstraordinær rapportering som følge av lav bufferkapital og dertil lav risikobærende evne.

– Sett på denne bakgrunnen må informasjonen på selskapets nettsider sies å gi et lite dekkende bilde av situasjonen, skrev Finanstilsynet. Tilsynet la til at det var viktig at selskapene gir riktige opplysninger om den økonomiske stillingen slik at kunder har mulighet til å fatte beslutninger basert på korrekt informasjon.

Finanstilsynet stiller seg videre spørrende til om informasjonen på selskapets nettsider kan sies å være i overensstemmelse med lov av 9. januar 2009 om kontroll med markedsføring og avtalevilkår mv. (markedsføringsloven) §§ 2, 6 og 7 om god markedsføringskikk, urimelig handelspraksis og villedende handlinger.

Silver svarte²² at sitatet først og fremst var ment å presentere selskapets langsiktige forvaltningsstrategi som fremdeles sto fast.

– Vi ser at teksten slik den sto kunne misforstås, og har derfor endret den slik at det nå klarere fremstår som en beskrivelse av vår forvaltningsstrategi.

Silver tillot seg å bruke anledningen til å sende et stikk til sine konkurrenter:

Vi er opptatt av nøktern og korrekt informasjon i konkurransen om fripolisekundene, og har derfor ved flere tilfeller meldt våre konkurrenters brudd på flytteregler og markedsføringslov inn for de rette myndigheter. Det er vår erfaring at flere av bruddene ikke blir påtalt, og at det derfor oppstår en konkurransevridning i disfavør av selskaper som pålegger seg selv en streng praksis.

Det fremkom ikke i svaret om Silver hvor streng praksis selskapet påla seg selv.

3.5.7 118 millioner kroner ≈ 200 millioner kroner

Silver hadde ved flere anledninger vist til eiernes evne og vilje til å oppkapitalisere selskapet når det var behov for det. I 2012 var det imidlertid blitt tynt i rekken av finansieringsvillige aksjonærer. Til tross for at emisjonsprisen hadde falt fra 25 kroner i 2010 til 10 kroner, klarte Silver bare å få inn 118 millioner kroner²³. Selvaag, Grieg og aksjonærene fra Skagen sto for rundt 87 prosent av emisjonen. KLP, Odin-fondene og Arendals Fossekompani meldte pass.

²¹ Brev fra Finanstilsynet til Silver 16.12.2011: [Informasjon om Silver på selskapets nettsider](#)

²² Brev fra Silver til Finanstilsynet 20.12.2011: [Vedrørende informasjon om Silver på selskapets nettsider](#)

²³ Brev fra Silver til Finanstilsynet 6.3.2012: [Kapitalforhøyelse og derav følgende vedtektsendring](#)



Finanstilsynet måtte konstatere at styrets vedtak om kapitalinnskudd på 200 millioner kroner ikke hadde fått tilslutning på generalforsamlingen. Den 9. mars skrev Finanstilsynet at Silver fremdeles var i en utsatt situasjon, og at det ikke var grunnlag for å endre vurderingen som lå til grunn for et kapitalinnskudd på minimum 200 millioner kroner²⁴.

I sitt tilsvarende fra 26. mars²⁵ erkjente Silver at utfordringene fremover var store, men at Silver ikke nødvendigvis var svakere stilt enn de fleste øvrige livselskapene i samme marked. Etter Silvers mening tilsvarte kapitalinnskuddet på 118 millioner kroner i mars 2012 et innskudd på 200 millioner kroner i november 2011. Emisjonen på 118 millioner kroner ga en kapitaldekning og bufferkapitalutnyttelse som var betryggende og betydelig over dagens regulatoriske krav, forklarte Silver sin tilsynsmyndighet.

		15.nov		22.mar	
		Bufferkapital	Inkl 200 mill i ny EK Bufferkapital	Før ny EK Bufferkapital	Inkl 115 ny EK Bufferkapital
Kjernekapmargin før driftsres		110 618 448	310 618 448	43 293 488	158 293 488
+ Driftsresultat		-47 870 548	-47 870 548	10 437 847	10 437 847
+ Estimert langt liv avs		-15 294 521	-15 294 521	-3 819 178	-3 819 178
+ TA inntil 1 års rentegar.		75 868 000	75 868 000	82 323 805	82 323 805
+ Foreløpig tildelt avkastning til kunder		37 229 032	37 229 032	18 254 127	18 254 127
+ Kursreguleringsfond		-	-	81 298 663	81 298 663
= Bufferkapital hhv BIS og Solvens		160 550 412	360 550 412	231 788 751	346 788 751
Bufferkapital i % av total kapital		2,3 %	5,1 %	3,1 %	4,6 %
Stresstest		5,12 %	5,12 %	5,49 %	5,49 %
Bufferkapitalutnyttelse		225 %	100 %	177 %	118 %

Kilde: Vedlegg til Silvers brev til Finanstilsynet 26. mars, 2012²⁶

Silver mente at usikkerheten rundt det endelige regelverket og den nettopp avsluttede emisjonsprosessen gjorde det uhensiktsmessig å legge frem ytterligere kapitaliseringsplaner for aksjonærene.

Brevet viste istedenfor til fremtidsmulighetene:

– Men som et beredskapstiltak har selskapet styrket sin soliditet, redusert salgsaktiviteten og vil utvide virksomheten i en slik grad at selskapet er like godt rustet for fremtiden som toneangivende konkurrenter.

²⁴ Brev fra Finanstilsynet til Silver 9.3.2012: [Kapitalutvidelse i Silver Pensjonsforsikring AS](#)

²⁵ Brev fra Silver til Finanstilsynet 26.3.2012: [SILVERS KAPITALSITUASJON OG VURDERING AV STRUKTURELLE TILTAK](#)

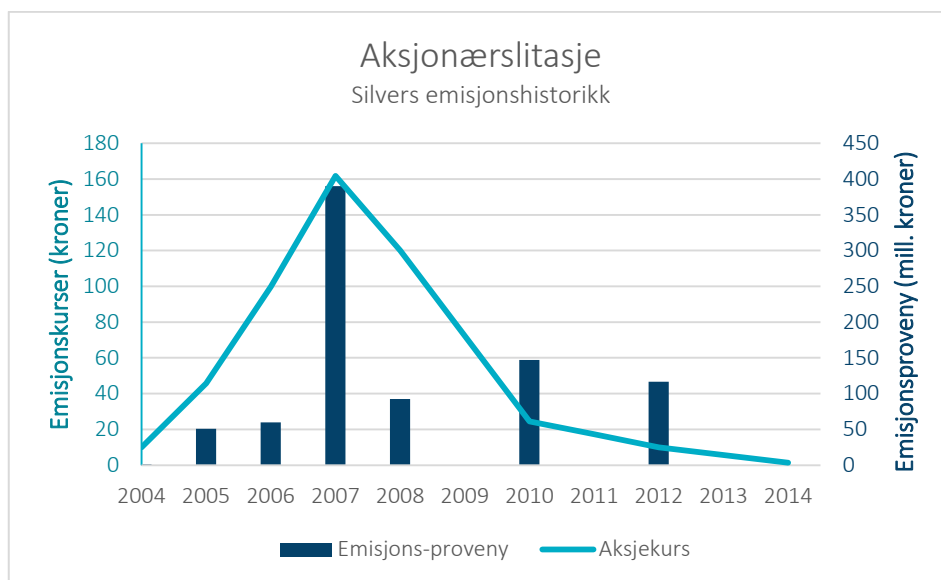
²⁶ [Vedlegg3 til Silvers brev til Finanstilsynet 26.3.2012](#)



3.5.8 Aksjonærene forlater den synkende skuta

I 2009 ble kundene fortalt at Silver hadde aksjonærer som var tro mot selskapets forvaltningsstrategi. Silvers metode var å velge den forvaltningen som var best for kunden, selv om selskapet måtte dekke tapet.

Det var kanskje en oppskrift for glade kunder, men utviklingen i Silvers aksjekurs tyder på at ikke alle aksjonærene var like entusiastiske.



Kilde: Silvers årsregnskaper, generalforsamlingsprotokoller, Dine Penger & Forbrukerrådet

Med emisjonen i 2012 hadde kursen rykket tilbake til start og pålydende verdi på 10 kroner fra selskapets stiftelse i 2004.

I annonsekampanjen i 2010, ble Oslo Pensjonsforsikring nevnt blant eierne som sto bak Silver. Selskapet som forvalter pensjonskapitalen for Oslo kommune, var imidlertid bare med på emisjonen i 2007. Da var emisjonskursen nesten 166 kroner pr. aksje, og innsatsen var 45 millioner kroner. I 2012 hadde verdien falt til 2,7 millioner kroner.

Fra 2004 til 2012 hadde Silver hentet inn over 870 millioner kroner i egenkapital. Emisjonen i 2012 verdsatte selskapet til 228 millioner kroner. To år senere kjøpe Skagen-forvalteren Kristian Falnes en aksjepost. Da hadde aksjekursen falt til 1,44 kroner. Det verdsatte Silver til bare 33 millioner kroner.

Forretningsmodellen var gått tom for aksjonærer som var tro mot selskapets forvaltningsstrategi.

3.5.9 Silver stenger nesten butikken for nye fripoliser

I februar 2012 satte DNB Liv stopp for tilflytting av nye fripoliser til selskapet. Kombinasjonen av lave renter, reservering av kapital til øket levealder og Solvens II-regelverket gjorde det ulønnsomt for DNB å lokke til seg nye fripolisekunder.



Hos Silver var det imidlertid fremdeles optimisme på fripolisenes vegne. Selv med Finanstilsynet på nakken og daglig rapportering, mente selskapet de kunne vente til januar 2013 med å stanse tilflyttingen av fripoliser. For 2012 var planen *sterkt begrenset markedsføring som gir betydelig reduksjon i tilflytting av fripoliser med rentegaranti i 2012*²⁷.

Finanstilsynet var ikke tilfreds med planen og ba Silver stanse tilflyttingen umiddelbart²⁸.

Silver imøtekom anmodningen og annonserte tegningsstopp fra 1. mai 2012. Det var likevel ingen full stopp av fripolisekranen. Til tross for den manglende lønnsomheten var Silver nemlig fremdeles bekymret for fraflytting.

- *Vi vil fortsatt tillate nåværende kunder samle sine fripoliser i Silver, for å unngå fraflytning fra selskapet*²⁹, skrev styrets leder til Finanstilsynet 16. april og antok at tilflytting av fripoliser fra nåværende kunder ville være meget begrenset.

I forhold til tidligere års vekst var kundeveksten lav, men fremdeles dryppet det inn uforvarende pensjonsmidler til fripolisespesialisten. Fra mai til desember 2012 fløt det inn 172 millioner kroner i nye fripoliseavtaler. I 2013 og 2014 kom det inn nye 186 millioner kroner.

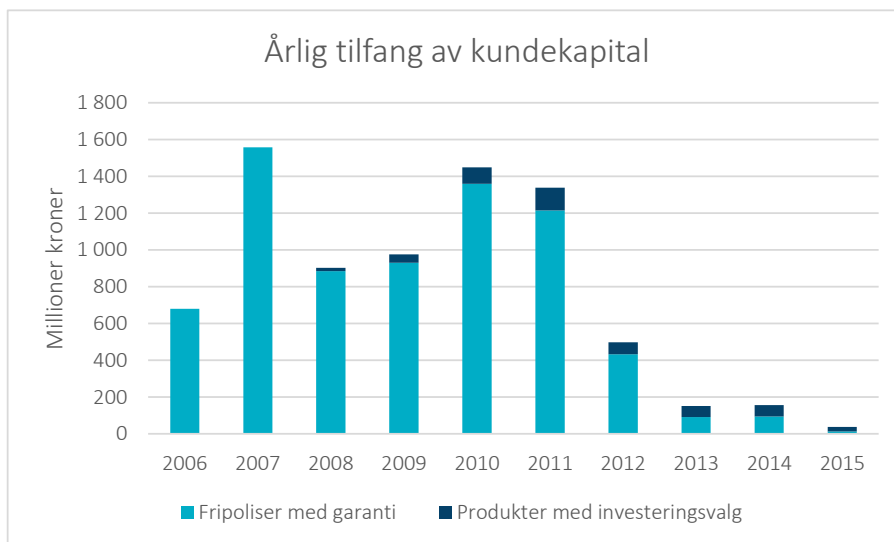
Selv med emisjonen i april var Finanstilsynet alvorlig bekymret for kapital situasjonen. Det forhindret ikke Silver fra å markedsføre pensjonskapitalbevis til nye kunder. Fasiten ble nesten 150 millioner kroner i tilgang fra 2013 til 2015. Totalt fløt det inn rundt 500 millioner kroner til Silver etter Finanstilsynets stoppsignal.

²⁷ Brev fra Silver til Finanstilsynet 26.3.2012: [SILVERS KAPITALSITUASJON OG VURDERING AV STRUKTURELLE TILTAK](#)

²⁸ Brev fra Finanstilsynet til Silver 1.4.2012: [Kapitalsituasjonen](#)

²⁹ Brev fra Silver til Finanstilsynet 16.4.2012: [Kapitalsituasjonen](#)





Kilde: Silvers årsrapporter & Forbrukerrådet

Al Capone mente han kom lenger med et vennlig ord og en pistol, enn med bare et vennlig ord. Finanstilsynets ordbruk er diplomatisk, men har sterkere virkemidler på lager for finansinstitusjoner som ikke lar seg overbevise av vennlige anmodninger.

Banksikringsloven er et av disse virkemidlene. Det ga Finanstilsynet myndighet til å iverksette nødvendige tiltak hvis det er grunn til å frykte at et selskap ikke vil klare å oppfylle sine forpliktelser eller minstekrav til ansvarlig kapital.

I brevet fra 9. mars påpekte Finanstilsynet at Silver gjentatte ganger hadde blitt bedt om å legge frem en plan for det fremtidige kapitalbehovet, men uten at det syntes å foreligge en slik plan.

– Det er Finanstilsynets vurdering at det er en forutsetning for videre drift at selskapet er i stand til å analysere kapitalbehovet, sto det i brevet til Silver³⁰.

Finanstilsynet raslet med banksikringsloven og ba styret vurdere strukturelle endringer.

Silver svarte 26. mars³¹, men hadde fremdeles intet ønske om å legge frem den etterlyste planen:

– Med bakgrunn i den usikkerheten som ligger i hvordan endelig regelverk blir, og på bakgrunn av nettopp avsluttet emisjonsprosess, ber selskapet om forståelse for at det er uhensiktsmessig å legge frem ytterligere kapitaliseringsplaner for aksjonærene nå, argumenterte Silvers styreleder Grimsgaard Andersen.

Han foreslo istedenfor å la Silver «vokse seg ut av fripoliseproblemet» gjennom en strategiendring. Planen var å kutte markedsføringsbudsjettet, stanse tilflytting av fripoliser fra 2013 og dreie virksomheten mot fripoliser med investeringsvalg. Silver skulle over tid primært bli et selskap for fripoliser med

³⁰ Brev fra Finanstilsynet til Silver 9.3.2012: [Kapitalutvidelse i Silver Pensjonsforsikring AS](#)

³¹ Brev fra Silver til Finanstilsynet 26.3.2012: [SILVERS KAPITALSITUASJON OG VURDERING AV STRUKTURELLE TILTAK](#)



investeringsvalg. Det ville medføre lavere vækst, skrev Grimsgaard Andersen, men også lavere kostnader og kapitalkrav.



3.6 2013 – 2017: Lang dags ferd mot natt

Det skulle ta mange år før finansmyndighetene satte inn nådestøtet mot Silvers aksjonærer i februar 2017. I realiteten ble imidlertid selskapet satt i sjakk matt i løpet av 2012. I fraværet av finansieringsvillige aksjonærer var det hovedsakelig bare endringer utenfor selskapets kontroll som kunne endret på Silvers skjebne.

- **En kraftig renteoppgang:** Allerede ved Silvers etablering satset selskapet på at rentenivået skulle «normalisere» seg på et høyere nivå. Etter finanskrisen gikk imidlertid renten motsatt vei til historisk lave nivåer. Et rentenivå i overkant av fripolisebransjens garanterte forpliktelser ville redusert verdien av de fremtidige forpliktelsene. Dette kunne bidratt til å gjenåpne flyttemarkedet og øket kundenes villighet til å konvertere fra de kapitalkrevende garanterte fripolisene til investeringsvalg. Dessverre for Silvers aksjonærer kom Finanstilsynet en mulig fremtidig renteoppgang i forkjøpet.
- **Fritak fra Solvens II:** Silver var ikke alene om å mene at Solvens II satte for strenge krav til soliditet. Det var imidlertid bare Silver som ikke klarte å leve med det nye regelverket. Selskapet brukte mye energi på å kritisere det nye regelverket og håpet enten å få det endret, eller å få dispensasjon. Silver hadde allerede i 2011 fortalt Finanstilsynet at de nye reglene var umulige å tilfredsstille. Det er vanskelig å se at Silver gjorde et helhjertet forsøk på å etterleve det nye regelverket.

3.6.1 Langt liv til besvær

De fleste bransjer ønsker å beholde sine lojale kunder lengst mulig. I fripolisebransjen stiller det seg litt annerledes. Den mest lønnsomme kunden er en som holder seg frisk til han pensjonerer seg, og dør kort tid etterpå. Da slipper livselskapet både å betale for uføreytelser og alderspensjon.

Fakta: Dødelighetsarv og opplevelsesrisiko

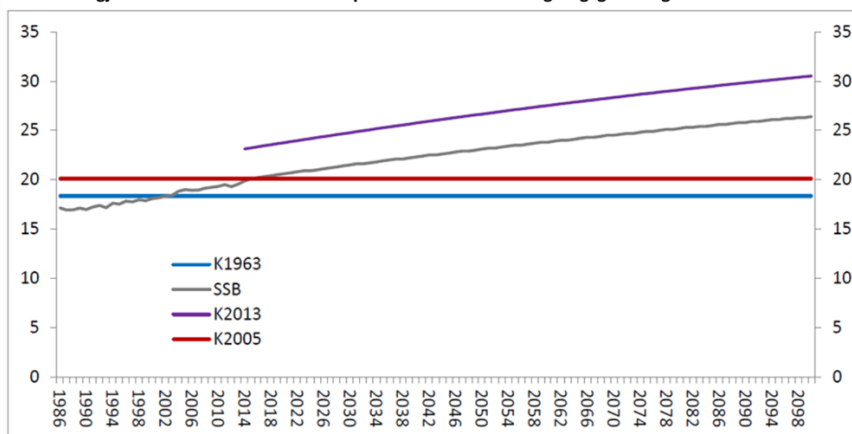
Livselskapet lover å betale kunden et årlig minimumsbeløp fra han går av med pensjon og til han går i graven. Livselskapets regnestykke baserer seg på antagelser om gjennomsnittlig levealder. Hvis kunden dør tidligere enn forventet, tilfaller hans pensjonsmidler kundefellesskapet og brukes til å finansiere utbetalingene til de som lever lenger enn forventet. På forsikringspråket kalles denne mekanismen dødelighetsarv.

Muligheten for at populasjonen lever lenger eller kortere enn forventet, kalles opplevelses- eller overlevelsesrisiko.

I det lange løp regner livselskapet med at det jevner seg ut mellom de kort- og langlivede kundene.



