



Pensjonsoptimalisering for arbeidende bedriftseiere

En sammenligning av alternativene utbytte, økt lønn og økt innskuddspensjon

Trym Eriksen & Andreas Pansegrau

Veileder: Trond M. Døskeland

Masteroppgave, Økonomi og Administrasjon, Finans

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Forord

Denne oppgaven er utarbeidet som et avsluttende ledd av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole. Temaet for oppgaven er pensjonsoptimalisering for norske bedriftspartnere, herunder hvilke faktorer som er avgjørende ved vurdering av tilleggssparing utover gjeldende alders- og tjenestepensjonsordning.

Vi ønsket at oppgaven skulle omhandle et dagsaktuelt og interessant tema, som også kunne være originalt med tanke på oppgaver som er skrevet tidligere. Utredningen og dens analyser håper vi kan bidra til økt kunnskap om pensjon, for partnere i Norge. Vi ønsker å benytte anledningen til å takke vår veileder, Trond Mathias Døskeland, for inspirasjon og rådgivning underveis. Samarbeidet med Danske Bank og Danica Pensjon har vært en viktig del av arbeidet og vi ønsker å rette en stor takk til Edvard Clausen i Danske Bank for et fantastisk samarbeid.

Sammendrag

Norge har gjennom de siste ti årene opplevd store endringer i form av tilgjengelige pensjonsordninger og skattemessige tilpasninger. Obligatorisk tjenstepensjon som ble innført i 2006 og pensjonsreformen som kom i 2011 skulle bidra til økt bærekraft, og dermed ble en større del av pensjonsansvaret ført over på den enkelte. Disse endringene er imidlertid ikke ferdig implementert som en følge av overgangspensjoner og treg atferdsendring i befolkningen. Avisartikler og bankenes markedsføring anbefaler samtlige å spare til pensjonstilværelsen, men hvilket sparealternativ er det egentlig som gir høyest pensjonsutbetaling? Sammenligninger av ulike former for pensjonssparing inkluderer som regel bare de momentene som inngår i selve spareformen og tar dermed ikke hensyn til individets livssituasjon og risikopreferanse. I tillegg er som regel anbefalte spareformer tiltenkt arbeidstakere uten mulighet til å påvirke egen lønn eller tjenstepensjonsordning direkte. Bedriftsledere med eierandel i eget selskap har derimot et bredere utvalg av sparealternativer som kan gi økt pensjon. Dette kan være alternativer som økte innskuddspensjonssatser, uttak av utbytte eller å øke egen arbeidsinntekt.

Tall fra Danica Pensjon viser reduserte innskuddspensjonssatser etter hvert som daglig leders eierandel øker. Årsaken kan være at pengene prioriteres til vekstformål, eller at selskapet har for mange ansatte til at det er lønnsomt for partnerne å øke innskuddspensjonssatsene. I tillegg kan det tenkes at det på grunn av likviditetspreferanser heller foretrekkes sparing gjennom et holdingselskap eller en unit link-konto. Denne utredningen søker å besvare spørsmålet om hvordan arbeidende eiere i partnertunge bedrifter kan optimalisere egen pensjonssparing. Det utarbeides generelle matematiske modeller for tre ulike sparealternativer en partner kan velge mellom for å øke egen pensjonssparing. Modellene baseres på de retningslinjer som foreligger for de ulike alternativene og skattemessige framtidsutsikter for kommende år. Med utgangspunkt i realistiske parameterverdier kalibreres modellene for å estimere fremtidige pensjonsutbetalinger. De definerte sparealternativene testes ytterligere for å avdekke sensitivitet for endret sparebeløp og forventet nettoavkastning. Avslutningsvis presenteres den spareformen som anbefales for arbeidende bedriftseiere i Norge.

Innholdsfortegnelse

FORORD	I
SAMMENDRAG	II
FIGUROVERSIKT	VI
TABELLOVERSIKT	VII
1. INTRODUKSJON	1
1.1 FORMÅL OG PROBLEMSTILLING	2
1.2 AVGRENSNING	2
1.3 OPPGAVESTRUKTUR	3
2. GENERELT OM PENSJON	4
2.1 BEHOVET FOR ET PENSJONSSYSTEM.....	4
2.2 PENSJONSSYSTEMETS OPPGAVER	5
2.2.1 <i>Konsumutjevning</i>	5
2.2.2 <i>Omfordeling</i>	6
2.2.3 <i>Forsikring</i>	6
2.3 NØDVENDIGHETEN AV PENSJONSREFORMEN 2011.....	6
3. PENSJONSSYSTEMET I NORGE	8
3.1 FOLKETRYGDEN	8
3.2 TJENESTEPENSJON.....	9
3.2.1 <i>Ytelsespensjon i privat sektor</i>	9
3.2.2 <i>Innskuddspensjon i privat sektor</i>	10
3.3 DRIFTSPENSJON OG FORSIKRING.....	11
3.4 AFP I PRIVAT SEKTOR.....	12
3.5 EGEN SPARING	14
3.6 PENSJONSPLANLEGGING	14
4. SKATTEREFORMEN 2016 OG SKATTEFORLIKET	16
5. PARTNERENS MULIGHETER	19
5.1 VALGET MELLOM LØNN ELLER UTBYTTE.....	19
5.2 VEIEN TIL EN BEDRE PENSJONSFORSTÅELSE	21
6. FORVALTNING	22
6.1 INVESTERINGSSTRATEGI	22
6.2 HOLDINGSELSKAP	22
6.3 UNIT LINK-KONTO	23

6.4	AKTIV ELLER PASSIV FORVALTNING.....	24
6.5	RISIKO	25
6.6	DIVERSIFISERE	27
6.7	VALG AV RISIKOPROFIL.....	28
7.	MODELLER FOR SPAREALTERNATIVER.....	30
7.1	MODELLENES SVAKHETER	31
7.2	ØKTE INNSKUDSSATSER MELLOM 7,1 OG 12 G.....	32
7.3	UTBYTTE INVESTERT I EN UNIT LINK-KONTO	33
7.3.1	<i>Økt lønn investert i en unit link-konto.....</i>	<i>35</i>
8.	ANALYSE AV SPAREALTERNATIVER.....	36
8.1	PARAMETERNES VERDIER	36
8.1.1	<i>Tidshorison</i> t	<i>37</i>
8.1.2	<i>Potensielt sparebeløp.....</i>	<i>38</i>
8.1.3	<i>Avkastning og kostnad.....</i>	<i>38</i>
8.1.4	<i>Skattesatser.....</i>	<i>39</i>
8.2	KALIBRERING AV MODELLENE.....	40
8.2.1	<i>Økt innskuddspensjon.....</i>	<i>41</i>
8.2.2	<i>Utbytte.....</i>	<i>42</i>
8.2.3	<i>Økt lønn.....</i>	<i>43</i>
8.3	SAMMENLIGNING	43
8.3.1	<i>Sparebeløpets påvirkning.....</i>	<i>44</i>
8.3.2	<i>Oppnådd nettoavkastning</i>	<i>46</i>
9.	MARKEDSDATA	48
9.1	DATASETT	48
9.1.1	<i>Analyse av markedsdata.....</i>	<i>49</i>
9.2	ATFERDSTEORI.....	50
9.2.1	<i>Påvirkning av atferd.....</i>	<i>51</i>
9.2.2	<i>Overdreven selvsikkerhet.....</i>	<i>51</i>
9.2.3	<i>Manglende overblikk.....</i>	<i>51</i>
9.2.4	<i>Illusjon av kontroll.....</i>	<i>52</i>
9.3	ATFERDSENDRING	52
10.	DRØFTING.....	54
10.1	BEHOLDNINGENS STØRRELSE.....	54
10.2	UTELATTE VARIABLER	55
10.3	INVESTERING VIA HOLDINGSSELSKAP	56

10.4	OMKLASSIFISERING AV UTBYTTE	58
10.5	FOLKETRYGDEN OG AFP	58
10.6	LØNN OVER 12 G.....	60
10.7	SELSKAPETS VERDIUTVIKLING.....	60
10.8	LIKVIDITETSPREFERANSE	61
10.9	KAPITAL- OG RENTEINNTEKTER	61
10.10	FREMTIDENS SKATTESATSER.....	62
11.	KONKLUSJON	63
	LITTERATURLISTE.....	64
	VEDLEGG	I
	VEDLEGG 1 – MARGINAL SKATTESATS FOR UTBYTTE TIL HOLDINGSELSKAP	I
	VEDLEGG 2 – MARGINALE SKATTESATSER FOR PERSONINNTekt	I
	VEDLEGG 3 – SKATTESATSER FOR PENSJONSINNTekt I 2017.....	II
	VEDLEGG 4 – NOTASJON OG MELLOMREGNING FOR MODELLENE	II
	<i>Økt innskuddspensjon:</i>	<i>III</i>
	<i>Utbytte spart på Unit link-konto:</i>	<i>IV</i>
	<i>Økt lønn spart på Unit link-konto:</i>	<i>VI</i>
	VEDLEGG 5 – KALIBRERING AV FØRSTEORDENS BETINGELSER	VII
	VEDLEGG 6 – BEREGNING AV GJENNOMSNI TT LIG ARBEIDSINNTekt	VIII
	VEDLEGG 7 – BEREGNING AV SPAREBELØP	VIII
	VEDLEGG 8 – “KITCHEN SINK” – REGRESJON	VIII
	VEDLEGG 9 – DANICAS PENSJON: INNSKUDD OVER 2%.....	IX
	VEDLEGG 10 – SPAREBELØPETS STIGNINGSTALL ($t = 1$)	X
	VEDLEGG 11 – SENSITIVITET FOR NETTO AVKASTNING ($t = 1$)	X