Forventet gjenstående levetid for kvinne på 67 år ved ulike beregningsgrunnlag



Kilde: SSB og Finanstilsynet (sakset fra Finansdepartementets utkast til arbeidsgrupperapport om forvaltning av garanterte pensjonsprodukter)

Selskapet hadde i 2014 et gjenværende oppreserveringsbehov på rundt 500 millioner kroner. Nå mente Silver at kundene og selskapet hadde sammenfallende interesser i en langvarig opptrappingsplan, siden en kort periode ville føre til en mer forsiktig investeringsstrategi.

Silver påklaget Finanstilsynets beslutning til Finansdepartementet, men svaret var fortsatt det samme. Departementet mente at en lang periode først og fremst ville bidra til å redusere Silvers egenkapitalbidrag³⁴.

Den generelle økningen i levealder var en kostbar utfordring for hele bransjen. Samtidig er det mye som tyder på at Silvers egne kunder hadde enda lengre forventet levetid enn kunder i en gjennomsnittlig forsikringsbestand.

Silvers målgruppe i privatmarkedet var datakyndige kunder mellom 40 og 65 år med høy til middels inntekt og leder- eller mellomlederstillinger i privat sektor³⁵. I den forstand var den mangeårige markedsføringskampanjen på Flytoget en demografisk inertier, siden toppledere sannsynligvis flyr oftere enn renholdsarbeidere.

Silvers målgruppe har bedre helse enn snittet av norske arbeidstakere. Det betyr lave utbetalinger for uførhet og etterlatte. Medaljens økonomiske bakside for livselskapet er imidlertid at denne kundegruppen lever lenger. Lang levetid koster livselskapet mer enn det som spares inn på god helse i forkant av pensjonisttilværelsen. Mannlige topp- og mellomledere kom på femteplass i høyest levealder blant 36 ulike yrkesgrupper³⁶.

³⁴ Brev fra Finansdepartementet til Silver 19.12.2014: [Klage på vedtak om opptrappingsplan](#)

³⁵ Fra Silvers strategidokument i perioden 2009 – 2013 utarbeidet høsten 2008

³⁶ Samfunnsspeilet 2/2016, SSB



Finanstilsynet var på stedlig tilsyn hos Silver i februar 2015. I den etterfølgende rapporten ble det stilt spørsmål om dødelighetsgrunnlaget i K2013 var tilstrekkelig på grunn av seleksjonseffektene i Silvers forsikringsbestand³⁷.

3.6.2 Konvertere seg ut av problemene

Allerede i 2004 stilte Silver følgende spørsmål: Hva ville skje hvis kundene frivillig fikk si fra seg rentegarantien og konvertere til sparing med investeringsvalg? Silver mente at ansvaret for den årlige rentegarantien førte til at livselskapene tok for lav risiko i forhold til allment anerkjente investeringsprinsipper.

I mars 2011 signaliserte Finanstilsynet at tiden var moden for å innføre endringer som ga større mulighet for langsiktig forvaltning tilpasset tidshorizonten i pensjonsforpliktelsene.

Et av forslagene var å åpne for frivillig konvertering av fripoliser til pensjonskapitalbevis med investeringsvalg. I januar 2012 overleverte Banklovkommisjonen sin utredning om fripoliser og kapitalkrav (NOU 2012:2). Der ble det foreslått å åpne for frivillig konvertering til fripolise med investeringsvalg (FMI) fra januar 2013.

Det passet bra for Silvers styreleder. I et brev til Finanstilsynet i mars 2012, foreslo han at selskapet kunne vokse seg ut av fripoliseproblemet³⁸ ved å stanse tilflyttingen av fripoliser med garanterte ytelser og dreie virksomheten mot fripoliser med investeringsvalg.

Bransjen håpet at et stort antall kunder frivillig ville gi fra seg rentegarantien mot retten til å selv bestemme forvaltningen og få de siste 20 prosentene av meravkastningen med på kjøpet. Livselskapenes oppside var betydelig. I en og samme smekk kunne de kvitte seg med den brysomme garantien og samtidig tjene mer på fripolisen i form av høyere administrasjonsgebyrer og returprovisjoner.

Fakta: Hvem tjener på konvertering?

Det er liten tvil om at fripoliseleverandørene vil tjene på konvertering til investeringsvalg hvis de slipper å kompensere kundene for rentegarantiens nåverdi. Det er derimot høyst tvilsomt om det lønner seg for kunder med høy rentegaranti.

Pengedoktoren, Agnes Bergo, skrev i 2015 en rapport for Forbrukerrådet om hvilke kunde grupper som kunne tjene på å konvertere fripolisene.

³⁷ Brev fra Finanstilsynet til Silver 6.3.2015: [FORELØPIG RAPPORT FRA STEDLIG TILSYN I SILVER PENSJONSFORSIKRING AS 5. OG 6. FEBRUAR 2015](#)

³⁸ Brev fra Silver til Finanstilsynet 26.3.2012: [SILVERS KAPITALSITUASJON OG VURDERING AV STRUKTURELLE TILTAK](#)



Hun anbefalte fripolisekundene å være forsiktige med å gi fra seg sin garanterte avkastning³⁹.

Tor Sydnes i Gabler kom til samme konklusjon i en presentasjon på fondsdagen til Verdipapirfondenes forening i 2015⁴⁰. Hvis kundene ønsker høyere eksponering mot aksjer, mente Sydnes det var andre måter å gjøre det på enn å gi fra seg den garanterte avkastningen.

Silver så lyst på kundenes konverteringsvilje i mars 2012. I brevet til Finanstilsynet mente Silver at svært mange av kundene ville være tjent med å konvertere til FMI. Allerede i 2013 regnet Silver med at ti prosent av kundene ville konvertere. I løpet av åtte år ville 35 prosent av de eksisterende kundene ha sagt fra seg garantien og flyttet til FMI.

Mikkel Berg gikk knallhardt ut mot rentegarantien i Dagens Næringsliv i november 2012⁴¹.

– Den rentegarantien er helt «useless» for kundene. Det de skal være opptatt av er om pensjonskapitalen øker.

– Hvis du tror at det langsiktige avkastningsnivået kommer over 3,6 prosent på 30 års sikt så kan du beholde den garanterte renten. Men det betyr jo at hele verdensøkonomien har klappet sammen og vi har gått tilbake til naturalhusholdning.

Bergs krystallklare råd til alle kunder under 60 år var å gå over til investeringsvalg.

Startskuddet for FMI lot vente på seg, men i september 2014 innførte myndighetene omsider det nye regelverket. På Silvers facebookside meldte selskapet at det ville være klart til å tilby eget investeringsvalg i løpet av oktober. I mars 2015 hadde Silver fremdeles ikke lansert FMI. I Dagens Næringsliv⁴² skyldte Mikkel Berg på myndighetene, som både krevde oppreservering for øket levealder og detaljerte informasjonskrav for å selge produktet. Han fortalte at Silver fortsatt ikke hadde regnet seg ferdig på hva det kostet å tilby FMI, men at planen var å tilby produktet før sommeren. Det skjedde aldri.

Kundenes mottagelse var mer lunken enn livselskapene hadde sett for seg. I realiteten var det bare Storebrand som beveget seg da startskuddet gikk høsten 2014. Det tiltrakk seg myndighetenes søkelys, som varslet om tilsyn allerede i mars 2015. Finanstilsynet ønsket å undersøke Storebrands etterlevelse av informasjonskravene ved tilbud om tegning av FMI. I sin endelige rapport i mars

³⁹ Rapport for Forbrukerrådet av Agnes Berge mars 2015: [Fripoliser uten garanti – hva er verdien på en garanti?](#)

⁴⁰ Presentasjon på fondsdagen til Verdipapirfondenes forening i 2015: [Fripoliser – bør de konverteres til investeringsvalg?](#)

⁴¹ Dagens Næringsliv 12.11.2012: 156 milliarder pensjonskroner i spill

⁴² Dagens Næringsliv 12.3.2013: Stille for Silver



2016⁴³ mente Finanstilsynet at Storebrand hadde presentert urimelig høye avkastningsforutsetninger. Det var derfor betydelig tvil om selskapet hadde overholdt sin frarådingsplikt. På et mer generelt grunnlag poengterte Finanstilsynet at konverteringen var en irreversibel beslutning, og at fripoliseinnehaveren hadde muligheten til å konvertere fripolisen på et senere tidspunkt. Forhold som kort tid igjen til pensjonsalder og høy rentegaranti kunne også tilsi at konvertering ikke ville være i kundens interesse.

Silver hadde ventet på FMI siden 2004, men kom seg aldri ut av startblokkene. Det lå en «Catch-22» i veien for Silvers redningsplan i form av det tidligere omtalte dødelighetsgrunnlaget, K2013. Forutsetningen for konvertering var nemlig at fripolisene var fullt oppreservert. Hvis Silver hadde fått bestemme, ville det tatt inntil 20 år, men selv syv år er lenge å vente for et selskap med Finanstilsynet på nakken og utålmodige aksjonærer.

Storebrand hadde løst dette problemet ved å selv fylle på det som manglet i fripolisene til konverteringsvillige kunder. Silver siktet mot å innføre FMI i løpet av andre halvdel av 2015. Selskapet ville imidlertid bare tilføre kapital til fripoliser som bedret Silvers solvensposisjon⁴⁴.

Etter tre år har under fem prosent av Storebrands fripolisekunder konvertert til FMI. Det kan tyde på at Silvers forventning om 35 prosent frivillig konvertering etter åtte år var i overkant optimistisk.

I april 2016 hadde Silvers kunder fremdeles ikke fått tilbud om FMI, men det var fremdeles en av Silvers foretrukne redningsplanker. Hvis ikke myndighetene godkjente Silvers tiltak for å løse situasjonen, så antok selskapet at utfallet ville bli offentlig administrasjon og en sannsynlig betydelig nedskrivning av pensjonsbeløpene⁴⁵.

Silvers konklusjon var derfor at *et alternativ med omgjøring til investeringsvalg vil være en attraktiv løsning for tilnærmet alle kunder.*

Silver mente at faren for nedskrivning var en vesentlig opplysning som burde legges inn som et mulig utfall i rådgivningen. Selskapet *arbeidet med et scenario* der flesteparten av kundene aksepterte tilbudet som ville bli forsterket med et tilbud om aksjer i «nye» Silver.

Finanstilsynet godtok ikke Silvers **konverter-eller-nedskriv-forslag** og mente det var problematisk både fra et fordelings- og rådgivningsperspektiv⁴⁶.

Silver manglet fremdeles 312 millioner kroner i gjenstående oppreserveringsbehov. Det tilsvarte, ifølge Finanstilsynet, 75 prosent av egenkapitalen. Hvis et selskap med svekket soliditet [les Silver] tilførte en

⁴³ Finanstilsynets merknader etter stedlig tilsyn hos Storebrand 3.3.2016: [Merknader - endelig rapport](#)

⁴⁴ Brev fra Silver til Finanstilsynet 1.6.2015: [Styrets foreløpige vurdering av Silvers planer for tilpasning til kapitalkravene under Solvens II.](#)

⁴⁵ Brev fra Silver til Finanstilsynet 29.4.2016: [Styrets vurdering av forretningsplan og videre arbeid med denne](#)

⁴⁶ Brev fra Finanstilsynet til Silver 9.5.2016: [Tilbakemelding etter møtet 3. mai 2016](#)



gruppe kunder egenkapital, kunne det føre til en forfordeling mellom kundene, innvendte Finanstilsynet.

Myndighetene poengterte i tillegg at Silver hadde betydelig egeninteresse i å konvertere kunder til FMI. Finanstilsynet hadde derfor vanskelig for å se at Silver kunne ivareta kravene til en balansert og nøktern rådgivning. Når kundene i tillegg måtte vurdere konsekvensene av en offentlig administrasjon, sto ikke lenger kundene overfor et fritt valg mellom to pensjonsprodukter. På denne bakgrunnen fant Finanstilsynet det ikke tilrådelig for foretak med svekket finansiell stilling å tilby fripolise med investeringsvalg.

I august 2016 sendte Finansdepartementet ut et høringsnotat om enkelte endringer i finansforetakslovens regler om offentlig administrasjon av forsikringsforetak. Ett av forslagene presiserte administrasjonsstyrets mulighet for å konvertere fripoliser til investeringsvalg som ledd i en overdragelse til et annet livselskap.

Det var imidlertid en annen presisering som skapte det største mediale rabalderet. Kunder med investeringsvalg ville få samme forholdsmessige reduksjon av sine forsikringskrav som kunder med garanterte ytelser, dersom et selskap ble satt under offentlig administrasjon. Det kom som en overraskelse på mange av Silvers 5.000 kunder med flyttbare innskuddspensjonsbevis. Tor Sydnes i Gabler, og senere Forbrukerrådet, anbefalte de som kunne flytte fra Silver å gjøre det mens de fremdeles hadde muligheten.

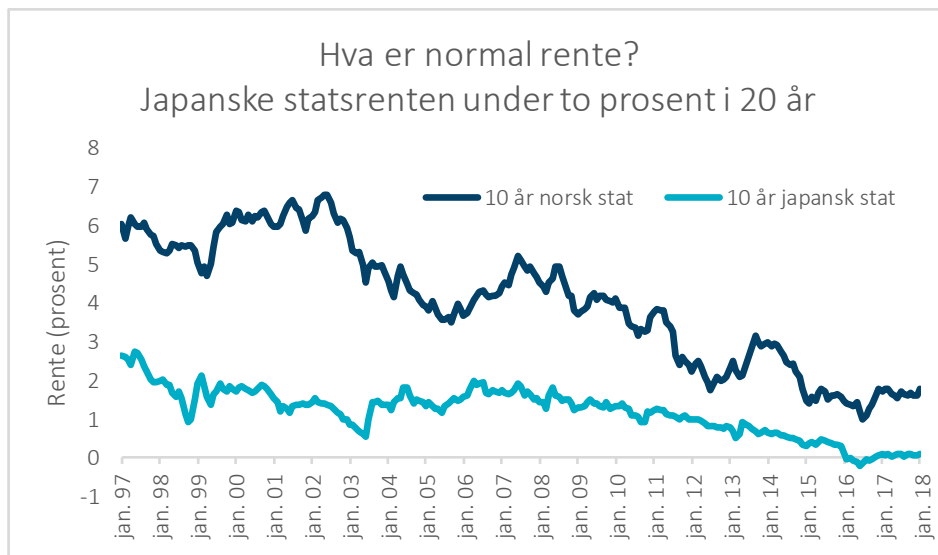
Silver kommenterte forslaget på selskapets hjemmeside. Selskapet mente at myndighetenes forslag var noe som Silver selv hadde fått avslag på så sent som i mai 2016.

– Vi foreslo en løsning der alle kunder ville bli tilbudt fripolise med investeringsvalg samtidig som vi ville etablere nye lønnsomme produkter. Dette ville legge grunnlaget for innhenting av ny kapital til Silver, slik at vi ville kunne tilpasse oss Solvens II-regelverket innen 31.12.2016. I vårt forslag ville omdanning til investeringsvalg være frivillig, og hver kunde ville fått et helt konkret tilbud med nøyte beregninger av konsekvensen ved å takke ja. Altså en langt bedre løsning for våre kunder, skrev Silver på hjemmesiden, uten å gå nærmere inn på myndighetenes begrunnelse for å avslå Silvers forslag.

3.6.3 Normalisert rentenivå

Silver kunne ikke vite at de norske og internasjonale rentene skulle falle til historisk lave nivåer i årene etter finanskrisen. Et selskap som skal garantere ytelser i opptil seksti år inn i fremtiden, burde imidlertid tatt høyde for at det kan skje. Da Silver fikk sin første kunde i 2006, hadde den japanske 10-årsrenten ligget under to prosent i åtte år.





Kilde: Norges Bank og tradingeconomics.com

«Only when the tide goes out do you discover who has been swimming naked.»

Warren Buffet

Mye tyder på at Silver glemte badebuksene sine da selskapet stupte uti det norske fripolisemarkedet i 2006. Det kunne gått bra, men det bratte fallet i rentenivået gjorde det vanskelig for Silver å skjule sin mangelfulle bekledning.

Silvers investeringsrådgiver, Øistein Medlien, ga allerede i 2006 uttrykk for at det lave rentenivået var et forbigående fenomen, og at obligasjonsrentene på lang sikt ville ligge rundt seks prosent⁴⁷.

I mars 2012 forklarte Silver Finanstilsynet at det ville bli svært krevende å egenkapitalfinansiere en forventet oppreservering for økt levealder (K2013) før man når et normalisert rentenivå⁴⁸.

Derimot viste beregninger at ved et normalisert rentenivå (3 % høyere enn i dag) vil både Solvens II og oppreservering for langt liv kunne dekkes av livbransjen, herunder Silver, uten ytterligere kapitaltilførsel⁴⁹.

10-årige norske statsobligasjoner ga 2,48 prosent i mars 2012. I desember 2015 hadde renten falt videre til 1,55 prosent. Tidevannet beveget seg i feil retning for Silver.

⁴⁷ Udatert dokument fra Silvers hjemmeside med referanse til 30.6.2006: [Silvers investeringsrådgiver Øistein Medlien i Grieg Investor gir i det følgende sine vurderinger knyttet til Silvers kapitalforvaltning](#)

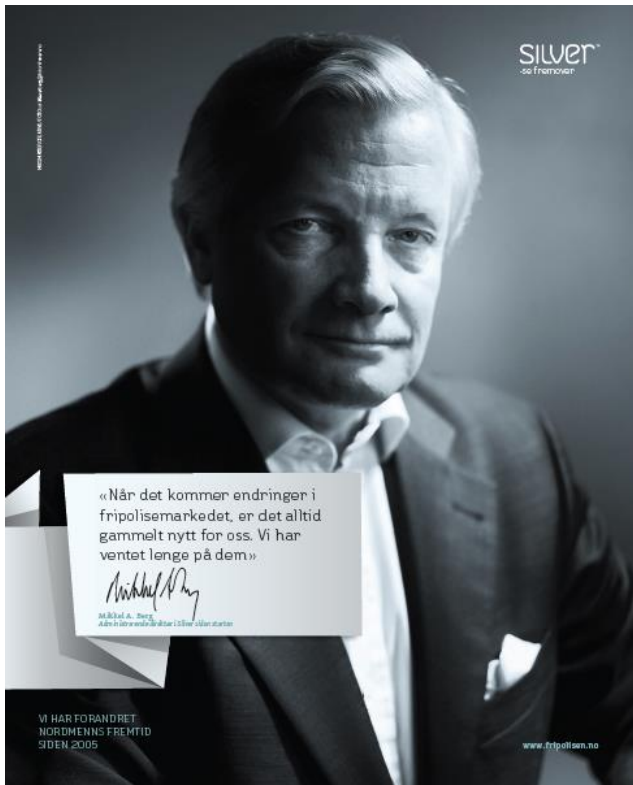
⁴⁸ Brev fra Silver til Finanstilsynet 26.3.2012: [SILVERS KAPITALSITUASJON OG VURDERING AV STRUKTURELLE TILTAK](#)

⁴⁹ Brev fra Silver til Finanstilsynet 26.3.2012: [SILVERS KAPITALSITUASJON OG VURDERING AV STRUKTURELLE TILTAK](#)



3.6.4 Solvens II får skylda

– Når det kommer endringer i fripolisemarkedet, er det alltid gammelt nytt for oss. Vi har ventet lenge på dem. I en annonse fra 2013, forteller Mikkel Berg at Silver har kontroll på det som kommer av regelverksendringer.



Kilde: Annonse i Dine Penger nummer 4, 2015

Det nye og strengere Solvens II-regelverket, som omsider ble innført i 2016, var intet unntak fra Silvers fremtidskontroll.