Figuroversikt

Figur 1 Konsumutjevning	5
Figur 2 Pensjon: Før / Nå.....	7
Figur 3 Pensjonssystemets grunnpilarer	8
Figur 4 Grenseverdier for innskuddspensjon	11
Figur 5 AFP i privat sektor	13
Figur 6 Individets formue	15
Figur 7 Marginal skattesats på pensjonsinntekt	18
Figur 8 Valget mellom lønn og utbytte.....	20
Figur 9 Finansiell risiko	25
Figur 10 Diversifisering av portefølje.....	28
Figur 11 Risikoprofiler - Danica Pensjon	29
Figur 12 Aksjeandel for innskuddspensjon.....	29
Figur 13 Sparealternativer.....	30
Figur 14 Sammenligning av sparealternativer	44
Figur 15 Sparebeløpets påvirkning på utbetaling ved 71 år.....	44
Figur 16 Førsteordensbetingelser ved 71 år.....	45
Figur 17 Utbetaling ved 71 år basert på oppnådd nettoavkastning.....	46
Figur 18 Alternativ tilleggsutbetaling	47
Figur 19 Danicas kundeportefølje: Innskuddssatser	50
Figur 20 Forventet atferdsendring.....	53
Figur 21 Valg av risiko ved økt beholdning	54
Figur 22 Utelatte variablers påvirkning	55
Figur 23 Tilleggsutbetaling ved holdingselskap	57
Figur 24 Tilleggsutbetaling for holdingselskap ift. innskuddspensjon	57

Tabelloversikt

Tabell 1 Marginal personbeskatning (2017)	16
Tabell 2 Skattesatser for utbytte.....	17
Tabell 3 Modellenes parametere	36
Tabell 4 Parameternes verdier.....	41
Tabell 5 Resultat: Økt innskuddspensjon.....	42
Tabell 6 Resultat: Utbytte	42
Tabell 7 Resultat: Økt lønn	43
Tabell 8 Danica Pensjons kundeportefølje: Eierstruktur	49
Tabell 9 Danica Pensjons kundeportefølje: Innskuddssatser	49
Tabell 10 Resultat: Utbytte til holdingselskap	56

1. Introduksjon

Pensjons- og skattesystemets mange fallgruver, innviklede beregninger av marginale skattesatser og utsatte skattefordeler, er alle elementer som gjør det vanskelig å finne frem til en optimal pensjonssparing. Arbeidende bedriftseiere har en spesiell mulighet til å tilpasse forholdet mellom lønn, pensjonssparing og utbytte sammenlignet med vanlige lønsmottakere. Store overskudd gir partnere bedre muligheter til å kunne utnytte ”smutthullene” i pensjonsreglene enn noen andre, ifølge Birger Myhr fra pensjonseksperter (Myhr, 2015). Til tross for denne muligheten er det mange eiere av eget AS som ikke ofrer pensjon en tanke før de er i 60-årene (Nordstrøm, 2016). Denne utredningen vil vise at det ikke er én enkelt faktor som kan forklare hvorfor dette er tilfellet og vi skal se nærmere på de mest utslagsgivende faktorene som påvirker eieres prioriteringer i valg av pensjonssparing.

Uten tilstrekkelig kunnskap om pensjonsplanlegging, er det lett å overse potensielle fallgruver i pensjon- og skattesystemet. Basert på erfaring forteller Alexandra Plahte, ansvarlig for pensjon i Gabler Steenberg & Plahte, at flere har latt seg friste til å redusere næringsinntekten for å betale minst mulig skatt (Nordstrøm, 2016a). Det medfører et lavere beregningsgrunnlag i folketrygden, utgangspunktet for viktige ytelser som sykepenger, arbeidsavklaringspenger, uføretrygd, alderspensjon og AFP. Eiere som utsetter pensjonssparingen for lenge, risikerer dermed å miste muligheten til å opptjene god pensjon fra det offentlige. Partnere som ønsker å øke egen pensjonssparing kan ta ut en høyere arbeidsinntekt eller et årlig utbytte, for å investere i aksjemarkedet. I tillegg vil partnerens beslutningsmyndighet gjøre det mulig å øke innskuddssatsene for pensjonsordningen i selskapet.