Styret vil understreke at vi gjennom alle år har vært innforstått med de utfordringer Solvens II-regelverket gir, både hva gjelder økningen i kapitalkrav for fripoliser og de operasjonelle utfordringene, skriver Silver i en kommentar til Finanstilsynets foreløpige rapport til stedlig tilsyn fra februar 2015⁵⁰.

Så hva er Solvens II som forsikringsbransjen hadde ventet på siden minst 2009, da direktivet ble vedtatt av EU?

– Norge har hatt et av de svakeste, om ikke det svakeste Solvens I kravet i Europa. På sett og vis er dermed norske reguleringsmyndigheter i ferd med å gå fra den «dårligste» i klassen til å bli den «beste.»⁵¹

⁵⁰ Brev fra Silver til Finanstilsynet 5.2.2015: [STYRETS KOMMENTAR TIL FORELØPIG RAPPORT FRA STEDLIG TILSYN I SILVER PENSJONSFORSIKRING AS 5. OG 6. FEBRUAR 2015](#)

⁵¹ Samfunnsøkonomisk Analyse: Rapport nr. 44-2016 (på oppdrag fra Pensjonskasseforeningen).

Fakta: Solvens II

Formålet med Solvens II var å etablere kapitalkrav som reflekterte risikoen i forsikringsforetak på en bedre måte enn i det tidligere regelverket (Solvens I)⁵².

Solvens II krever at forsikringsforetaket må ha en ansvarlig kapital som med minimum 99,5 prosent sannsynlighet, skal kunne dekke alle ikke-forventede tap i løpet av et år frem i tid. Beregningen skal minst dekke forsikrings-, markeds-, kreditt- og operasjonell risiko. Selskapene kan redusere kapitalkravet ved å investere i verdipapirer med lav risiko, men det øker sannsynligheten for at den forventede avkastningen kan bli lavere enn den garanterte.

Verdsettelse av forpliktelser til markedsverdi er en annen viktig endring. Verdien skal settes til det beløpet som et forsikringsselskap skulle betalt, om det skulle overta forpliktelsene til markedsmessige vilkår.

Forpliktelsene skal diskonteres med en risikofri rentekurve basert på markedsrenter. For fripoliser med garanterte ytelser innebærer det at et rentefall vil føre til at nåverdien av de fremtidige forpliktelsene vil øke. Når dagens rentenivå ligger godt under kundenes garanterte renter, betyr endringen at mange livselskap må tilføre egenkapital for å klare de nye kravene.

De gamle kapitalkravene i Solvens I skilte ikke mellom ulike typer av forsikringsforpliktelser. Fripoliser med garanterte ytelser hadde de samme kapitalkravene som for eksempel pensjonskapitalbevis, der det er kunden selv som bærer hele markedsrisikoen. Solvens II gir derimot ulike kapitalkrav for ulike produkter. Et livselskap med et stort innslag av innskuddspensjon får derfor et lavere kapitalkrav enn Silver, som selv valgte å spesialisere seg på fripoliser.



Kilde: Bildet viser et klipp fra en presentasjon Vitals ansvarshavende aktuar, Egil Heilund holdt i Aktuarforeningen 24.11.2011. Klippet ble brukt i Silvers brev til Finanstilsynet 26.3.2011.

Kombinasjonen av et ensidig fokus på fripoliser og ønsket om høy aksjeandel førte til at kravene til størrelsen på Silvers solvenskapital øket sterkere enn hos konkurrentene.

⁵² Beskrivelsene av Solvens II er i hovedsak hentet fra utkast til arbeidsgruppe nedsatt av Finansdepartementet: Rapport om forvaltning av garanterte pensjonsprodukter fra mars 2018.

Allerede i 2011 hadde Silver slått fast at det nye kapitalkravet ville være *umulig å oppfylle for Silver*⁵³. Samme år advarte Finanstilsynet at det var overveiende sannsynlig at Silver ville møte betydelig høyere kapitalkrav når Solvens II ble innført. Etter tilsynet i 2015 skinner det igjennom at tidens tann har slitt på Finanstilsynets tålmodighet:

*Finanstilsynet har ved gjentatte anledninger bedt selskapet om å iverksette ytterligere tiltak, herunder strukturelle tiltak, og utarbeide konkrete og realistiske planer for oppkapitalisering av selskapet. Silver har ikke imøtekommet disse henstillingene under henvisning til at selskapet må avvente en avklaring av rammebetingelsene. Finanstilsynet anser at rammebetingelsene er avklart*⁵⁴.

Finanstilsynet så på Silvers finansielle stilling som svært kritisk, og mente et vedvarende lavt rentenivå skapte betydelig usikkerhet om selskapets evne til å oppfylle sine fremtidige forpliktelser. Tilsynets beregning av Silvers forsikringsforpliktelser var hele 2,1 milliarder kroner høyere enn de bokførte avsetningene. I klartekst betyr det at Silvers reelle egenkapital var negativ med rundt 1,7 milliarder kroner. Da var ikke de negative virkningene av de vedvarende administrasjonsunderskuddene eller rentegarantiens tidsverdi tatt med i regnestykket.

Silver fikk frist til 15. august 2015 med å sende over en konkret og dokumentert realistisk plan for etterlevelse av Solvens II fra 2016. Før den tid skulle selskapet innom en mellomstasjon innen 1. juni for å sende inn sine egne beregninger av kapitalbehovet etter Solvens II.

Silver svarte at de tok tilsynets kritikk alvorlig og til etterretning, men en snarlig tilførsel av ny egenkapital lå ikke i planene⁵⁵. Silver mente det største problemet var måten Solvens II mangedoblet kapitalkravene på for fripoliser som ble forvaltet av livselskaper. Pensjonskassene slapp derimot inntil videre å innføre tilsvarende regler. Silver mente selskapet lignet mer på en pensjonskasse enn et livselskap.

Silvers styre og ledelse hadde *helt bevisst lagt ned betydelige ressurser i å arbeide for endringer i rammebetingelsene for fripoliser, og har hatt stor tro på at dette både var fornuftig og realistisk.*

Styret hadde imidlertid etter hvert forstått at de nødvendige endringene i rammebetingelser hadde blitt mindre sannsynlige. Det seneste året hadde derfor selskapet jobbet parallelt med andre tiltak, forklarte Silver i svaret til Finanstilsynet.

Silver mente det var grunnlag for å få en utsettelse av Solvens II frem til utgangen av 2017. Det skulle gi selskapet tid til å etablere en mer diversifisert

⁵³ Brev fra Silver til Finanstilsynet 22.2.2011: [Behov for regelverksendring for å hindre svært betenkelige og særnorske effekter av innføring av Solvens II-regelverket i Norge](#)

⁵⁴ Brev fra Finanstilsynet til Silver 9.3.2015: [FORELØPIG RAPPORT FRA STEDLIG TILSYN I SILVER PENSJONSFORSIKRING AS 5. OG 6. FEBRUAR 2015](#)

⁵⁵ Brev fra Silver til Finanstilsynet 27.3.2015: [Styrets kommentar til foreløpig rapport fra stedlig tilsyn i Silver Pensjonsforsikring AS 5. og 6. februar 2015](#)



virksomhet, som kunne oppnå noe av den samme dempende effekten på Solvens II som de andre livselskapene hadde.

Finanstilsynet bemerket at Silvers mangelfulle forberedelser til Solvens II var kritikkverdige, spesielt sett i lys av selskapets finansielle stilling.

Silver forsikret Finanstilsynet om at det skulle bli fart på prosjektet med å beregne kapitalbehovet etter Solvens II. Norsk Regnesentral var satt på saken, og beregningene ville bli oversendt innen 1. juni, som Finanstilsynet ønsket.

22. mai meldte imidlertid Mikkel Berg at de ikke ville klare å bli ferdige i tide. Han ønsket derfor en utsettelse til 22. juni. Historien gjentok seg en måned senere da Mikkel Berg igjen måtte forklare hvorfor han var ute av stand til å levere beregningene. Han kunne ikke anslå når Silver kunne ha betryggede tall å komme med og foreslo heller å holde Finanstilsynet ukentlig orientert om fremdriften.

Dagen før hadde Silvers styreformann gjort et SMS-fremstøt mot Finansdepartementets statssekretær, Tore Vamraak. Han forklarte at selskapet sto overfor en kritisk fase i innfasingen av Solvens II. Silver hadde hatt tett kontakt med Finanstilsynet, men *følte sterkt at denne ikke var løsningsorientert*⁵⁶.

– *Vi er et veldrevet og solid selskap under dagens regelverk, men ser nå at vi får andre rammer enn selskaper (pensjonskasser) med lignende produktporteføljer*, skrev Grimsgaard Andersen. Styrelederen ønsket et møte for å diskutere handlingsrommet rundt en mulig løsning.

Den 2. juli kom svaret på det etterlyste handlingsrommet i form av en søknad om tidsbegrenset dispensasjon fra Solvens II. Silvers styre var *kommet til den erkjennelse at å operere under Solvens II ikke var et businesscase som kan finansieres*.

Det var i grove trekk den samme konklusjonen Silver trakk i 2011 da selskapet skrev at det nye kapitalkravet ville være *umulig å oppfylle*. Silver foreslo istedenfor å få beholde sitt gamle regelverk ved å behandles som en pensjonskasse (tjenstepensjonsforetak), og ikke som et forsikringsselskap.

Etter Silvers egen vurdering oppfylte selskapet alle vilkår for å anses som et tjenstepensjonsforetak. I likhet med pensjonskasser sikret Silver alderspensjon opptjent i arbeidsforhold, og retten til denne pensjonen var opptjent som følge av en avtale mellom en tidligere arbeidsgiver og en pensjonsleverandør. En annen av Silvers fellesnevner var at pensjonskassene hadde en økende andel fripoliser i porteføljene, og at Silver i liten grad kunne avlaste kapitalkravet med annen virksomhet.

Silvers argumentasjon møtte motbør fra Banklovkommisjonen, som allerede hadde gått opp løypa rundt myndighetenes handlingsrom i 2013⁵⁷.

Silver var klar over at kommisjonen mente at tjenstepensjonsforetak må være begrenset til en arbeidsgiver, eller en begrenset krets av arbeidsgivere. Silver

⁵⁶ [SMS fra Silver til Tore Vamraak 21.6.2015](#)

⁵⁷ NOU 2013: 3



mente imidlertid at konklusjonen hverken var begrunnet eller hadde et rettslig grunnlag for å stille et slikt vilkår. Det kunne ikke være avgjørende at fripolisen senere er flyttet fra opprinnelig pensjonsleverandør, hevdet Silver i sin søknad.

Dessverre for Silver hadde ikke Finanstilsynet blitt mer *løsningsorientert* siden fripolisespesialistens appell til de høyere maktene i Finansdepartementet. I sin tilråding til Finansdepartementet 7. august viste også Finanstilsynet til Banklovkommisjonens konklusjon. Det øvrige innholdet i tilrådingen kan tyde på at Finanstilsynet, uavhengig av handlingsrom, var lite villig til å la Silver vri seg unna kravene i Solvens II⁵⁸.

Finanstilsynet påpekte at Silvers søknad først og fremst var begrunnet i *muligheten for å hente inn kapital for både å trygge nåværende virksomhet og for å tilrettelegge for å utvide virksomheten med nye produkter*. Silver mente at kapitalkravet på nærmere fire milliarder kroner gjorde det umulig å hente nødvendig kapital i markedet for å videreutvikle selskapet. Finanstilsynet pekte på at Silver hadde en betydelig utfordring i det daværende lavrenteregimet, *og at finansielle investorer uansett ville forholde seg til dette*. Mellom linjene i tilsynets forsiktige formulering skinner det klart igjennom at troen på at noen ville skyte inn egenkapital i Silver var svært begrenset, uavhengig av regulatorisk rammeverk.

Det er likevel liten tvil om at Solvens II stilte store krav til livselskap med store innslag av fripoliser. Med sitt nesten rendyrkede fripolisefokus fikk Silver servert bransjens største finansieringssmell i forhold til størrelse. EU var forberedt på at europeiske livsforsikringselskaper med store innslag av langsiktige garantier kunne få problemer. Det var derfor etablert overgangsordninger for å sukre pillen.

Deltagelse i overgangsordningen var imidlertid forbeholdt selskaper som kunne vise til signifikant fremgang mot å oppfylle kravene. Det syntes ikke Finanstilsynet at Silver hadde gjort. Uten ny tilførsel av kapital måtte Finanstilsynet vurdere om det var grunnlag for å la selskapet benytte overgangsreglene.

Finanstilsynets frist fra stedlig tilsyn for en konkret og realistisk plan for etterlevelse av solvenskapitalkravet utløp 15. august 2015. I sin søknad om dispensasjon fra Solvens II ba Silver om tilbakemelding senest i begynnelsen av august for å få tid til å gjøre ferdig planen innen fristen. Finanstilsynet ba imidlertid Silver fremlegge sine endelige vurderinger uavhengig av søknadsbehandlingen⁵⁹.

Dagen før fristen knuser Silver Finanstilsynets håp om en tidsriktig leveranse av Solvens II-planen:

I denne søknaden [dispensasjonssøknaden 2.7.2015] understreker selskapet at det er «avgjørende for selskapet å få en tilbakemelding på dispensasjonssøknaden i

⁵⁸ Brev fra Finanstilsynet til Silver og Finansdepartementet 7.8.2015: [Tilråding til søknad om dispensasjon fra Solvens II](#)

⁵⁹ E-post fra Finanstilsynet til Silver 8.7.2015: [Emne: søknad om dispensasjon](#)



begynnelsen av august». Dette for å kunne utarbeide en realistisk plan for Finanstilsynet med frist 15. august. Silver har ennå ikke mottatt svar på dispensasjonssøknaden. Styret finner det derfor nødvendig å avvente slutføring av planen til svar på dispensasjonssøknaden er mottatt⁶⁰.

Finanstilsynets beregninger⁶¹ viste at Silvers kapitalbuffer og bokførte egenkapital ville være brukt opp etter rundt syv år, hvis avkastningen ble lik dagens markedsrente. Etter rundt 30 år med det samme ville selskapet ha utbetalt alle eiendeler og dermed ikke ha midler igjen til å betale sine gjenlevende kunder.

Silver tilbakeviste Finanstilsynets tall⁶² og viste til at det var svært usannsynlig at selskapet ikke ville klare å oppnå risikofri⁶³ rente over tid. De høye kravene i Solvens II skapte, ifølge Silver, en paradoks situation hvor ønsket om å sikre kundenes rettigheter hindret at et vekstkraftig selskap kunne gå til markedet for å hente kapital.

Silver fikk vente på Finansdepartementets vedtak til 20. november⁶⁴. Departementet sluttet seg til Finanstilsynets vurdering av at kundene ikke hadde tilstrekkelig sikkerhet for å få sine avtalte pensjonsbeløp i fremtiden. Departementet var i tillegg usikker på om det var et nasjonalt handlingsrom til å unnta livselskapenes fripoliseporteføljer fra Solvens II.

Uavhengig av handlingsrom mente Finansdepartementet at det gjeldende regelverket ikke klarte å fange opp den økte risikoen som fulgte med det lave rentenivået. Solvens II reflekterte derimot verdi og risiko i garanterte langsiktige forpliktelser på en langt bedre måte. En selskapsomdefinering til pensjonskasse ville heller ikke gi en særlig langsiktig lindring for Silver. Myndighetene planla at også pensjonskassenes kapitalkrav skulle endres for å få likere rammebetingelser. Silvers søknad om en mindre kapitalintensiv tilværelse blant pensjonskassene ble derfor avslått.

Finansdepartementet ga imidlertid Silver et halmstrå å gripe etter – Silver burde få noe mer tid for å forsøke å forbedre sin kapital situasjon, eller gjøre andre grep som kunne sikre de fremtidige pensjonene. Departementet ga derfor Silver en dispensasjon fra Solvens II frem til utgangen av 2016.

⁶⁰ Brev fra Silver til Finanstilsynet 14.8.2015: [Stedlig tilsyn i Silver – vedrørende oversendelse av styrets endelige vurdering](#)

⁶¹ Brev fra Finanstilsynet til Silver og Finansdepartementet 7.8.2016: [Tilråding til søknad om dispensasjon fra Solvens II](#)

⁶² Brev fra Silver til Finansdepartementet 28.8.2015: [Søknad om tidsbegrenset dispensasjon - tilleggsinformasjon](#)

⁶³ Silvers renteportefølje bar ikke preg av å være lavrisiko. I sitt stedlige tilsyn fra februar 2015 kommenterte Finanstilsynet at Silver i løpet av 2014 hadde økt sin eksponering mot kredittrisiko gjennom å investere 500 millioner kroner i «high yield»-obligasjoner og 400 millioner kroner i greske statsobligasjoner. Finanstilsynet satte spørsmålsteget ved om sistnevnte investering var forsvarlig, særlig på grunn av en betydelig konsentrasjonsrisiko. Tilsynet bemerket at kredittrisikoen fra investeringene hverken ble fanget opp i stresstesten eller i de gjeldende soliditetskravene.

⁶⁴ Brev fra Finansdepartementet til Silver 20.11.2015: [Vedr. søknad om dispensasjon fra Solvens II](#)



Silvers styre var overrasket og skuffet over at Finansdepartementet, til tross for selskapets planer for å utvikle selskapet og departementets handlingsrom, hadde valgt å gi en kort dispensasjon⁶⁵. Avslaget gjorde det mer krevende å finne gode løsninger for kundene. Silver hadde vurdert å levere inn konsesjonen, men på grunn av usikkerheten rundt hva det ville bety for kundene, hadde styret bedt administrasjonen snu alle stener i søken etter mulige løsninger:

- Utvikle løsninger som kan redusere kapitalkravet under Solvens II
 - Tilrettelegge for omdanning til fripolise med investeringsvalg
 - Utvikle nye produktområder som gir lettelse i kapitalkravene under Solvens II
 - Søke strukturelle løsninger gjennom partnerskap
- Gå i dialog med myndighetene om utvikling av gode rammebetingelser for fripoliser, med sikte på å kunne realisere ovennevnte.

3.6.5 Nye forretningsområder

Finanstilsynet fikk jobben med å gi Silver særskilt oppfølging i dispensasjonsperioden. Finanstilsynet ba Silvers styre ta endelig stilling til tiltakene for å etterleve Solvens II i god tid før 2017 og levere en *konkret og realistisk plan for etterlevelse av kravene*⁶⁶.

I slutten av april⁶⁷ gjorde Silver det klart at det fremdeles ikke var mulig å hente inn penger hvis selskapet bare skulle fortsette den samme virksomheten. Det skyldtes at kravene til ekstra kapital var for høye i forhold til tidligere krav, og at eiernes utsikter til å oppnå positive resultater var meget beskjedne i forhold til kapitalkravene. Dette hadde blitt bekreftet av sonderinger med emisjonshus og utenlandske forsikringsselskaper som vurderte å etablere seg i Norge, forklarte Silver.

Selskapet hadde på dette tidspunktet definitivt gått tom for aksjonærer som ville gjøre det som var best for kunden, selv om de selv måtte dekke tapet.

Silvers oppskrift for å komme seg ut av uføret var derfor å finne løsninger til videre drift gjennom andre tiltak:

- Redusere kapitalkravet ved overgang til investeringsvalg og forskjellige former for reassuransing av solvenskapasitet.
- Skape lønnsomhet og diversifisering gjennom etablering av flere forretningsområder.

Silver mente denne løsningen ville være den beste måten å sikre kundemidlene på, men at det ville være vanskelig og kreve medvirkning fra både eiere, kunder og myndigheter.

⁶⁵ [Silvers facebookside 1. desember 2015](#)

⁶⁶ Brev til Silver fra Finanstilsynet 21.1.2016: [Oppfølging i 2016](#)

⁶⁷ Brev fra Silver til Finanstilsynet 29.4.2016: [Styrets vurdering av forretningsplan og videre arbeid med denne](#)



Selv om en betydelig andel kunder konverterte til FMI, antok Silver at det fremdeles ville være behov for mer kapital og for å skape bedre lønnsomhet. Den tidligere ensporede forretningsmodellen skulle derfor suppleres med personforsikring, kapitalforsikring, innskuddsbasert pensjon og nyåpning for tilflytting av pensjonskapitalbevis.

Finanstilsynets svar⁶⁸ satte en effektiv stopper for Silvers diversifiseringsstrategi. Av årsaker som er beskrevet i et tidligere avsnitt, fant tilsynet det ikke tilrådelig for et foretak med svekket finansiell stilling å tilby FMI. Finanstilsynet gjentok tidligere uttalelser om at Silver ikke kunne utvide virksomheten med andre produkter før kapitalsituasjonen var løst.

Det kan uansett settes spørsmålstegn ved Silvers evne til å tiltrekke seg nye aksjonærer og kunder. Hvorfor skulle en investor ønske å skyte inn penger i et selskap som skulle bruke eventuelle overskudd for å finansiere underskudd i en fallitterklært forretningsmodell?

3.6.6 Pensjonskapitalbevis

Silver startet som et rendyrket fripoliselskap, men i 2008 fikk selskapet et lite nytt ben å støtte seg på da selskapet lanserte produkter med investeringsvalg⁶⁹. Ved utgangen av 2011 hadde kundene flyttet rundt 280 millioner kroner av denne typen produkter til Silver.

Fakta: Pensjonskapitalbevis

Pensjonskapitalbevis er en pensjonsrettighet som stammer fra tidligere medlemskap i innskuddspensjon. Har du har vært medlem i en innskuddsbasert pensjonsordning i arbeidsforhold i ett år, får du med deg den opptjente pensjonskapitalen som et pensjonskapitalbevis når du slutter (Kilde KLP).

Fripolisemarkedet tørket inn i 2012, men Silver fortsatte sin markedsføring for å lokke til seg lønnsomme pensjonskapitalbevis. Det var et produktområde med bedagelig pris konkurranse og fravær av besværlige avkastningsgarantier.

Silver beregnet seg bare 0,2 prosent i årlig administrasjonsgebyr på fripolisene. Pensjonskapitalbevisene leverte 0,8 prosent. I tillegg vanket det returprovisjoner fra fondsforvalterne. En kunde som hadde plassert pensjonskapitalen i et dyrt aktivt forvaltet fond til to prosent, ville indirekte betalt Silver én prosent på toppen av administrasjonsgebyret.

I en annonse fra Dine Penger i 2013 fikk kundene fem gode grunner til å samle sine pensjonskapitalbevis i Silver.

⁶⁸ Brev fra Finanstilsynet til Silver 9.5.2016: [Tilbakemelding etter møtet 3. mai 2016](#)

⁶⁹ Pensjonskapitalbevis og IPA Link.



FEM GODE GRUNNER TIL Å SAMLE PENSJONSKAPITALBEVIS I SILVER:

1. **Bedre oversikt** med alt på én konto.
2. **Lave administrasjonsgebyrer** betyr mer pensjon til deg.
3. **Gebyrfritt** å bytte fond.
4. **Du trenger ingen kunnskaper.** Vi hjelper deg.
5. **Silver driver bare med pensjonskapitalbevis og fripoliser.** Ikke alt fra A til Å.

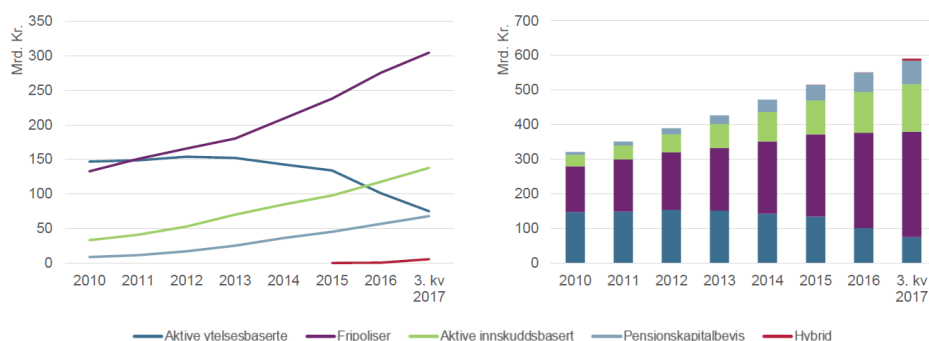


Kilde: Annonse i Dine Penger nummer 8, 2013

I 2013 var fremdeles Silvers offisielle mening at det var en fordel å være et nesten rendyrket selskap. Det er usikkert om Silver hadde lave administrasjonsgebyrer på pensjonskapitalbevis i 2013, men i 2016 lå Silver på pristoppen for kunder med over 100.000 kroner i pensjonskapital.

Pensjonskapitalbevis representerte likevel ingen kjapp vei ut av ulønnsomheten. I 2013 utgjorde markedet for pensjonskapitalbevis bare 25 milliarder kroner, mot 180 milliarder for fripoliser. Det var riktignok sterk vekst i produktsegmentet, men til tross for Silvers markedsføringsinnsats kom det, i 2013, inn bare rundt 60 millioner i nyinnflyttede kroner.

Forsikringsforpliktelse - privat kollektiv pensjon



Kilde: Finans Norge

I 2015 satte imidlertid Finanstilsynet en stopper for videre tilsig. I sin foreløpige rapport fra stedlig tilsyn⁷⁰ påpekte myndighetene at Silver burde vurdere tegningsstopp av hensyn til mulige fremtidige forsikringstakere. Styret tok hintet⁷¹ og vedtok full tegningsstopp for alle selskapets produkter, herunder pensjonskapitalbevis.

⁷⁰ Brev fra Finanstilsynet til Silver 9.3.2015: [FORELØPIG RAPPORT FRA STEDLIG TILSYN I SILVER PENSJONSFORSIKRING AS 5. OG 6. FEBRUAR 2015](#)

⁷¹ Brev fra Silver til Finanstilsynet 27.3.2015: [Styrets kommentar til foreløpig rapport fra stedlig tilsyn i Silver Pensjonsforsikring AS 5. og 6. februar 2015](#)

Silver hadde stoppet inntaket av nye pensjonskapitalbevis, men det var fremdeles fullt mulig å flytte fra Silver. I august 2016 fikk kundene en veldig god grunn til å gjøre nettopp det. Finansdepartementet sendte ut et høringsnotat⁷² om endringer i reglene om offentlig administrasjon av forsikringsforetak. Forslaget innebar blant annet en (1) presisering av at fripoliser kunne konverteres til investeringsvalg og (2) et forslag om nåverdiberegning av forsikringskontraktene og lik prosentvis nedskrivning av alle dem dersom verdiene i boet ikke dekker de samlede kravene.

Forslaget gjorde det klart at kunder med investeringsvalg risikerte å bli dratt med i fripolisedragsuget. I verste fall kunne de ende med å subsidiere fripolisekunder med høy garantert rente og lang tidshorison. De mulige konsekvensene ble behørig omtalt i finanspressen. Forbrukerrådets finanspolitiske talsmann, Jorge B. Jensen, anbefalte de 5.000 kundene med pensjonskapitalbevis å flytte til et annet selskap for å unngå å tape penger.

Silver bisto de kundene som ønsket å flytte, men samtidig ble selskapet anklaget for å tåkelegge informasjonen⁷³. I et nyhetsbrev til kundene skrev Silver at det nye regelverket gjaldt for alle pensjonsselskaper, og at det ikke var mulig å si om det var noe sted man kunne flytte for å komme unna problemet⁷⁴.

3.6.7 Flyktningsporet

Finanstilsynet hadde avvist Silvers forslag om konvertering til investeringsvalg, forlenget frist for oppreservering til langt liv og tid til å lansere nye forretningsområder⁷⁵. Silver hadde i tillegg luftet muligheten for å flytte til et EU eller EØS-land hvor Silvers portefølje kunne få slippe unna Solvens II og heller reguleres under tjenestepensjonsdirektivet.⁷⁶ Finanstilsynet lot døren stå på gløtt for en slik løsning, men bemerket at en vesentlig overdragelse av en forsikringsportefølje krevde departementets godkjenning etter tilrådning fra tilsynet. En eventuell søknad måtte vurderes konkret når den ble forelagt og med særlig vekt på kundenes interesser. Finanstilsynet presiserte at forskjeller i regulering mellom Norge og et annet land i seg selv ikke utelukket at flytting kunne godkjennes.

Dette var ikke første gang Silver hadde tatt opp muligheten for flytting til et mildere regulatorisk klima⁷⁷. Etter Finansdepartementets avslag på Silvers søknad om dispensasjon fra Solvens II, rettet Silver blikket mot Sverige. Silver mente at lignende svenske selskaper hadde fått dispensasjon fra Solvens II.

⁷² Høringsnotat fra Finansdepartementet 19.8.2016: [Enkelte endringer i reglene om offentlig administrasjon av forsikringsforetak](#)

⁷³ Dagens Næringsliv 29.8.2016: Mener Silver tåkelegger

⁷⁴ Nyhetsbrev fra Silver 25.8.2016: [Presseoppslag om Silver](#)

⁷⁵ Brev til Finanstilsynet til Silver 9.5.2016: [Tilbakemelding etter møtet 3. mai 2016](#)

⁷⁶ Brev fra Silver til FT 29.4.2016: [Styrets vurdering av forretningsplanen og videre arbeid med denne](#)

⁷⁷ DN 22.11.2015: Planlegger finansflukt til Sverige



Silver forfulgte ikke svenskesporet. Det var kanskje like greit for selskapets aksjonærer, som satte strek ved 118 millioner kroner i den siste emisjonen i 2012. De svenske kapitalkravene var nemlig betydelig strengere enn de norske Solvens I-reglene. Det bekreftet Per Jakobsson, enhetsleder for forsikringsrisiko i det svenske finanstillsynet, til Dine Penger⁷⁸:

– For de tjenestepensjonsforetakene som har unntak fra Solvens II, gjøres det en markedsvurdering av de forsikringstekniske avsetningene. Vurderingsmetoden er stort sett den samme som brukes i Solvens II-regelverket.

Før innføringen av Solvens II slapp de norske selskapene å verdsette sine pensjonsforpliktelser til markedsverdi. Det betyr mye når markedsrentene er betydelig lavere enn de garanterte rentene. Etter det stedlige tilsynet i februar 2015, mente Finanstillsynet at Silvers beste estimat av forsikringsforpliktelsene økte med 2,1 milliarder i forhold til de bokførte forsikringsmessige avsetningene⁷⁹. Det kunne også blitt regningen ved å flytte til Sverige.

Silver endte istedenfor opp med Liechtenstein som sitt foretrukne immigrasjonsmål. Det var imidlertid bare fripoliseporteføljen som skulle flyttes til det lille fyrstedømmet med flere registrerte selskaper enn innbyggere. Det var, ifølge Silver, ikke praktisk mulig å flytte selskapet innenfor de tilgjengelige tidsrammene⁸⁰.

Det ble ikke nevnt i brevet fra Silver, men den foreslåtte løsningen hadde kunnet frigjøre de rundt 400 millioner kronene som var igjen av egenkapital i Silver. Med gjøkingen (fripoliseporteføljen) ute av redet, ville Silver bare ha de bekymringsfrie investeringsvalgproduktene igjen. Det kunne for eksempel åpnet for den bebudede utvidelsen av produktsortimentet, eller en styrt avvikling med utbetaling av egenkapitalen til aksjonærene. Det er også mulig at hele eller deler av egenkapitalen ville blitt investert i det nye selskapet i Liechtenstein.

Under Silvers siste dager som selvstendig selskap, fikk myndighetene et utkast til innkalling til ekstraordinær generalforsamling fra Advokatfirmaet Thommessen⁸¹. Der ble det blant annet foreslått å gi styret fullmakt til å selge investeringsvalgporteføljen, levere inn konsesjonen og tegne aksjer i EUP.

For å illustrere betydningen av denne potensielle aksjonærredningsplanen kan vi se på et mulig utfall for en av de tre mest utholdende eierne, Grieg International. Selskapet var med på å stifte Silver og deltok i alle selskapets emisjoner bortsett fra i 2007, da aksjen var på sitt dyreste. I perioden fra 2004 til 2012 investerte Grieg rundt 63 millioner kroner i Silver. Vi forutsetter at Silver klarer å kvitte seg med

⁷⁸ Dine Penger 3.3.2017: 4 grafer som forklarer Silvers sammenbrudd

⁷⁹ Brev fra Finanstillsynet til Silver 6.3.2015: [Foreløpig rapport fra stedlig tilsyn i Silver Pensjonsforsikring AS 5. og 6. februar 2015](#)

⁸⁰ Brev fra Silver til Finanstillsynet 23.9.2016: [Nærmere redegjørelse for løsningen det nå jobbes med](#)

⁸¹ Vedlegg fra Advokatfirmaet Thommessen til Finansdepartementet 14.2.2017: [Innkalling til ekstraordinær generalforsamling i Silver Pensjonsforsikring AS](#)



fripoliseporteføljen, selger produktporteføljen med investeringsvalg, avvikler selskapet og betaler ut egenkapitalen til aksjonærene. Vi tar utgangspunkt i egenkapitalen ved utgangen av 2015 på 420 millioner kroner. Griegs andel er 59 millioner kroner. Det gir et tap på fire millioner kroner. Ingen gullkantet investering, men bedre enn å tape alt i en offentlig administrasjon hvor egenkapitalen istedenfor ville tilfalt forsikringskundene. Som Silvers finansielle rådgiver i hele selskapets levetid, har Grieg i tillegg fakturert Silver for sine tjenester.

Grieg International: mulig utfall ved vellykket flytt til Liechtenstein

	2004	2006	2008	2010	2012	Total	Andel av EK 2015	Tap
Investering (mill. kr.)	0,2	19	8	12	24	63	59	(4)
Eierandel	20 %	23 %	8 %	8 %	14 %		14 %	

Kilde: Silvers årsregnskaper og Forbrukerrådet

Silver opplyste at den overtagende virksomheten var i en prosess med å innhente konsesjon for å kunne overta fripolisene. Siden fripoliser med norske regler var et lite kjent produkt i europeisk sammenheng, fordret dette en *eksplicit godkjenning fra hjemlandets tilsynsmyndighet*⁸², skrev Silver. Bak det nye selskapet sto det et konsortium av investorer med solide sveitsiske og svenske finansinstitusjoner som primære kapitalgivere. Brevet signaliserte at også Silvers hovedaksjonærer ville bidra med kapital i prosessen.

Etableringen ble gjort uavhengig av Silver, men Silvers styre var informert og gjort kjent med de vesentligste forhold. Overtagelsen forutsatte at mottagerlandet ville godkjenne at det nye selskapet ble underlagt tjenstepensjonsdirektivet. Det ville, ifølge Silver, muliggjøre en effektiv aktivallotering i forvaltningen.

Den 14. november slapp Silver katten ut av sekken:

*– Endelig kan vi opplyse om at vi er på vei til å få på plass en løsning i Liechtenstein som vil sikre og trygge kundenes pensjoner for fremtiden*⁸³.

Løsningen bygget på *en forretningside om å kombinere Liechtenstein og Sveits sin posisjon som et europeisk finanssentrum med Nordens ledende posisjon innen digitalisering av finansielle tjenester.*

Silver tok forbehold om godkjenning fra finanstilsynene i Norge og Liechtenstein. Silver mente imidlertid at de norske myndighetene hadde kjent til planen lenge, og hadde oppmuntret dem til å se mot et annet EU/EØS-land. Selskapet forventet derfor at myndighetene ville medvirke til gjennomføringen.

Finanstilsynets korrespondanse med Silver i forkant av lanseringen kan tyde på at ikke myndighetene var like velinformerte og oppmuntrende som Silver antydte. I et brev fra slutten av september⁸⁴ etterlyste Finanstilsynet mer

⁸² Brev fra Silver til Finanstilsynet 23.9.2016: [Nærmere redegjørelse for løsningen det nå jobbes med](#)

⁸³ [Fripolisen.no 14.11.2016](#): Mot løsning for Silvers kunder

⁸⁴ Brev fra Finanstilsynet til Silver 27.9.2016: [Nærmere redegjørelse](#)



konkret informasjon om forhandlingspartner og løsningen det ble forhandlet om. Tilsynet fant det på sin plass å understreke at Silver pliktet å gi alle opplysninger som tilsynet krever.

I neste brev, fra 20. oktober, hadde Finanstilsynet forstått det slik at styret i Silver arbeidet med en søknad om *porteføljeoverførsel til det nyopprettede selskapet EUP i Liechtenstein. En slik søknad forutsetter imidlertid at en rekke forhold blir avklart, herunder at EUP får konsesjon fra myndighetene i Liechtenstein til å overta de aktuelle forsikringsforpliktelsene.*

Silver hadde tidligere anklaget Finanstilsynet for å være lite løsningsorientert, men heller ikke finansmyndighetene i Liechtenstein lot seg overbevise av Silvers argumentasjon. Finanstilsynet i Liechtenstein sendte et brev til EUP 9. desember. Konklusjonen var at selskapets manglende tilknytning til arbeidsgiver eller sponsor utelukket konsesjon som tjenestepensjonsforetak etter reglene i Liechtenstein⁸⁵. FMA anså heller ikke at selskapet oppfylte kriteriene for at et livsforsikringsforetak kunne drive etter overgangsreglene for tjenestepensjonsvirksomhet.

Dine Penger kontaktet Finanstilsynet i Liechtenstein (FMA) for å høre om det der var mulig å operere under mindre strenge solvenskrav enn i Norge⁸⁶. Det ble kategorisk avvist av Beat Krieger, kommunikasjonsdirektør for finanstilsynet i Liechtenstein. – *Det er derfor intet alternativ å flytte en pensjonsportefølje til Liechtenstein hvis formålet er å slippe unna strengere solvenskrav*, svarte Krieger, som uttalte seg på generell basis. Han understreket at begge landene var medlemmer av EØS, og at forsikrings- og pensjonsselskaper var underlagt de samme regulatoriske regimene i begge land.

Utløpet av Silvers dispensasjonsperiode fra Solvens II nærmet seg, uavhengig av Silvers flytteplaner. Silver søkte derfor om utsettelse til 31. mars, 2017 for å *slutføre konsesjonsprosessen i Liechtenstein og søknaden om porteføljeoverdragelse på en forsvarlig måte*⁸⁷.

20. desember fikk Silver utsettelse til 15. februar. Dersom selskapet i rimelig tid før utløpet kunne dokumentere vesentlig fremdrift, ville departementet være innstilt på å forlenge fristen til 31. mars⁸⁸.

Finansdepartementet poengterte imidlertid at søknad om konsesjon i Liechtenstein enda ikke var sendt. De norske myndighetene kunne ikke godkjenne overdragelse av porteføljen før det nye selskapet hadde fått konsesjon. Fra november 2016 overtar Advokatfirmaet Thommessen rollen som brev- og søknadsskriver for Silver.