Tidligere arbeider på området understreker i mange tilfeller viktigheten av å koble forventninger til fremtidig utbetaling sammen med hva som faktisk er realistisk å oppnå. Denne utredningen søker å bygge videre på bevisstgjøringen av pensjonsspørsmålet, herunder å beregne hva som faktisk vil være optimal pensjonssparing for arbeidende eiere i eget AS.

1.1 Formål og problemstilling

En *partnertung bedrift* fungerer som en juridisk enhet hvor ledelsen har en personlig eierandel i virksomheten. Bedriften er organisert som en juridisk enhet som produserer varer eller tjenester og har til en viss grad selvstendig beslutningsmyndighet. Arbeidende eiere i eget AS, definert som partnere, har beslutningsmulighet til å velge pensjonsordning for seg selv og sine ansatte. Forutsatt at ledelsen kan og skal gjennomføre egen pensjonsplanlegging i selskapet, tillater eierstrukturen at partnerne kan påvirke størrelsen på lønn, pensjonsutbetalinger og utbytte. Utredningen har som hensikt å sette pensjon på agendaen for norske bedriftspartnere, og målsettingen er å svare på følgende problemstilling:

Hvordan kan arbeidende eiere i partnertunge bedrifter optimalisere egen pensjonssparing?

Den underliggende hypotesen er at norske bedriftsledere vil ha sterke insentiver til å øke pensjonssparing utover gjeldende alders- og tjenestepensjonsordning for å optimalisere egen formue og pensjonsbeholdning. I oppgaven sammenlignes bedriftseieres muligheter til å øke satsene for innskuddspensjonsordningen som et alternativ til økt lønn eller uttak av utbytte fra selskapet. En naturlig del av en slik analyse er å se nærmere på de ulike skatteinsentivene og hvilken tilpasning som er optimal i lys av å maksimere fremtidig pensjonsutbetaling.

1.2 Avgrensning

Begrepet *pensjonssparing* benyttes om pensjon fra folketrygden, tjenestepensjon, AFP og eventuell private midler som er øremerket individets pensjonisttilværelse. *Pensjonssparing* defineres som det å overføre midler fra yrkesaktiv til yrkespassiv alder. anbefalinger som fremkommer i denne utredningen er tiltenkt partnere i norske bedrifter, og vil følgelig ikke være direkte overførbare til arbeidstakere uten eierandel, partnere i andre land eller den delen av pensjonssystemet som gjelder for offentlig sektor. Begrensninger og tilhørende forutsetninger som er sentrale for utførelsen av ønsket analyse belyses gjennom oppgaven og drøftes avslutningsvis.

Personlig eierskap og familieeide bedrifter omtales ofte om hverandre, ettersom det ikke eksisterer noen entydig definisjon av begrepet familieeierskap. I denne oppgaven benyttes *personlig eierskap* som et samlebegrep for både familieeide bedrifter og bedrifter med flere personlige eiere som ikke er i slekt (Grimsby & Grünfeld, 2014). Med utgangspunkt i overnevnte avgrensning og definisjonen av partnertunge bedrifter, vil oppgaven være aktuell for et bredt spekter av bransjer.

Datasettet som benyttes i oppgaven består av Danske Banks innskuddspensjonskunder i Norge, en av Danica Pensjons distribusjonskanaler. Vår analyse av markedet er basert på et utvalg, og vil ikke nødvendigvis være representativ for populasjonen i sin helhet. Eventuelle ulikheter som følger av at tilbyderne kan ha foretrukne kundesegmenter vil ikke bli diskutert i denne utredningen.

1.3 Oppgavestruktur

Oppgaven deles inn i fem deler hvor det først gis en introduksjon til utredningens tema og problemstilling. Teori og informasjon som er relevant til individets pensjonssparinger fremlegges i utredningens andre del. Deretter gis det i tredje del en innføring i modellene som er utarbeidet for analysen med tilhørende svakheter. I utredningens fjerde del analyseres de ulike sparealternativene som foreligger for en partner. Her gis det også en gjennomgang av markedspotensialet i lys av atferdsteori, basert på Danicas kundedata. Til slutt drøftes analysens resultater med teoretisk forankring, før det fremlegges en anbefaling for hvilket sparealternativ som optimaliserer utbetalt pensjon for en partner.

2. Generelt om pensjon

Kapittelet tar først for seg behovet for et pensjonssystem og dets oppgaver, dernest pensjonsreformen som ble vedtatt i 2011 og endringene som fulgte av den. Avslutningsvis kartlegges de ulike pensjonsordningene som eksisterer i det norske pensjonssystemet i dag, og hvordan de ulike pensjonsbeholdningene beregnes.

2.1 Behovet for et pensjonssystem

Pensjonssystemets grunnleggende formål er å gi *økonomisk* og *sosial trygghet* til de som ikke kan forsørge seg selv på grunn av alderdom, funksjonsevne eller tap av forsørger (NOU 2004: 1, 18). Denne tryggheten kan deles inn i de to områdene *grunntrygghet* og *standardtrygghet*. Førstnevnte er ment å skulle forhindre fattigdom og garanterer individet en minsteinntekt som pensjonist, uavhengig av tidligere inntekt og bidrag til pensjonsordningen. *Standardtrygghet* sikter til at den enkeltes pensjon skal stå i forhold til tidligere arbeidsinntekt og sikre at individets materielle levestandard ikke reduseres for mye i pensjonisttilværelsen.

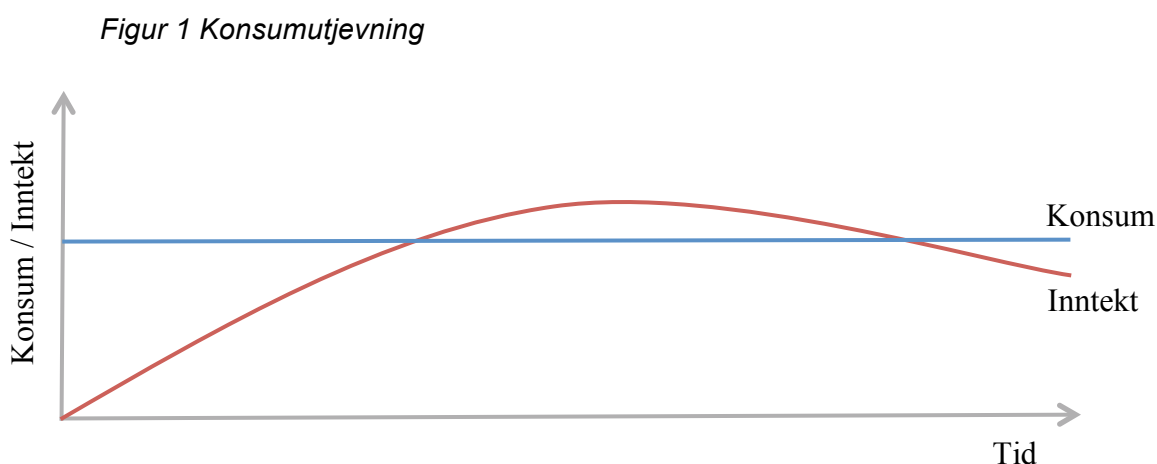
Et viktig aspekt ved pensjonssystemets *grunntrygghet* er at oppgaven må være statlig og skattefinansiert for å fungere i praksis. Det er avgjørende at pensjonssystemet er strukturert på en bærekraftig måte for at statlig finansiering skal være mulig på sikt (NOU 2004: 1, 18). Dersom en slik oppgave overlates til markedet, risikeres det at de som ikke har tilstrekkelig opptjening eller som av en eller annen grunn faller utenfor arbeidsmarkedet, ikke har noen inntekt når de går av med pensjon. Ansvar for individets *standardtrygghet* behøver imidlertid ikke å være statlig, ettersom individuelle preferanser vil avgjøre hvorvidt pensjonsinntekten sikrer *standardtrygghet* eller ikke. Denne oppgaven er derfor fordelt mellom arbeidsgiver og individet selv gjennom obligatorisk tjenstepensjon og egen sparing. Alle arbeidsgivere er lovpålagt å ha en pensjonsordning for sine ansatte slik at arbeidstaker får en pensjonsopptjening som er proporsjonal med arbeidsinntekten.

2.2 Pensjonssystemets oppgaver

Pensjonssystemet skal bidra til fordeling av inntekt og risiko av den enkeltes livsløp og mellom grupper i befolkningen (NOU 2004: 1, 19). For å gå nærmere inn på betydningen av sitatet og hvordan fordelingen fungerer i praksis deles oppgavene inn i tre: konsumutjevning, omfordeling og forsikring.