⁸⁵ Brev fra Finanstilsynet til Advokatfirmaet Thommessen AS 15.2.2017: [Vedr søknad om utsatt frist for oppfyllelse av kapitalkrav](#)

⁸⁶ Dine Penger 3.3.2017: 4 grafer som forklarer Silvers sammenbrudd

⁸⁷ Brev fra Finansdepartementet til Advokatfirmaet Thommessen AS 20.12.2016: [Vedr. søknad om forlengelse av dispensasjon](#)

⁸⁸ Brev fra Finansdepartementet til Advokatfirmaet Thommessen AS 20.12.2016: [Vedr. søknad om forlengelse av dispensasjon](#)



En foreløpig søknad om konsesjon i Liechtenstein ble sendt 30. desember. Den inneholdt en endring i forhold til forslaget som Liechtensteins myndigheter avviste 9. desember. Nå skulle ikke lenger det nye selskapet bare huse Silvers portefølje. Forretningsplanen var endret slik at EUP skulle ta imot pensjonsporteføljer fra ulike europeiske tilbydere av tjenstepensjon⁸⁹. Silvers portefølje og fripoliser var ikke en gang nevnt i søknaden⁹⁰, men EUP søkte fremdeles primært om å defineres som et tjenstepensjonsforetak. Finanstilsynet syntes det var underlig at Silver ikke var nevnt i oversendelsesbrevet, men Advokatfirmaet Thommessen mente det ikke var naturlig siden EUP hadde fått et bredere europeisk perspektiv enn bare Norge. Det var også grunnen til at Silver ikke kunne sende all korrespondanse med FMA til det norske Finanstilsynet⁹¹

Den 2. februar sendte Advokatfirmaet Thommessen søknad om forlenget frist frem til 31. mars. Silvers advokat mente det har vært vesentlig fremdrift i prosessen og hevdet at FMA bare hadde et utestående forhold med behov for avklaring. FMA hadde, ifølge Thommessen, fått *inntrykk av at norske myndigheter ville stille spesifikke krav til konsesjonsvilkårene i Liechtenstein som vilkår for å tillate en porteføljeoverføring fra Silver til EUP*. I den forbindelse ba derfor FMA det nystiftede selskapet om å legge til rette for at det norske Finansdepartementet og FMA kunne *møtes direkte for å avklare det utestående spørsmålet*.

Myndighetenes og Silvers versjoner av hendelsesforløpet lar seg vanskelig forene. Den 14. februar gjorde Thommessen et nytt fremstøt som skulle vise at prosessen hadde gjort vesentlige fremskritt⁹². Det ble beskrevet i den Selvaag-sponsede boken, *Det store pensjonsranet*⁹³.

I bunken av dokumenter lå blant annet erklæringer fra LGT og Swiss Life som bekreftet at de var rede til å gå inn som store eiere i EUP.

Det er mulig at Silver leste mellom linjene, men det står ingenting om eierskap i erklæringene fra hverken LGT eller Swiss Life. De ser derimot frem til et langsiktig strategisk samarbeid som henholdsvis forvalter og reassurandør:

Based on LGT CPs experience with institutional investors and its long-term commitment to the pension market in the Nordic region, LGT would appreciate an opportunity to engage into a long-term cooperation with EUP as their asset manager. Our senior management team is committed to engage into a strategic relationship with EUP. In particular, we would like to confirm our intent to bring into this strategic partnership the best of

⁸⁹ Brev fra Finansdepartementet til Advokatfirmaet Thommessen 15.02.2017: [Vedr søknad om utsatt frist for oppfyllelse av kapitalkrav](#)

⁹⁰ Brev fra Thommessen til FD 2.2.2017: [Oppfølging tidligere vedtak mv.](#)

⁹¹ Brev fra Thommessen til FD 2.2.2017: [Oppfølging tidligere vedtak mv.](#)

⁹² Brev fra Advokatfirmaet Thommessen til Finansdepartementet 14.2.2017: [Oppfølging tidligere vedtak mv.](#)

⁹³ «Det store pensjonsranet» av Jon Gangdal, Kagge Forlag, 2018. Denne boken ble utgitt i april 2018 og er delfinansiert av Selvaag Invest, som også var aksjonær i Silver.



our asset management expertise and our long-term commitment to EUP/Silver and its clients⁹⁴.

Swiss Life would appreciate the opportunity to engage into a strategic partnership with EUP. In particular, we would like to confirm our strong interest in insuring the biometric related risks (i.e. death, disability, and longevity) from EUP. From our perspective, we believe that the current set-up of the EUP represents a viable business model for de-risking pension schemes at a European level and subsequently our interest extends beyond our commitment towards EUP/Silver and its insured members⁹⁵.

Finansdepartementet klarte heller ikke å tolke brevene som investeringsløfter:

– *Det er ikke dokumentert noen forpliktende tilsagn fra investorene om omfang og eventuelle forutsetninger for planlagte kapitaltilskudd⁹⁶.*

De norske myndighetene kjøpte ikke Silvers påstander. Finansdepartementet hadde ikke sett annen dokumentasjon av FMAs vurdering enn brevet fra 9. desember og avviste derfor at det kun var en avklaring fra norske myndigheter som gjensto i saken⁹⁷. Departementet mente det ikke var dokumentert vesentlig fremdrift, og at det var sendt en foreløpig søknad som ikke samsvarte med vurderingene til myndighetene i Liechtenstein. Det var derfor *vanskelig å se at det er realistiske utsikter til en løsning i spørsmålet om konsesjon for EUP i Liechtenstein*. Finansdepartementet sendte derfor ballen videre til Finanstilsynet for en vurdering om Silver skulle settes under offentlig administrasjon.

Departementet trengte ikke vente lenge på Finanstilsynets svar. Dagen etter, 16.2.2017, anbefalte tilsynet å sende Silver inn under det offentliges vinger⁹⁸. Finanstilsynet viste blant annet til at Silver hadde rapportert en negativ ansvarlig kapital på to milliarder kroner pr. 30. september 2016.

– Ved å la Silver fortsette sin virksomhet, er det stor fare for skjev fordeling mellom kunder ved at det fortsatt utbetales fulle ytelser til eksisterende pensjonister, mens fremtidige pensjonister får avkortet sin pensjon.

Silvers advokat gjorde et siste forsøk på å redde Silver i et brev den 16. februar til Finansdepartementet. Silver mente at offentlig administrasjon ville svekke kundene i betydelig grad, og foreslo ytterligere tiltak som ville sikre oppfyllelse av Solvens II uten flytting til Liechtenstein. Det kunne være full reassurans av fripoliseporteføljen, salg av fripolisebestanden eller iverksettelse av konvertering til investeringsvalg.

⁹⁴ [Vedlegg 5 i Advokatfirmaet Thommessens brev til Finansdepartementet 14.2.2017](#)

⁹⁵ [Vedlegg 4 i Advokatfirmaet Thommessens brev til Finansdepartementet 14.2.2017](#)

⁹⁶ Brev fra Finansdepartementet til Advokatfirmaet Thommessen 15.02.2017: [Vedr søknad om utsatt frist for oppfyllelse av kapitalkrav](#)

⁹⁷ Brev fra Finansdepartementet til Advokatfirmaet Thommessen 15.02.2017: [Vedr søknad om utsatt frist for oppfyllelse av kapitalkrav](#)

⁹⁸ Brev fra Finanstilsynet til Finansdepartementet 16.2.2017: [Silver Pensjonsforsikring AS – tilråding om offentlig administrasjon](#)



I tillegg mente Silver at de nye kapitalkravene påla så omfattende nye forpliktelser, at det ville være i strid med Grunnlovens regler om innføring av lover med tilbakevirkende kraft.

Den 17. februar 2017 var det omsider slutt for Silver-aksjonærenes fripoliseeventyr. Finansdepartementet gjorde kort prosess med selskapets siste forsvarslinje og slo fast at det var åpenbart at ingen av tiltakene var egnet for å sikre oppfyllelse av Solvens II:

- Kostnaden for reassuranse ville være svært høy fordi den underliggende risikoen i porteføljen avgjorde prisen.
- Det var urealistisk at Silver kunne selge sin fripolisebestand i markedet uten å redusere ytelsene.
- Det var ikke mulig for Silver å tilby konvertering fordi det forutsatte at kundene hadde et reelt valg. Finanstilsynet hadde avvist denne løsningen i 2016, og Finansdepartementet så ingen grunn for å vurdere det annerledes i 2017.
- Departementet avviste Silvers påstand om at kundenes interesser ville bli svekket i vesentlig grad. Kundene ville få fortrinnsrett i alle foretakets aktiva. Det var eierne som ville tape på en offentlig administrasjon fordi egenkapitalen ville benyttes til å dekke kundenes krav.

Finansdepartementets konklusjon var at vilkårene for å sette Silver under offentlig administrasjon var oppfylt⁹⁹:

– Foretaket oppfyller ikke kapitalkravene, og har heller ikke lagt frem en realistisk plan for oppfyllelse av kapitalkravene.

I etterkant av Silvers umyndiggjøring fortsatte kampen om historiens dom. Tre tidligere styremedlemmer¹⁰⁰ brukte nettstedet fripoliseforeningen.no og tradisjonelle nyhetsmedier til å legge frem sin versjon av saken. Silver-trioen hevdet at:

For Finanstilsynet og Finansdepartementet var ikke problemet at vi var for langt unna en løsning. Vi var for nær. En flytting av Silvers fripoliseportefølje til EUP AG i Liechtenstein kunne utløse et ras av tilsvarende utflyttinger. En slik massiv utflytting ville dokumentert for all verden hvilken slett jobb norske myndigheter gjorde ved innføringen av Solvens II¹⁰¹

⁹⁹ Finansdepartementet 17.2.2017: [Vedtak om offentlig administrasjon](#)

¹⁰⁰ Rune Fløgstad (Selvaag), Stig Grimsgaard Andersen (styreleder i Silver og Grieg) og Åge Westbø (Skagen-gründer).

¹⁰¹ Brev på fripoliseforeningen.no 23.2.2017: [Nyhetsbrev fra SILVERS tidligere styre og hovedeiere](#)



Silvers tidligere styreleder hevdet i Dagens Næringsliv *at det eneste som manglet i Liechtenstein-løsningen var et oppklarende møte mellom myndighetene i Norge og Liechtenstein*¹⁰².

Det ble kategorisk avvist av statssekretær i Finansdepartementet, Tore Vamraak. Han svarte at Silver hadde skyldt på myndighetene i flere år. Det var nå på tide at det tidligere styret og ledelsen selv tok ansvar for situasjonen de hadde satt kundene sine i¹⁰³:

– Finansdepartementet har ikke blitt kontaktet av myndighetene i Liechtenstein om et møte, formodentlig fordi norske myndigheter ikke har noen rolle i konsesjonsbehandlingen som finner sted i Liechtenstein. Vi anser ikke opplysninger inntatt i et referat skrevet av en rådgiver for et selskap i Liechtenstein, videreformidlet til Silver og vedlagt et brev fra Silver til Finansdepartementet, som en «direkte henvendelse» fra myndighetene i Liechtenstein. Hadde myndighetene i Liechtenstein ønsket et møte med norske myndigheter, kunne de ha kontaktet oss direkte. Det har de ikke gjort.

3.6.8 Fortellingen om to alternative virkeligheter

Silver hadde vært i Finanstilsynets kritiske søkelys siden 2011. Silver mente hovedproblemet var Solvens II-regelverket som innførte kapitalkrav det ville være umulig å etterleve. Etter Silvers søknad om dispensasjon fra Solvens II i juli 2015, sendte Finanstilsynet en tilråding til Finansdepartementet i august. Den etterlot liten tvil om hva tilsynet mente om Silvers kapitalsituasjon

– Uavhengig av regulatorisk rammeverk, er det Finanstilsynets vurdering at det er et sterkt behov for å styrke kapitalbehovet i foretaket.

Finanstilsynet viste til at det gjeldende solvenskapitalkravet var svært lavt for et selskap som hadde gitt avkastningsgarantier som strakk seg flere tiår frem i tid, og som lå betydelig høyere enn det gjeldende rentenivået. Til tross for at Silver oppfylte det gjeldende regelverket var selskapet i en svært kritisk situasjon, skrev Finanstilsynet i tilrådingen, som på dette tidspunktet var unntatt offentlighet.

I nyhetsbildet var det derfor Silvers versjon av virkeligheten som fikk feste seg.

– Vi er et godt og veldrevet selskap med sunn økonomi i dag, fortalte Silvers styreleder til Dagens Næringsliv i august¹⁰⁴.

I oktober 2015 var en av Silvers storaksjonærer, Elisabeth Grieg, på banen med et leserinnlegg i Dagens Næringsliv¹⁰⁵. Hun var bekymret for den usikkerheten myndighetenes *bokstavtro oppfølging av et EU-direktiv* hadde skapt for kundene. Det var nesten ikke mulig å forklare hvorfor norske myndigheter kunne vurdere

¹⁰² Dn.no 23.2.2018: Langer ut mot norske myndigheter

¹⁰³ Dn.no 23.2.2018: Langer ut mot norske myndigheter

¹⁰⁴ Dagens Næringsliv 3.8.2015: – Ingen konkurranse om pensjon

¹⁰⁵ Leserbrev i Dagens Næringsliv av Elisabeth Grieg 15.10.2015: Pensjonene må være trygge



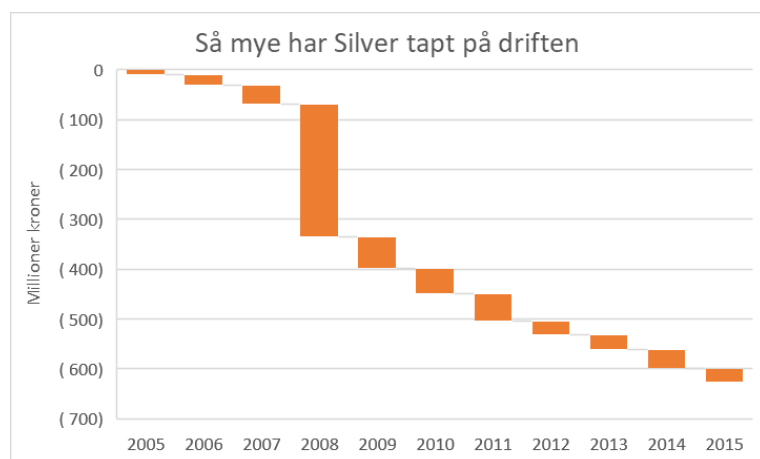
å avvikle Silver fra januar 2016. Normalt sett ville hun blant annet *presentert de økonomiske resultatene, med emisjonene som har sikret en bunnsolid egenkapital og avkastningen som har kommet kundene til gode.*

Det er tvilsomt om Silver på dette tidspunktet kunne beskrives som bunnsolid. Et selskap på bransjens soliditetsbunn ville vært en mer rettvise karakteristikk. De økonomiske resultatene som Grieg ønsket å presentere, vitnet heller ikke om et selskap med et solid fundament.

Fakta: To regnskap

Livsforsikringssekskapenes resultatregnskap består av to deler. Den første kalles det *tekniske regnskapet* og kan forenklet kalles for driftsregnskapet. Den andre delen kalles for det ikke-tekniske regnskapet. Her ligger avkastningen fra selskapsporteføljen, hvor 100 prosent tilfaller selskapet med mindre det ikke klarer å oppfylle rentegarantien. Da går, forenklet sagt, avkastningen til å dekke den eventuelle mindreakstningen i kollektivporteføljen.

Silvers tekniske regnskap har gått i minus siden starten i 2005. Driften har kostet selskapet over 600 millioner kroner.

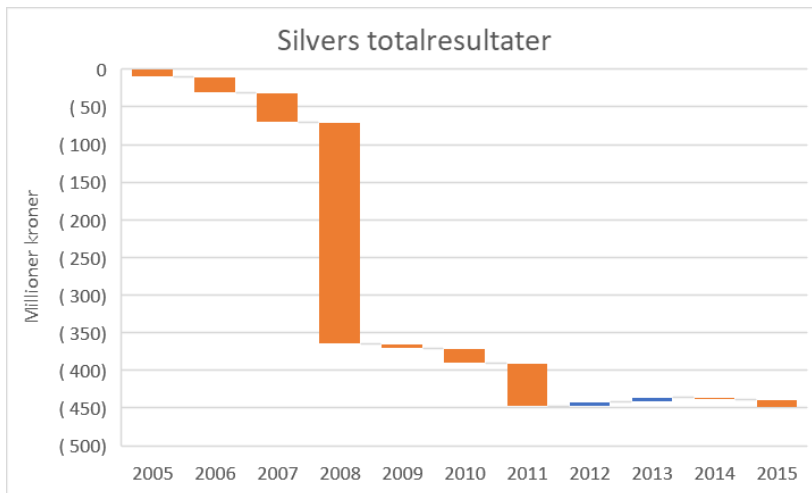


Kilde: Silvers årsregnskaper, Dine Penger & Forbrukerrådet

Årsregnskapet viser imidlertid et litt lysere bilde takket være inntektene fra selskapets egen investeringsportefølje.

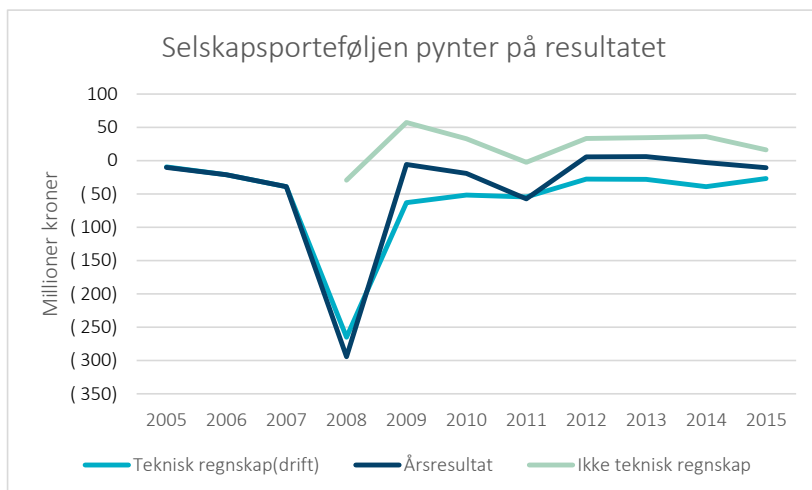
Silver hadde 450 millioner kroner i selskapsporteføljen i 2015. Det tilsvarer grovt sett selskapets bokførte egenkapital på 420 millioner kroner. Selskapet slipper i teorien å dele avkastningen fra selskapsporteføljen med kundene, men siden driften har gått i minus har avkastningen blitt brukt til å subsidiere driften.





Kilde: Silvers årsregnskaper, Dine Penger & Forbrukerrådet

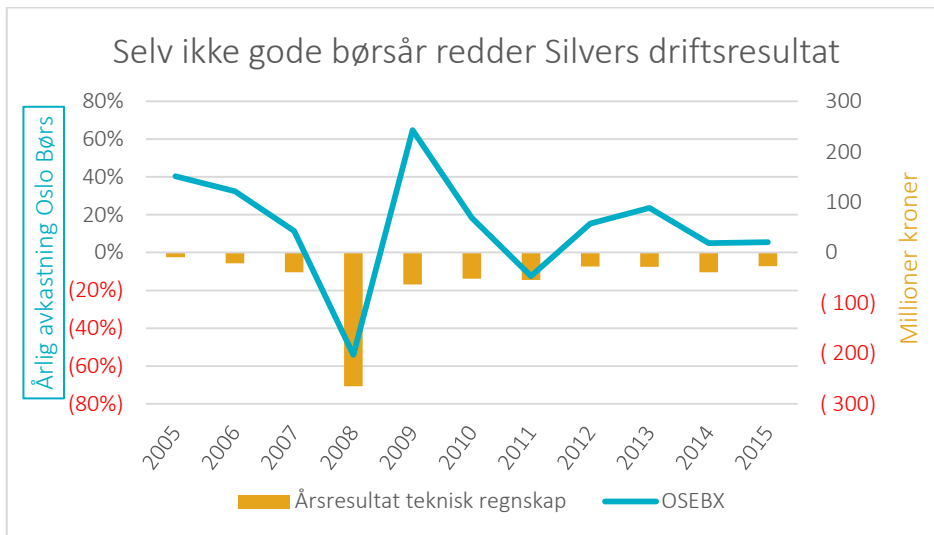
Det styrker det bokførte totalresultatet, men selv med avkastningen fra selskapsporteføljen har Silver tapt 450 millioner kroner etter Solvens I-regelverket.