2.2.1 Konsumutjevning

Gjennom livsløpet vil individet oppleve ulike faser hvor både inntekt og konsum varierer. I den norske befolkningen er mellom 50 og 90% yrkesaktive fra de fyller 20 år frem til de runder 67 år, jfr. datamateriale på SSBs side <<Arbeidskraftundersøkelsen, 2. Kvartal 2016>> (2016a). Som et sannsynlig resultat av skolegang og pensjoneringstidspunkt, står flertallet uten inntektsgivende arbeid frem til de er 20 år og etter fylte 67 år. Konsumutjevning er basert på antagelser om at individets preferanser vil dra fordel av et mest mulig jevnt konsum gjennom livet. Denne effekten oppnås gjennom trygdeavgift, arbeidsgiveravgift og skatt på ulike typer inntekt og formue. Folketrygdens alderspensjon er bygget opp slik at pensjonsutbetalingens størrelse vil være relativ til arbeidsinntekt, men aldri lavere enn garantipensjonen på kr 162.566,-, jfr. informasjon på NAVs side <<Garantipensjon til personer med liten eller ingen inntektspensjon>> (2016a). Individets konsum reduseres altså i yrkesaktiv alder for å kunne bidra til pensjonstilværelsen som yrkespassiv (Figur 1).



2.2.2 Omfordeling

Med pensjonssystemets omfordelingsevne menes det faktum at verdier fra de med høy inntekt flyttes over til de med lavere eller ingen inntekt. Omfordelingen skjer gjennom skattesystemet og bidrar blant annet til å finansiere folketrygdens alderspensjon, herunder også garantipensjon som laveste grense. Pensjonsordningen finansieres løpende og bidrar dermed også til fordeling mellom generasjoner. Dagens pensjonsutbetalinger finansieres gjennom de årlige statsbudsjettene og omfordelingen medfører at det verken bygges opp fond eller akkumuleres underskudd, jfr. informasjon på regjeringens side <<A til Å om pensjon: Løpende finansiering>> (2016a).

2.2.3 Forsikring

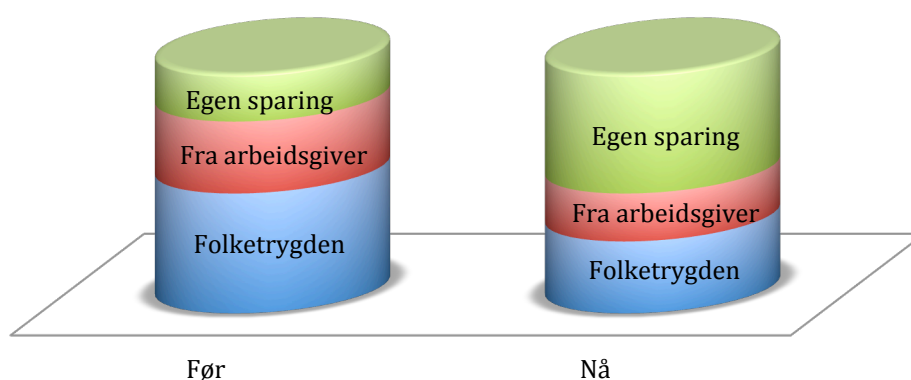
Utviklingen i Norge viser en stadig økende levealder, samtidig som nordmenn har færre år i arbeid sammenlignet med tidligere. Sammen skaper effektene et økende press på pensjonssystemet. Som en del av pensjonsreformen ble levealdersjustering innført som et tiltak for å lette finansieringen av folketrygden og dermed skape et mer bærekraftig system. I praksis divideres alderspensjonen på et delingstall, basert på forventet levealder for årskullet det gjelder. Økt forventet levealder gir dermed et høyere delingstall, som i sin tur reduserer den årlige pensjonsutbetalingen fra folketrygden. Delingstallet baseres på gjennomsnittet for årskullet man er født i og det er dermed en risiko for at vi lever kortere eller lenger enn gjennomsnittet, ifølge Døskeland (2014, 383). Folketrygden forsikrer den enkelte til dels mot slik levealdersrisiko ved at opptjent kapital tilfaller andre pensjonister når vi dør. På denne måten finansieres de som lever lenger enn generasjonens gjennomsnitt av de som lever kortere. I tillegg finnes det også private pensjonsforsikringer mot levealdersrisiko for de med høy inntekt, som også har høyt forbruk i pensjonisttilværelsen uten tilstrekkelige oppsparte midler (Døskeland, 2014, 383).

2.3 Nødvendigheten av pensjonsreformen 2011

Fødselsratene har vært avtakende i perioden etter 1970 og det forventes at andelen over 70 år vil øke med hele 8 prosentpoeng fra 2016 til 2060, jfr. datamateriale på SSBs nettside

<<Befolkningsframskrivinger, 2016-2100>> (2016b). Folketrygdens fremtidige pensjonsutgifter viste en oppadgående trend i perioden, som følge av økende antall eldre og økte gjennomsnittlige pensjonsutbetalinger. Målet med pensjonsreformen som ble innført i 2011 var et mer aktuarisk system med insentiver til utsatt pensjonering, for å stimulere arbeidstilbudet for de yrkesaktive.