Kilde: Silvers årsregnskaper & Forbrukerrådet

Livselskapene har krav på 20 prosent av avkastningen utover minstegarantien. Med Silvers store administrasjonsunderskudd og avsetninger til langt liv ga selv ikke gode år på børsen nok inntekter til å sende driftsresultatet i pluss.





Kilde: Silvers årsregnskaper, Forbrukerrådet, Oslo Børs

Silvers regnskaper vitner hverken om *bunnsolid egenkapital* eller *sunn økonomi*.

Dagens Næringslivs nyhetsredaksjon hadde gitt Silver mange anledninger til å fremme sitt syn gjennom selskapets livsløp. I lederen etter vedtaket om offentlig administrasjon var det imidlertid lite sympati å spore for den tidligere ledelsens *ramsalt[e] kritikk av myndighetene*¹⁰⁶:

Kombinasjonen av økt levealder, lave renter og pensjonskontrakter som gir kundene rett til en garantert avkastning, er et regnestykke som ikke kan gå opp. Fripoliser, produktet som var bærebjelken i Silvers virksomhet, er ikke bare ulønnsomt, det er også uselgelig. Når andre livselskaper har greid seg bedre enn Silver, er én årsak at de har flere ben å stå på.

Om Silvers kunder er ofre, er de først og fremst ofre for en feilslått forretningsmodell.

¹⁰⁶ Dagens Næringsliv 21.2.2017: DN mener: Hvis Silvers kunder er ofre, er de ofre for en feilslått forretningsmodell



4 Tapte kundene penger?

Forbrukerrådets beregninger indikerer at Silvers kunder tapte opptil tolv prosent av pensjonsgarantiens markedsverdi sammenlignet med det kundene fikk overført til investeringsvalg hos Storebrand¹⁰⁷. Størrelsen på tapene avhenger i første rekke av alder og rentegarantiens nivå. På den annen side fikk flertallet av Silvers kunder med seg større verdier til Storebrand enn de ville gjort ved en frivillig konvertering til investeringsvalg. Avhengig av alder, nivå på den garanterte renten og levealdersjustering fikk kundene opptil 60 prosent høyere pensjonskapital.

Det er et stort innslag av skjønn i nåverdiberegninger. Hvis man spør ti økonomer om å beregne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer, vil man sannsynligvis få ti ulike svar. Det er ikke lett å spå om fremtiden. Ei heller for økonomer som blant annet må bestemme hva de tror om det fremtidige rentenivået og verdien av mulige opsjoner i den fremtidige inntektsstrømmen.

4.1 Administrasjonsstyrets løsning

Etter at Silver først hadde blitt satt under offentlig administrasjon, var det stor oppslutning om administrasjonsstyrets løsningsforslag. Det innebar at alle fripolisene ble konvertert til fripoliser med investeringsvalg og overført til Storebrand. Uføre- og etterlattepensjoner ble videreført på samme nivå som avtalt.

Bare 26 av Silvers kunder stemte aktivt nei til avtalen med Storebrand. Det lave antallet kan skyldes at motstand syntes nytteløst, og at alternativene var mindre spiselige. Resultatet indikerer likevel at det store flertallet mente at utfallet var betydelig bedre enn fryktet.

4.1.1 Diskonteringsrentens betydning

Forbrukerrådet og Silvers administrasjonsstyre har valgt ulike diskonteringsrenter og til dels ulike metoder for å beregne verdien av Silvers garanterte minimumsavkastning. Derfor blir det forskjellige svar, selv om det ikke er veldig stor avstand mellom Forbrukerrådet og administrasjonsstyret.

Se ellers appendiks 1 for en mer utførlig forklaring av nåverdibegrepet og forskjellen mellom administrasjonsstyrets og Forbrukerrådets forutsetninger.

Administrasjonsstyret valgte etter en grundig analyse en diskonteringsrente på 2,75 prosent¹⁰⁸. Den garanterte renten i Silver lå på 3,7 prosent i gjennomsnitt.

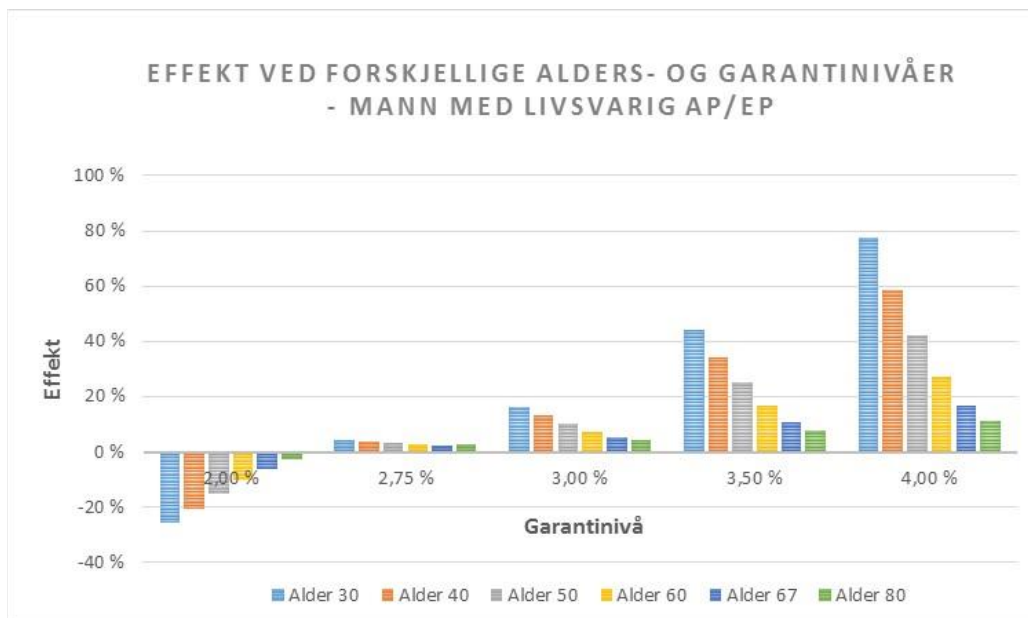
¹⁰⁷Vi definerer dette tapet som differansen mellom tilført kapital ved overføringen til Storebrand og summen av markedsverdien av ytelsene og opsjonsverdien av den årlige rentegarantien.

¹⁰⁸[Vedlegg C til administrasjonsstyrets løsningsforslag: Avkastning, risiko og diskonteringsrente](#)



Alle fripolisene ble oppresvert for øket levealder. Fripolisene med garanterte renter over 2,75 prosent fikk i tillegg justert opp pensjonskapitalen med nåverdien. En femtiåring med fire prosent garantert rente fikk for eksempel i overkant av 40 prosent mer pensjonskapital enn det som hadde fremkommet i den årlige kontoutskriften fra Silver. Nedenstående graf viser effektene for de ulike alders- og rentegruppene.

Fordelingseffekt på forsikringskravene med 2,75 % diskonteringsrente

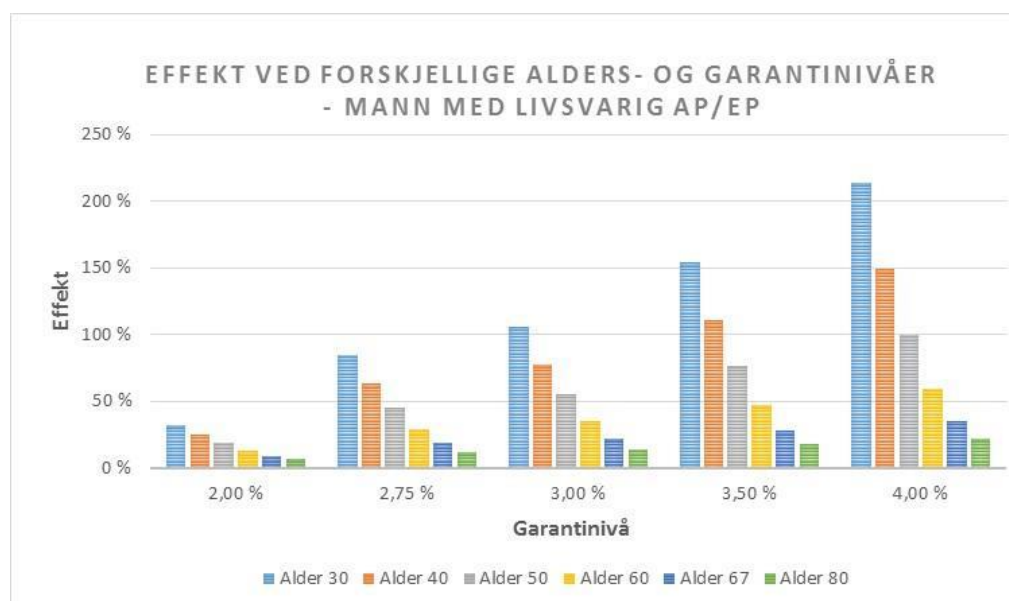


Kilde: Silvers administrasjonsstyre. Notat til løsningskisse vedlegg D, 1.06.2017

For å illustrere fordelingseffekten av en lavere rente gjorde styret den samme beregningen med 1,5 prosent som diskonteringsrente. Denne forutsetningen gir betydelige utslag og ville for eksempel gitt femtiåringen i forrige eksempel en oppskrivning på 100 prosent. Det illustrerer hvor sensitiv nåverdiberegningen er for endringer i diskonteringsrenten.



Fordelingseffekt på forsikringskravene med 1,5 % diskonteringsrente



Kilde: Silvers administrasjonsstyre. Notat til løsningskisse vedlegg 4, 21.06.2017

4.1.2 «Alle- skal-med-rente»

Administrasjonsstyrets diskonteringsrente tar utgangspunkt i kundenes forventede avkastning. Tanken er at kundene som får konvertert sine fripoliser til investeringsvalg kan velge høyere risiko og dermed høyere forventet avkastning. Styret har antatt at kundene vil ta mindre hensyn til risiko for kortsiktige svingninger i porteføljen og større hensyn til forventet langsiktig avkastning som normalt følger med en høyere aksjeandel. Styret valgte en felles beregningsrente for alle kundene på 2,75 prosent, som det mente reflekterte en fornuftig forventning om fremtidig avkastning.

Selskapets utkårede diskonteringsrente skulle imidlertid ivareta flere hensyn enn bare å være en rendyrket finansiell beregning. Renten skulle blant annet oppfattes å gi en rimelig fordeling av midlene i boet og fremme kundenes oppslutning om forslaget. I tillegg burde løsningen være enkel og transparent, attraktiv for aktuelle interessenter og gi mulighet for en avkastning som ikke ligger så langt fra de pensjonsutbetalinger som opprinnelig var avtalt.

Det var derfor ingen enkel oppgave for styret å fordele eiendelene til de rundt 20.000 kundene med millimeters nøyaktig rettferdighet. Forslaget ble godkjent med kun få innsigelser fra kundene og må således betraktes som vellykket. Det betyr imidlertid ikke at majoriteten av kundemassen kom seg helskinnet igjennom bostyret med kun minimale tap.

4.1.3 Garantert rente er mer verdt enn forventet avkastning

Et av de sentrale kriteriene for Silvers valg av diskonteringsrente er at kundene kan få en høyere forventet avkastning når de selv får velge høyere risiko. Det er



i henhold til allment anerkjent investeringsteori. Det forutsetter imidlertid både at man betrakter verdien av fripolisen som den eneste komponenten i kundens sparemidler, og at sparehorisonten er lang. Det stemmer ikke for flertallet av Silvers kunder:

- Livselskapene anbefaler pensjonister og kunder med kort tid igjen til pensjonsalder å plassere sparemidlene i rentebærende investeringer.
- De fleste arbeidstakere i det private næringsliv har enten aktiv innskuddspensjon eller pensjonskapitalbevis fra tidligere arbeidsforhold. Hvis de ønsker høyere risiko, kan de maksimere aksjeandelen i disse plasseringene og la den garanterte fripolisen representere rentedelen av porteføljen. Selv Pensjonsfondet utland, som trolig er Norges mest langsiktige portefølje, har hatt en fordeling på 60 prosent aksjer og 40 prosent renter.
- I skrivende stund er den høyeste flytende innskuddsrenten blant norske banker to prosent. På grunn av den norske innskuddsgarantien på inntil to millioner kroner er dette i realiteten en risikofri rente. Hvis man har overskuddslikviditet i banken og ønsker høyere risiko, er det sannsynligvis mer fornuftig å beholde fripolisegarantien og bruke innskuddet til å investere i aksjer.
- Etter at Silver ble satt under administrasjon forsvant kundenes mulighet til å bruke den høye garanterte renten som fundament i en langsiktig spareportefølje.

4.1.4 Alternativ historiefortelling

I slutten av oktober 2017 la administrasjonsstyret frem avtalen om overdragelse av Silvers pensjonskapital til Storebrand. Porteføljen med konverterte fripoliser ble solgt for 520 millioner kroner. Salgsbeløpet ble brukt til å redusere kundenes tap ved å fylle på kundenes poliser. Før salget til Storebrand ble kundene forespeilet en nedskrivning på mellom fem og seks prosent av pensjonskapitalen¹⁰⁹. Med salgssummen fra Storebrand ble dette forventede tapet redusert til under én prosent¹¹⁰.

Inntrykket som festet seg i mediene var derfor at Silver-kundene stort sett hadde kommet seg ut av Silver med null i tap.

¹⁰⁹ Brev fra Silvers administrasjonsstyre til Finanstilsynet 21.6.2017: [Skisse til løsning for Silver Pensjonsforsikring AS under offentlig administrasjon](#)

¹¹⁰ Presentasjon av avtalen med Storebrand november 2017: [Kundemøter november 2017 Bergen, Oslo, Stavanger og Trondheim](#)



Tre tidligere styremedlemmer benyttet anledningen til å sende ut en pressemelding. De satte spørsmålsteget ved nødvendigheten av å sette Silver under offentlig administrasjon.

– *Staten har påført kundene usikkerhet og økonomisk tap, og eiernes aksjekapital har gått tapt*, hevdet styret ioen og varslet samtidig rettslig belysning. De mente de hadde foreslått den samme løsningen for Finanstilsynet i mai 2016¹¹¹.

I Finanstilsynets tilbakemelding fra dette møtet beskrives en helt annen løsning enn den Silver-kundene endte opp med hos Storebrand. Silvers forslag var å konvertere så mange fripoliser til investeringsvalg at kapitalkravet ville blitt redusert til håndterbart nivå. Alternativet kunne bli nedskrevne ytelser under en offentlig administrasjon, mente Silver.

Finanstilsynet avfeide forslaget med følgende begrunnelser:

- En stor andel av Silvers fripoliser krevet en betydelig styrking av reservene før en omdanning kunne skje.
- Med selskapets svekkede finansielle stilling kunne tilførsel av egenkapital til de omdannede fripolisene føre til en forfordeling blant kundene i en eventuell offentlig administrasjon.
- Silver ville hatt en høy interesse av å konvertere kunder til investeringsvalg for å redusere kapitalkravene. Tilsynet fryktet at Silvers rådgivning ville bli preget av dette.
- Med frykten for offentlig administrasjon hengende over seg kunne kunder føle seg presset til å konvertere.

Silvers forslag var å oppskrive fripolisene til de som aksepterte konvertering til det nye dødelighetsgrunnlaget (K2013). I gjennomsnitt utgjorde oppskrivningen rundt to til tre prosent av premiereservene.

I avtalen med Storebrand fikk imidlertid alle Silvers kunder oppskrevet fripolisene med antatt nåverdi. Dette kom på toppen av oppskrivningen for økt levealder som Silver foreslo. For en femtiåring med fire prosents garantert rente økte pensjonskapitalen med rundt 40 prosent. Oppskrivningen ble i hovedsak finansiert av Silvers egenkapital og prisen Storebrand betalte. Denne verdien ville de ikke fått med seg om Finanstilsynet hadde akseptert Silvers selvredningsplan.

4.2 Forbrukerrådets alternative verdimodell

Det skjedde noe underlig med verdien av Silvers forpliktelser fra februar 2017, da selskapet ble satt under offentlig administrasjon, og til august 2017 da administrasjonsstyret la frem sitt utkast til løsning. Forpliktelsene hadde falt fra

¹¹¹ Dagens Næringsliv 25.10.2017: Tre av de største eierrepresentantene i Silver vurderer rettslige skritt



11 til 10 milliarder kroner. Hovedforklaringen er ulike forutsetninger om diskonteringsrenten mellom Solvens II-regelverket og administrasjonsstyrets rente på 2,75 prosent.

Underdekningen som forsvant?			
	31.des.	17. feb.	16.aug.
Estimerte verdier (mrd. kroner)	2016	2017	2017
Forpliktelser	10,9	11,0	10,0
Eiendeler	<u>9,1</u>	<u>9,2</u>	<u>9,5</u>
Underdekning	(1,8)	(1,9)	(0,6)
Salgsvederlag (Storebrand)	<u>0,5</u>	<u>0,5</u>	<u>0,5</u>
Netto underdekning	(1,3)	(1,4)	(0,0)
<i>Underdekning i %</i>	<i>(11,7%)</i>	<i>(12,4%)</i>	<i>(0,4%)</i>

Kilde: Administrasjonsstyrets regnskapsfremleggelse

Forbrukerrådet ønsket å forstå om forslaget fra august ga uttrykk for de reelle forpliktelsene. Aktuar1 ble engasjert for å utvikle en verdsettelsesmodell for Silvers fripoliser og bestemme en rentekurve for diskontering av de forventede ytelsene.

[Klikk her for å se de detaljerte forutsetningene bak verdimodellen.](#)

Forbrukerrådet har valgt en annen metodikk enn administrasjonsstyret. Styrets diskonteringsrente på 2,75 skulle tilfredsstillende en rekke hensyn og muliggjøre en porteføljeoverføring med høyest mulig oppslutning fra kundene.

Oppslutningen om løsningsforslaget kunne falt med en rendyrket markedsrenter som ville skapt større motsetninger mellom de ulike kundegruppene. Resultatet kunne i verste fall endt med manglende aksept for styrets forslag. Et slikt utfall kunne ført til at styret måtte foreta en betydelig nedskrivning av garantiene og omdannet Silver til et gjensidig selskap.