Figur 2 Pensjon: Før / Nå



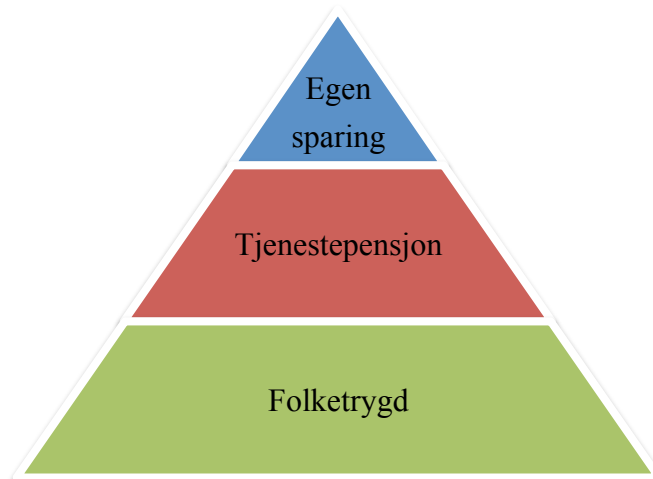
jfr. figur fra DNBS side <<Pensjon - Slik er den bygget opp>> (2016b)

De viktigste endringene for å sikre bærekraft var å innføre en ny og lavere regulering av løpende alderspensjon samt å levealdersjustere denne. Reformen skulle eliminere ulikheter og feil i tjenstepensjonen som førte til skeivfordeling og manglende insentiver for arbeid etter fylte 62 år, ifølge informasjon på regjeringens side <<Spørsmål og svar om pensjonsreformen: Hvorfor var det nødvendig med en pensjonsreform?>> (2016b). Videre var en viktig målsetning ved de nye pensjonsreglene at innbetaling i yrkesaktiv periode skulle samsvare med utbetaling i yrkespassiv periode. I korte trekk førte reformen til at arbeidsstedets pensjonsordning i tillegg til individets private sparing nå fikk økt betydning for størrelsen på fremtidens pensjonsutbetalinger (Figur 2). Ansvar for fremtidig pensjonsutbetaling ble med det i større grad flyttet over på den enkelte selv.

3. Pensjonssystemet i Norge

Det norske pensjonssystemet består av de tre grunnpilarene; folketrygden, tjenstepensjon og egen sparing (Figur 3). En grundig forståelse av pilarene er viktig for å få et realistisk bilde av størrelsen på fremtidig pensjonsutbetaling. Folketrygdens pensjoner utgjør ofte den største delen av individets pensjonsutbetaling. Siden 2006 har alle bedrifter vært lovpålagt å tilby en tjenstepensjonsordning til sine ansatte. Hensikten med obligatorisk tjenstepensjon er å sikre en tilleggspensjon utover folketrygdens ytelser. I tillegg til folketrygdens pensjoner og arbeidstakers tjenstepensjonsordning, finnes det tilleggsordninger som AFP og pensjon over drift. Individet kan også spare til pensjon på egenhånd gjennom for eksempel IPS, private pensjonsprodukter eller investering i aksjemarkedet.

Figur 3 Pensjonssystemets grunnpilarer



3.1 Folketrygden

Folketrygdens alders-, uføre- og etterlattepensjoner sikrer at den enkelte har en inntekt i pensjonisttilværelsen, og er på mange måter selve ryggraden i pensjonssystemet. Ordningen ble etablert i 1967 og har som mål å sikre alle en rettferdig pensjon i forhold til tidligere arbeidsinntekt, jfr. informasjon fra NAVs side <<Hvordan er det norske pensjonssystemet bygd opp?>> (2015). Samtidig prioriteres fordeling og likestilling slik at også personer uten pensjongivende inntekt skal sikres en god pensjon når den tid kommer. Alderspensjonen finansieres løpende gjennom en såkalt pay-as-you-go-ordning, der differansen mellom årlige innbetalinger og utbetalinger dekkes inn over ordinær beskatning, jfr. informasjon på

regjeringens side <<A til Å om pensjon: Løpende finansiering>> (2016). Utbetalt pensjon fra folketrygden er avhengig av opptjeningen fra fylte 13 år frem til fylte 75 år. Pensjonsbeholdningen vokser årlig med 18,1% av arbeidsinntekt opptil knekkpunktet på 7,1 G. Størrelsen på endelig utbetaling er avhengig av arbeidsinntekt, uttaksgrad og gjeldende delingstall for individets generasjon, jfr. informasjon på NAVs side <<Beregning av alderspensjon, født 1963 eller senere>> (2016b).