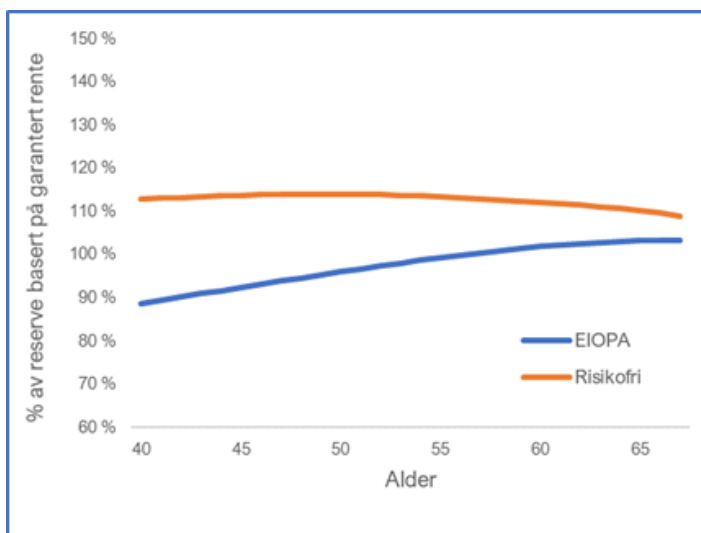
4.2.1 Valg mellom to rentekurver

Aktuar1 vurderte to alternative rentekurver:

- Risikofri rentekurve basert på norske statsobligasjoner.
- Rentekurve basert på hovedprinsippene til EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) som anvendes av livselskapene for å beregne verdien av forpliktelser i Solvens II.

Kundene ble garantert null risiko hvis de flyttet fripoliser til Silver. Hvis vi skulle tatt Silver på ordet, hadde det vært naturlig å beregne kundenes nåverdier med den risikofrie renten. Den ligger lavere enn EIOPAs rentekurve og gir derfor en høyere nåverdi. Nedenstående graf viser forskjellen i nåverdi mellom de to metodene for ulike aldersnivåer. Nåverdien til en 50-åring ligger for eksempel rundt 20 prosent høyere med risikofrirente enn med den EIOPA-baserte rentekurven.

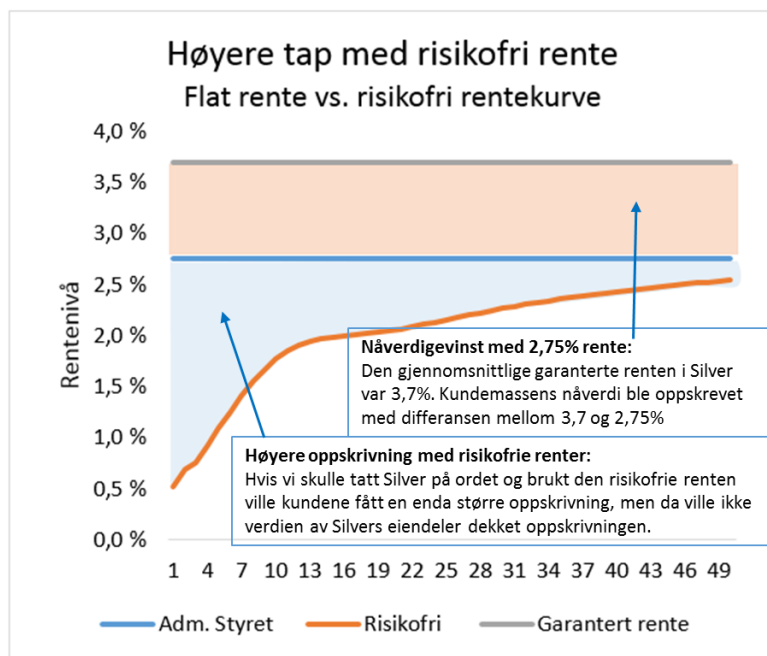




Kilde: Aktuar1/Forbrukerrådet

Den risikofrie rentekurven hadde gitt betydelig større oppskrivninger enn en EIOPA-basert rentekurve. Problemet ville da imidlertid blitt at nåverdien av de fremtidige forpliktelsene ville ligget langt over verdien av Silver-boets eiendeler.

Administrasjonsstyret ville, med denne metoden, blitt nødt til å foreta en nedskrivning av forpliktelsene. Det ville spesielt gitt negative fordelingsvirkninger for eldre kunder med lav garantert rente og eiere av pensjonskapitalbevis



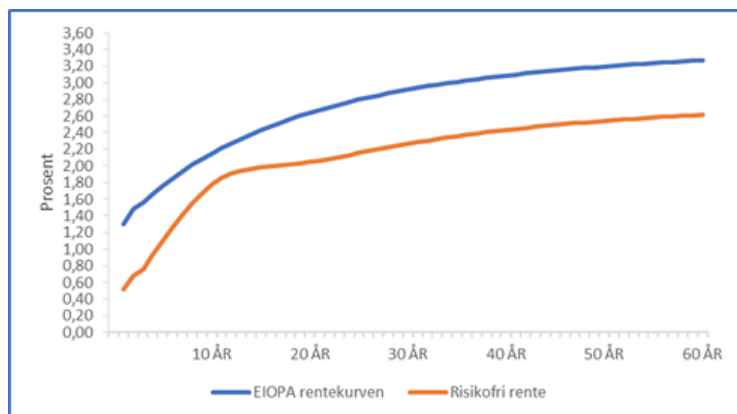
Kilde: Forbrukerrådet & Aktuar1



Innføringen av strengere kapitalkrav med Solvens II har redusert risikoen for fripoliser med garanterte renter betraktelig. Flertallet av Silvers kunder flyttet imidlertid før Solvens II ble innført. Det har i praksis vist seg at de garanterte ytelsene, tross Silvers påstander, på ingen måte var risikofrie.

Aktuar1 valgte istedenfor å følge EIOPAs metodikk. Fordelen med denne metoden er at den inkluderer påslag for risiko og anvender prinsipper som allerede brukes i livsforsikringsbransjen. Forbrukerrådet regner derfor med at den EIOPA-baserte rentekurven vil møte større aksept i bransjen når landets øvrige fripolisekunder får muligheten til frivillig å konvertere til investeringsvalg.

Nedenstående graf viser forskjellen mellom de to rentekurvene:



Kilde: Aktuar1/Forbrukerrådet

I tillegg til de rene nåverdiberegningene av de fremtidige ytelsene mener Forbrukerrådet at det også ligger en innbakt opsjonsverdi i fripolisen. Kunden sitter nemlig på retten til selv å velge når og om han skal konvertere til investeringsvalg. Så lenge den garanterte renten ligger over markedsrenten vil det, som en tommelfingerregel, lønne seg å beholde garantien. Hvis markedsrenten stiger over rentegarantien, blir det mer interessant å konvertere til investeringsvalg.

Denne rettigheten har en verdi som Aktuar1 og Forbrukerrådet har verdsett. Det betyr at en fripolise med garanti ikke er en garanti for dårlig pensjon som Silver hevdet.

4.2.2 Presis rentekurve og opsjonsverdi vs. grovkornet universalrente

Forbrukerrådets beregning benytter en rentekurve med stigende markedsrenter. Rentekurven gir bedre mulighet til å skreddersy verdien for hver enkelt kunde enn administrasjonsstyrets forenklede universalrente.

Bransjeaktører har omtalt garantiene som *ubrukkelig og garantier for garantert lavere pensjon*¹¹².

¹¹² Silvers daglige leder, Mikkel Berg, kalte i november 2012 (DN) rentegarantien for ubrukkelig og rådet alle under 60 år til å skifte til investeringsvalg. Idar Kreutzer,

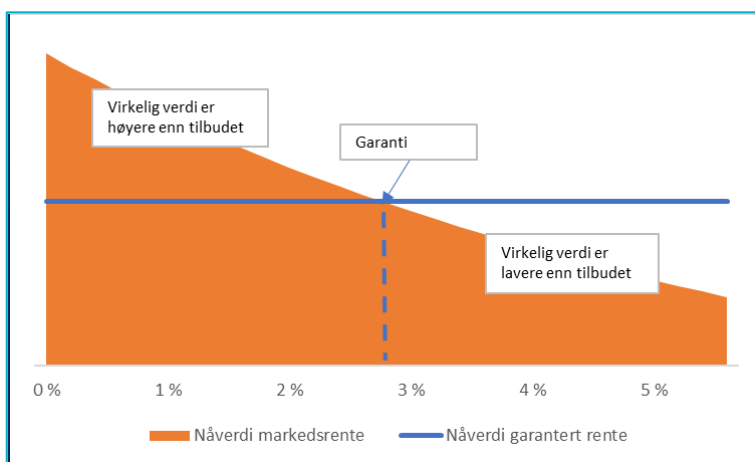
FRIPOLISE MED GARANTI - GARANTERT DÅRLIG PENSJON?

Kilde: Utsnitt av en Silver-annonse fra 2013

Det ignorerer imidlertid kundens rett, men ikke plikt, til å konvertere fripolisene hvis det generelle rentenivået for eksempel overstiger den garanterte renten. Forbrukerrådet har inkludert denne opsjonsverdien i sin beregningsmodell, men den var ikke hensyntatt i administrasjonsstyrets beregninger. Opsjonsverdien kommer på toppen av nåverdiberegningen.

Hvis diskonteringsrenten er lavere enn den garanterte renten, vil det oppstå en positiv nåverdi for kunden ut over verdien av premiereserven. Hvis diskonteringsrenten er høyere enn rentegarantien, er i teorien nåverdien lavere. I praksis har dette imidlertid liten betydning. Enten fordi leverandøren vil ønske å levere høyere avkastning enn garantien når markedsforholdene tilsier det, eller fordi kunden vil ha en rett til å konvertere fripolisen til investeringsvalg og få høyere avkastning. Denne retten har en opsjonsverdi som sikrer at man ikke er dømt til lav avkastning hvis rentenivået stiger.

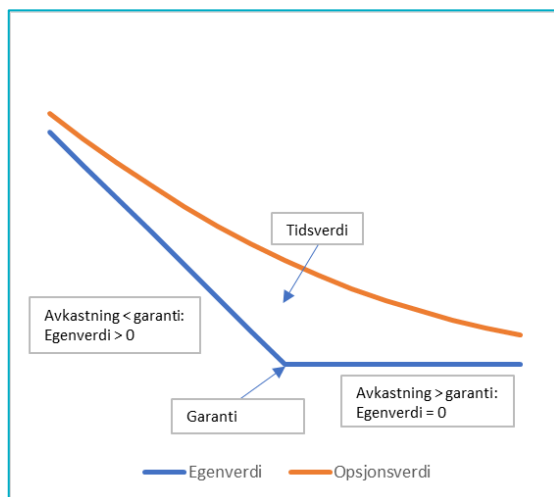
Figur: Effekt av rentekurven (A)



Kilde: Aktuar1/Forbrukerrådet

administrerende direktør i Finans Norge, mente i 2016 (DN) at fripoliser med garanterte renter «garantert ga dårligere pensjon.»

Figur: Opsjonsverdien (B)

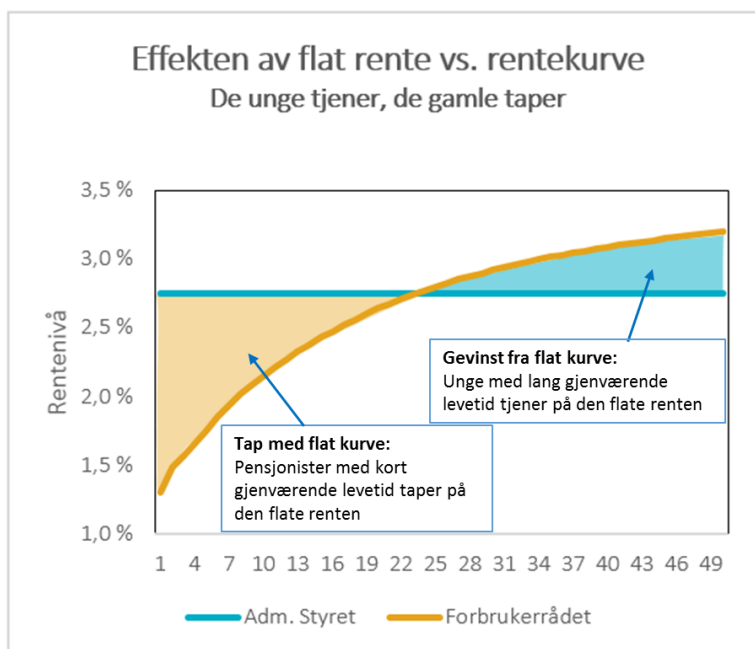


Kilde: Aktuar1/Forbrukerrådet

Det er som tidligere nevnt ikke store forskjeller mellom Forbrukerrådets og administrasjonsstyrets nåverdier. Forskjellene forklares i hovedsak av effekten av flat rente mot rentekurve. Det er de eldste kundene som taper mest på administrasjonsstyrets flate rente.

Rentekurven pr. februar 2017 var stigende og krysser den flate diskonteringsrenten etter 23 år. Før dette er Forbrukerrådets rente lavere enn 2,75 prosent og vil derfor gi en høyere nåverdi. Fra 23 år er den flate renten lavere enn rentekurven. Det gir derfor en positiv nåverdieffekt til de kundene som forventes å ha mer enn 23 år igjen å leve. Sammenlignet med unge kunder har pensjonister færre år igjen å leve. Pensjonistene vil derfor tape på administrasjonsstyrets valg av flat rente sammenlignet med yngre fripolisekunder.





Kilde: Forbrukerrådet & Aktuar1

Nedenstående tabell viser forskjellen i beregnet nåverdi med Forbrukerrådets modell mot administrasjonsstyrets beregninger. En 50-åring ville fått fire prosent lavere nåverdi med Forbrukerrådets rentekurve. En 67-åring ville fått tre prosent mer.

Forbrukerrådets modell inkluderer i tillegg også verdien av den innbakte opsjonen ved selv å kunne velge tidspunkt for konvertering. Den gjør at stort sett alle aldre ville fått en høyere oppskrivning i modellen til Aktuar1.

Forbrukerrådets verdiestimat vs. administrasjonsstyret (%)

Kjønn	Alder	Garanti	Pensjonskapital etter konvertering	Nåverdi med ny rentekurve	Opsjonsverdi	Forbrukerrådets verdiestimat	Premiereserve i Silver
M	40	3 %	100 %	89 %	10 %	99 %	91 %
M	40	4 %	100 %	89 %	13 %	102 %	63 %
M	50	3 %	100 %	96 %	10 %	106 %	93 %
M	50	4 %	100 %	96 %	14 %	110 %	72 %
M	67	3 %	100 %	103 %	6 %	109 %	98 %
M	67	4 %	100 %	103 %	8 %	112 %	89 %

Dette tallet viser størrelsen på den opprinnelige premiereserven i Silver i forhold til administrasjonsstyrets nåverdieregning.

Tallet i tabellen betyr derfor at kundens premiereserve fra Silver utgjør ca. 91% av verdien som til slutt ble overført til fripolise med investeringsvalg.

Kilde: Aktuar1/Forbrukerrådet

Den tilsvarende tabellen uttrykt i kroneverdier viser forskjellen mellom Forbrukerrådets og administrasjonsstyrets verdimodeller. Størrelsen på premiereserven i Silver til en femtiåring med fire prosent i garantert rente var 359.000 kroner. Etter konvertering til nåverdi etter administrasjonsstyrets verdimodell hadde pensjonskapitalen steget til 500.000 kroner. Med Forbrukerrådets modell er verdien 549.000 kroner.



Forbrukerrådets verdiestimat vs. administrasjonsstyret ('000 kr.)

Kjønn	Alder	Garanti	Pensjonskapital etter konvertering	Nåverdi med ny rentekurve	Opsjonsverdi	Forbrukerrådets verdiestimat	Premiereserve i Silver
M	40	3 %	500	444	49	493	456
M	40	4 %	500	444	66	510	317
M	50	3 %	500	480	50	530	467
M	50	4 %	500	480	69	549	359
M	67	3 %	500	516	28	544	488
M	67	4 %	500	516	42	558	443

Kilde: Aktuar1/Forbrukerrådet

5 Er krybben tom?

Silvers kunder har godkjent administrasjonsstyrets løsning, og alle fripolisene ble overført til Storebrand ved utgangen av januar 2018. Administrasjonsstyret har fordelt verdiene i boet til kundene etter beste evne, og det er ikke mer å hente der. Det finnes heller ingen ordninger av typen Bankenes Sikringsfond som garanterer kundenes innskudd.

Forbrukerrådet mener at den mest realistiske muligheten til å få kompensert tapene er å kreve erstatning fra tidligere styremedlemmer i Silver, enten direkte eller via styreansvarsforsikring. Dette krever imidlertid en rettslig prosess med usikkert utfall. Tapene for en enkelt kunde er sannsynligvis heller ikke store nok til at sannsynligheten for et positivt rettslig utfall overstiger prosessrisikoen.



6 Juridisk grunnlag

Så langt i rapporten er det dokumentert en rekke kritikkverdige forhold der Silvers styre og ledelse tok bevisste veivalg som svekket selskapets evne til å innfri sine kundegarantier. Silvers styre hadde en svært operativ rolle i selskapet. Flere toneangivende styremedlemmer, med tette bindinger til de største aksjonærene, deltok blant annet i møter om selskapets kritiske økonomiske stilling med Finanstilsynet så langt tilbake som 2011.

Det er imidlertid mange aksjeselskaper som tar gale valg og ender i skifteretten uten at hverken ledelse eller styremedlemmer fortjener å bli erstatningsansvarlige for tap. Begrenset ansvar for aksjonærer er en bærebjelke i det økonomiske systemet, men terskelen for styremedlemmer og daglig leder er ikke begrenset i like stor grad.

Forbrukerrådet mener kundene kan ha et grunnlag for å søke erstatning fra Silvers styre og daglige leder.

6.1 Kan Silvers ledelse stilles til ansvar for kundenes tap?

Når et aksjeselskap som Silver ikke klarer å innfri sine forpliktelser, begrenser kreditorenes samlede erstatning seg normalt til verdiene som finnes i boet. Aksjelovens §17-1 åpner imidlertid for at det kan kreves erstatning fra styremedlemmer eller daglig leder for tap som disse *uaktsomt eller forsettlig har voldt selskapet, aksjonærer eller andre*. Silvers kunder faller i denne sammenhengen inn under begrepet «andre», som «kreditorer» med krav mot selskapet.

For få erstatning kreves både et ansvarsgrunnlag, et økonomisk tap og en årsakssammenheng mellom tapet og ansvarsgrunnlaget.

Ansvarsgrunnlaget er nedfelt i aksjeloven. I paragraf 3-4 stilles det krav til at selskapet til enhver tid skal ha ansvarlig egenkapital ut fra risikoen og omfanget av virksomheten. Hvis det må antas at egenkapitalen er lavere enn forsvarlig, har styret en handlingsplikt i paragraf 3-5. Den innebærer at styret skal behandle saken, innkalle generalforsamlingen, redegjøre for den økonomiske stillingen og foreslå tiltak for å styrke egenkapitalen. Dersom ikke styret finner grunnlag for tiltak, eller de ikke lar seg gjennomføre, har styret plikt til å foreslå at selskapet oppløses.

Forbrukerrådet mener at Silver aktivt markedsførte seg overfor nye kunder i flere år etter at ledelsen og styret burde forstått at det var betydelig tvil om selskapets evne til å dekke sine fremtidige forpliktelser. Nye kunder ble fristet til å flytte fra mer solide livselskaper, og eksisterende kunder fikk dårligere sikkerhet fordi den ansvarlige egenkapitalen ble spredd utover flere kunder.

I løpet av våren 2012 stoppet fripoliseaktørene inntak av nye fripoliser. Det ble derfor i praksis ikke mulig å flytte fripolisene fra Silver. Fra et erstatningsrettslig synspunkt er det derfor mest relevant å kartlegge ledelsens handlinger før



flyttestoppen. Det ble overført rundt 480 millioner kroner i pensjonskapitalbevis og fripoliser etter mai 2012. Disse kundene kan ha et enda bedre grunnlag enn eldre kunder for å kreve erstatning for tap som styret eller daglig leder uaktsomt eller forsettlig har påført dem.

6.2 Når burde Silver forstått?

I konsesjonssøknaden til Finansdepartementet i 2005, skrev Silver at:

En høy avkastning på den forvaltede kapitalen er en integrert del av selskapets forretningskonsept, noe som igjen fordrer en vilje til å ta høyere risiko. Forutsetningen er å ha en tilstrekkelig høy risikobærende evne.

Forbrukerrådet mener at det allerede under finanskrisen i 2008, ble demonstrert at Silvers forretningsmodell med høy aksjeandel var lite bærekraftig. Selskapet tapte 294 millioner kroner i 2008. Det utgjorde hele 67 prosent av egenkapitalen ved årets inngang.

Årsaken til det store tapet ligger i det spesielle regelverket for fripoliser. Livselskapet må hvert år sørge for at årets avkastning ikke blir lavere enn den garanterte renten. Hvis selskapet har en høy aksjeandel i et fallende marked, og ikke har bygget kapitalbuffer, må selskapet bære hele tapet selv. I et stigende marked får derimot leverandøren bare 20 prosent av gevinsten som overstiger den garanterte renten. Det er denne asymmetriske fordelingsmodellen med dype daler og lave fjell som gjør at de fleste fripoliseleverandører velger å holde en lav aksjeandel. Silver valgte den motsatte veien.

I [2009 annonserte](#) Silver at deres metode var å gjøre det som var best for kunden «selv om vi må dekke tapet.» Denne metoden forutsetter imidlertid tilgang på aksjonærer som hele tiden er villige til å skyte inn mer penger. Det er en lite realistisk forutsetning.

I begynnelsen av 2008 var Silver landets mest solide fripoliseselskap målt i kapitaldekningsgrad. Etter store tap under finanskrisen og betydelig kundevekst hadde Silver blitt bransjens minst solide selskap ved utgangen av 2009. Likevel opprettholdt Silver sin strategi om å ta høyere risiko enn sine bedre kapitaliserte konkurrenter.

6.2.1 Skjerpede krav til kapitaldekning

I november 2009 ble det nye Solvens II-direktivet med skjerpede kapitalkrav vedtatt i EU-parlamentet. Kravene skulle i utgangspunktet tre i kraft fra november 2012, men ble senere utsatt til 2016. I forbindelse med det nye regelverket ble Silver pålagt utføre en stresstest for blant annet å avdekke kapitalbehovet med de nye reglene. Testen indikerte et oppkapitaliseringsbehov på 1,2 milliarder kroner.



I et brev til Finanstilsynet ¹¹³i februar 2011 skriver Silver at et slikt kapitalkrav for alle praktiske forhold ville være umulig å oppfylle for Silver eller andre aktører med et betydelig innslag av fripoliser. I brevet foreslo derfor Silver *en regelverksendring for å hindre svært betenkelige og særnorske effekter av Solvens II i Norge.*

I ettertid har det vist seg at alle norske fripoliseselskaper, med unntak av Silver, har gjort det som kreves for å tilfredsstillte det nye regelverket.

Når Silver selv allerede i begynnelsen av 2011 erkjente at de nye kravene var umulige å oppfylle, var det uforsvarlig og illojalt overfor kundene å påta seg nye langsiktige forpliktelser.

6.2.2 Villedende markedsføring

Silver lot ikke sin nye innsikt om effektene av det nye regelverket legge en demper på markedsføringen mot nye kunder. Fra begynnelsen av 2011 til slutten av 2012 overførte nye kunder over 1,8 milliarder kroner til Silver, uten å bli informert om selskapets manglende vilje og evne til å etterleve de nye kapitalkravene. Markedskommunikasjonen informerte ei heller om Finanstilsynets pålegg om *ekstraordinær rapportering av kapitaldekning og stresstester som følge av høy markedsrisiko, lav bufferkapital og dertil lav risikobærende evne* fra andre halvdel av 2011.

På Silvers hjemmesider ble det derimot fremholdt at *«Silver har en høy kapitaldekning og bufferkapital. Det innebærer at Silver har en høy risikobærende evne.»*

I et brev fra desember 2011¹¹⁴ mente Finanstilsynet at informasjonen på Silvers nettsider måtte sies å gi *et lite dekkende bilde av situasjonen.*

Tilsynet mente tvert imot at det var grunn til å stille spørsmål om informasjonen kunne sies å være i overensstemmelse med markedsføringslovens paragrafer om god markedsføringsskikk, urimelig handelspraksis og villedende handlinger.

Silver forledet kundene til å tro at selskapet var solid lenge etter at selskapet hadde mistet sin høye risikobærende evne.

6.2.3 Falsk fasade mot kundene

Det kan vanskelig hevdes at ikke Silvers ledelse, styre og hovedeiere burde forstått at selskapet befant seg i betydelige problemer i 2011.

Silver hadde innrømmet at de umulig kunne tilfredsstillte nye kapitalkrav, var uenig med sin egen aktuar, leverte daglige stresstester til Finanstilsynet, slet

¹¹³ Brev fra Silver til Finanstilsynet 23.2.2011: Behov for regelverksendring for å hindre svært betenkelige og særnorske effekter av innføring av Solvens II-regelverket i Norge

¹¹⁴ Brev fra Finanstilsynet til Silver 16.12.2011: Informasjon om Silver på selskapets nettsider



med innhenting av ny egenkapital, men kjørte likevel fullt trykk på markedsføringen av seg selv som et solid selskap.

I desember 2011 skrev Silver selv at en offentliggjøring av et pålegg om kapitalinnskudd ville føre til massiv kundeflukt fra selskapet.

Det er svært sannsynlig at nye kunder ville unnlatt å flytte til Silver, og at et betydelig antall gamle kunder ville flyttet til mer solide fripoliseaktører hvis de hadde fått vite om den reelle tilstanden i Silver.

Silver valgte istedenfor å holde kundene uvitende om selskapets reelle økonomiske tilstand.

6.2.4 Konklusjon

Silver ble satt under offentlig administrasjon i 2017, men i realiteten burde ledelsen tatt konsekvensen av at Silver var underkapitalisert senest ved inngangen til 2011.

Det er vanskelig å se at styret har tilfredsstilt kravet i aksjelovens paragraf 3-5 om at *selskapet til enhver tid skal ha ansvarlig egenkapital ut fra risikoen og omfanget av virksomheten*. Det fremstår derfor som uforsvarlig å opprettholde markedsføringstrykket i 2011 og første del av 2012. Det skadet både nye kunder, som lite ante om selskapets økonomiske stilling, og svekket sikkerheten til den eksisterende kundemassen.

Forbrukerrådet kan derfor ikke se bort ifra at det kan finnes et grunnlag for å konkludere at det både finnes et ansvarsgrunnlag og en årsakssammenheng mellom ansvarsgrunnlaget og eventuelle tap.



7 Etterord

7.1.1 Hva betyr Silver-saken for Forbrukerrådet?

Forbrukerrådets samfunnsoppdrag er å arbeide for, og på vegne av, forbrukerne. En av metodene er å hjelpe forbrukerne til å fremme krav om erstatning. I enkelte tilfeller av prinsipiell karakter, som i Røeggen-saken og skapindeks-saken mot DNB, har Forbrukerrådet bidratt til få sakene prøvd for retten.

Forbrukerrådet har utredet om Silvers kunder kan ha krav mot Silvers tidligere styre og daglige leder. Vi har derfor lagt ned en betydelig innsats for å kartlegge hendelsesforløpet langs Silvers vei fra oppstart til offentlig administrasjon, kundenes reelle tap og mulige innganger for å søke erstatning. Rapporten belyser kundenes rettslige posisjon. Vi utelukker ikke at det kan være grunnlag for krav, men utfallet er ikke klart og vil innebære en vesentlig prosesserisiko.

Våre beregninger indikerer at Silvers manglende evne til å tilfredsstille sine forpliktelser har påført fripolisekundene tap på opptil 12 prosent av pensjonskapitalen. Det er et bedre utfall enn de mest pessimistiske estimatene på mellom 30 og 50 prosent. Likevel representerer tapene betydelige beløp og bekrefter nødvendigheten av å sette Silver under offentlig administrasjon.

Livselskapene forvalter over 300 milliarder kroner i fripoliser med garanterte ytelser på vegne av norske arbeidstakere og pensjonister. Det har lenge, i praksis, vært umulig å flytte fripolisen til en annen leverandør, eller konvertere fripolisen til investeringsvalg. Garanterte fripoliser har blitt ulønnsomme og kapitalkrevende for livselskapene, og manglende oppreservering for høyere levealder har i en periode forhindret kundene fra å konvertere til investeringsvalg. I løpet av 2018 regner imidlertid bransjen med å være i stand til å tilby konvertering på bred skala. Mange kunder vil trolig bli fristet av muligheten til selv å bestemme investeringsprofil.

Det mange kunder ikke er klar over er at en fripolise med høy garantert rente har en høyere nåverdi enn det som fremkommer på den årlige kontoutskriften. Livselskapet har imidlertid ingen plikt til å overføre mer enn den bokførte premiereserven med eventuelle reserver til investeringsvalg. Det er derfor en fare for at kunder konverterer frivillig uten å være klar over hvilke verdier de dermed donerer til livselskapet. Silvers kunder, som i praksis ble tvangskonvertert, fikk imidlertid stort sett med nåverdien i rentegarantien. Det skyldes det spesielle regelverket for livselskaper som blir satt under offentlig administrasjon.

Forbrukerrådet mener at også kunder i friske livselskaper bør kreve å få med, eller i det minste bli opplyst om, sin virkelige verdi ved konvertering. Dette er vanlig praksis med for eksempel fastrentelån der det oppstår forskjeller mellom avtalt rente og markedsrente.



8 Ordliste

Kilder: KLP, Finans Norge

Bufferkapital

Et nøkkeltall som benyttes til å beskrive den risikobærende evnen. Med bufferkapital menes vanligvis tilleggsavsetninger og kursreserver.

Begrepet sier noe om et selskaps mulighet for å ta risiko, og er dermed en støtpute mot tap på egenkapitalen. Dette er ikke lenger et regnskapsbegrep.

Fripolise

Bevis for en pensjonsrettighet fra en ytelsespensjonsordning som du får når du slutter i en bedrift, eller når arbeidsgiver avvikler eller endrer ordningen

Hold til forfall-obligasjoner

Dette er en betegnelse på plassering i obligasjoner som ikke skal selges før de forfaller, og er som regel forbundet med en forpliktende langsiktig plassering. Verdien i regnskapet bestemmes av den prisen man kjøpte obligasjonen til, hvor lang tid det er igjen til forfall og hva man får igjen ved forfallstidspunkt. Andre obligasjoner, aksjer og eiendom fastsettes derimot til markedspris.

Innskuddspensjon

Innskuddspensjon er den foretrukne tjenstepensjonen i privat sektor. Arbeidsgiver setter normalt inn en avtalt prosentsats av de ansattes lønn i innskuddspensjon. Arbeidsgivers pensjonsforpliktelse oppfylles gjennom betaling av innskuddet og alle kostnadene i ordningen så lenge ansettelsesforholdet varer. Arbeidsgiver garanterer ikke pensjonsytelsen. Innskuddene og avkastningen den enkelte oppnår på forvaltningen av innskuddspensjon avgjør størrelsen på pensjonen.

Investeringsvalg

Hvis pensjonsavtalen har investeringsvalg, betyr det at kunden selv kan bestemme hvordan pengene skal være plassert. Innskuddspensjon har normalt investeringsvalg.

Kapitaldekning

Selskapets kapital som en andel av solvenskapitalkravet.

Kapitalkrav

Myndighetenes regler for hvor mye egenkapital banker og forsikringsselskaper må ha til enhver tid for å være tilstrekkelig solide i forhold til den risikoen de påtar seg.



Kursreguleringsfond

Urealisert gevinst i kollektivporteføljen som skyldes at markedsverdien er høyere enn anskaffelsesverdien.

Det er i regnskapet motparten til urealiserte gevinster på aksjer og obligasjoner, og forteller således om forskjellen på markedskurs og kjøpskurs på verdipapirene.

Kursreserve

Kursreserve er porteføljens urealiserte merverdi. Kursreservens størrelse endres gjennom året som følge av endring i markedsverdien på finansielle omløpsmidler.

Levealdersjustering

Alderspensjonen fra både folketrygden og tjenstepensjonsordningen blir justert etter forventet levealder for ditt årskull. Alle som er født etter 1943 eller senere, får alderspensjonen levealdersjustert. Dette betyr at hvert årskull må stå litt lenger i arbeid for å oppnå samme pensjon som eldre årskull, eller akseptere litt lavere pensjon.

Oppreservering

Avsetning av penger til utbetaling av pensjon over flere år enn forutsatt fordi levealderen har økt.

Pensjonskapitalbevis

En pensjonsrettighet som stammer fra tidligere medlemskap i innskuddspensjon. Har du vært medlem i en innskuddsbasert pensjonsordning i arbeidsforhold i ett år, får du med deg den opptjente pensjonskapitalen som et pensjonskapitalbevis når du slutter.

Premiereserve

Penger satt av til fremtidige pensjonsforpliktelser.

Soliditet

Økonomisk soliditet forteller noe om et selskaps økonomiske styrke og holdbarhet, og reflekterer derfor et firmas evne til å bære risiko. En virksomhets evne til å dekke tap, eller virksomhetens kredittverdighet. Kjentetegnes ved forholdet mellom egenkapital og totalkapital.

Solvens

Solvens betyr betalingsevne, og uttrykker en virksomhets evne til å dekke sine økonomiske forpliktelser, enten gjennom løpende inntekter eller ved å gjøre bruk av egenkapital.



Solvens II

Et felles europeisk regelverk for regulering av forsikringsbransjen. Under Solvens II vil størrelsen på kapitalkravet bli bestemt av hvor mye risiko selskapet utsetter sin egenkapital for.

Stresstest

Test for å måle effekten av forhåndsdefinerte markedssjokk. Eksempler på mulige stresstest-scenarier; 30 prosent aksjekursfall og 2 prosent renteøkning.

Swap

(Rente- og valutabytteavtaler.) Avtale mellom to parter om å bytte fremtidige kontantstrømmer. For eksempel kan den ene parten betale den andre flytende rente, mens den selv mottar fast rente.



9 Appendiks

9.1 Appendiks 1: Nåverdi for nybegynnere

For å illustrere forskjellen mellom administrasjonsstyrets og Forbrukerrådets verdiberegninger har vi laget et enkelt og stilisert regneeksempel som viser hvordan nåverdien av rentegarantien kan beregnes.

		Enkelt eksempel på nåverdiberegning av den garanterte ytelsen										
		År										
		Nåverdi	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Garantert fremtidsverdi	4,00 %	100	104	108	112	117	122	127	132	137	142	148
Administrasjonsstyret		113	116	119	122	126	129	133	136	140	144	148
Fast rente (EIOPA-basert)		2,75 %	2,75 %	2,75 %	2,75 %	2,75 %	2,75 %	2,75 %	2,75 %	2,75 %	2,75 %	
Økning i nåverdi		13										
Forbrukerrådet		124	126	128	130	132	134	137	139	142	145	148
Rentekurve (EIOPA-basert)		1,3 %	1,5 %	1,6 %	1,7 %	1,8 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %	2,1 %	2,1 %	
Økning i nåverdi		24										
Forbrukerrådet		132	133	133	134	136	137	139	141	143	145	148
Rentekurve (risikofri rente)		0,5 %	0,7 %	0,8 %	0,9 %	1,1 %	1,3 %	1,4 %	1,5 %	1,7 %	1,8 %	
Økning i nåverdi		32										

9.1.1 Silvers garanti

Vi tar utgangspunkt i en pensjonert kunde. Han eier en fripolise med 100 kroner i pensjonskapital. Silver har garantert minimum fire prosents avkastning på fripolisen i de neste 10 år. Vi forutsetter at kunden kun får den årlige minimumsavkastningen og forenkler regnestykket slik at det ikke betales ut pensjon i perioden. Etter ti år med fire prosent i årlig rente vil pensjonskapitalen ha økt til 148 kroner.

Dessverre viser det seg at Silver ikke klarer å holde løftet sitt på fire prosent. Et offentlig oppnevnt administrasjonsstyre får oppgaven med å fordele verdiene i boet og konvertere fripolisene til investeringsvalg.

9.1.2 Administrasjonsstyrets forventede avkastning

Styret kommer frem til at 2,75 prosent bør være en avkastning som kundene med rimelighet kan oppnå når de selv kan velge en høyere aksjeandel. Planen er fremdeles at kunden skal sitte igjen med 148 kroner etter ti år. Den forventede avkastningen har imidlertid falt fra fire til 2,75 prosent. Derfor trenger kunden mer pensjonskapital i dag for å få 148 kroner om ti år.

For å finne ut hvor mye pensjonskapital kunden skal ha i dag regner vi oss tilbake fra den fremtidige verdien om ti år. Vi begynner med å regne oss tilbake til år ni ved å dele 148 kroner på 1,0275. Det gir en pensjonskapital på rundt 144 kroner. Så gjentar vi regneøvelsen til vi er tilbake i nåtiden. Eller vi gjør det litt enklere med dette regnestykket: $148 / (1,0275^{10})$.



Nåverdien ender da på 113 kroner, som er det beløpet kunden må ha i dag for å sitte igjen med de samme 148 kronene etter ti år som vi ville fått med 100 kroner med fire prosent rente.

Administrasjonsstyret må lage tilsvarende regnestykker for alle Silvers fripoliser. Alder og garantert rente varierer fra kunde til kunde. Noen får en høyere oppskrivning enn vårt kundeeksempel, andre får lavere. Styret legger så sammen de nye verdiene for alle fripolisene. Det viser seg at verdien av eiendelene i Silvers konkursbo pluss salgsvederlaget fra Storebrand nesten holder til å dekke hele oppskrivningen av kundenes pensjonskapital. Ifølge administrasjonsstyrets forslag høsten 2017 ville kundene tape mellom 0,25 til 1,25 prosent av pensjonskapitalens virkelige verdi.

Vår kunde har øket sin pensjonskapital fra 100 til 113 kroner etter den pålagte konverteringen til fritt investeringsvalg, men er likevel ikke fornøyd. Som pensjonist blir han nemlig anbefalt kun å plassere kapitalen i rentepapirer med lav eller ingen risiko. Da hjelper det ikke vår pensjonist at en fripolisekunde på 50 år kan ta større risiko. Med dagens lave rentenivå er 2,75 prosent en urealistisk høy avkastning uten aksjer i porteføljen.

9.1.3 Markedets risikofrie rente

Vi antar at administrasjonsstyrets diskonteringsrente undervurderer verdien av Silvers garanterte forpliktelse. Kunden har mistet retten til en høy og risikofri rente. Den risikofrie markedsrenten ligger godt under halvparten av kundens gamle rentegaranti. For å være sikker på å få 148 kroner om ti år trenger kunden derfor høyere pensjonskapital i dag.

Vi velger derfor å ta utgangspunkt i en risikofri rentekurve fremfor en gjennomsnittlig diskonteringsrente som skal gjelde for både for pensjonister og kunder med 30 år igjen til pensjonsalder. Rentenivået varierer med løpetiden og ligger i dagens marked på en stigende kurve. Kunden får for eksempel en lavere rente på en obligasjon med tre års løpetid enn en med ti år.

Med den risikofrie rentekurven ser vi at vår pensjonist må ha en nåverdi på 133 kroner for å garantere en utbetaling på 148 kroner om ti år.

Han fikk bare med seg 113 kroner i konverteringen til fripolise med investeringsvalg. Hans reelle tap er derfor 20 kroner høyere enn det han fikk overført fra Silvers konkursbo.