3.2 Tjenestepensjon

Den andre pilaren i pensjonssystemet er pensjoner som opptjenes gjennom et arbeidsforhold. Tjenestepensjon er en lovfestet rett for samtlige yrkesaktive i Norge, etter at det ble innført som obligatorisk i 2006, jfr. informasjon på NAVs side <<Tjenestepensjon>> (2016c). Loven om obligatorisk tjenestepensjon (OTP) er gjeldende for alle foretak med to eller flere ansatte som basert på lønn og arbeidstid fyller minimum 75% stilling i foretaket. Selskaper med bare én ansatt i tillegg til eier/eiere, med en stilling på 75% eller mer, faller også inn under OTP dersom den ansatte ikke har familiær relasjon til eieren/eierne. Et foretak kan også innføre en tjenestepensjonsordning dersom hver arbeidstaker har en arbeidstid og lønn som utgjør 20% eller mer av full stilling, som samlet utgjør to årsverk i virksomheten. Oppfyller selskapet minstekravene for OTP, skal alle arbeidstakere som er fylt 20 år og som har en stilling som overgår 20% av et årsverk være del av pensjonsordningen (Tjenestepensjonsloven, §2-2, 2013). Eier som eneste ansatt regnes som selvstendig næringsdrivende og må forholde seg til andre regler for opptjening i tjenestepensjonsordningen. Vi skiller mellom innskuddsbasert og ytelsesbasert tjenestepensjon, hvor førstnevnte har blitt mer og mer vanlig på grunn av arbeidsgivers forpliktelser i fremtiden.

3.2.1 Ytelsespensjon i privat sektor

En ytelsesbasert pensjonsordning sikrer arbeidstaker en avtalt pensjonsutbetaling, som en prosentandel av individets sluttlønn i bedriften. Det er arbeidsgivers ansvar å dekke differansen mellom folketrygdens alderspensjon og avtalt andel av arbeidstakers sluttlønn.

Arbeidsgiver plikter i tillegg å dekke avkastning under en garantert rente på 2% og bærer dermed risikoen for at kapitalen består. Ytelsespensjon er en livsvarig ytelse og det er forsikringskollektivet som arver pensjonsbeholdningen ved dødsfall. Pensjonsbeholdningens størrelse er avhengig av avtalt prosentandel, sluttlønn og opptjeningsperiode (Munthe, 2015). Full ytelsespensjon krever 30 års opptjening i bedriften, og at individet tar del i ordningen frem til pensjoneringstidspunktet. I tilfeller hvor arbeidsforholdet avsluttes før pensjoneringstidspunktet vil ansatte få med seg opptjent kapital i form av en fripolise, jfr. informasjon på DNBs side <<Spørsmål og svar om ytelsespensjon: Hva skjer når medarbeidere slutter?>> (2016a).

3.2.2 Innskuddspensjon i privat sektor

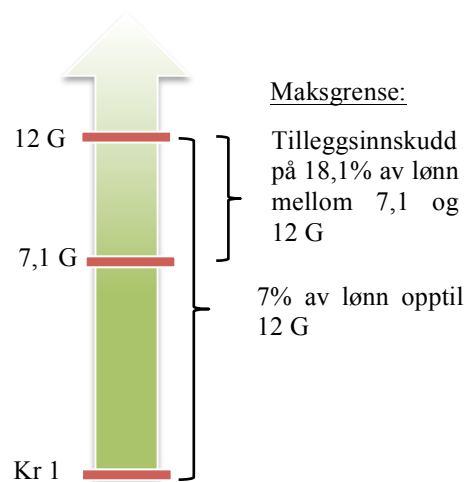
Lov om innskuddspensjon (Innskuddspensjonsloven, §5-3, 2016) forplikter arbeidsgiver til å spare et avtalt beløp eller en prosentandel av arbeidstakers lønn. Virksomheter med innskuddspensjon som gjeldende ordning, plikter å betale minimum 2% av arbeidsinntekt opptil 12 G. Ordningen har en øvre innskuddsgrense på 7%, men tillater et tillegg på 18,1% av arbeidsinntekt mellom 7,1 og 12 G for å kompensere for manglende opptjening i folketrygden. Selvstendig næringsdrivende kan frivillig opprette egen pensjonsordning. Innskuddsgrensen for denne gruppen er forøvrig 4% av arbeidsinntekt inntil 12 G, ifølge lovteksten (Innskuddspensjonsloven, §2-3, 2016). Alle år med arbeidsinntekt gir pensjonsopptjening i ordningen og årlig innbetaling bygger en beholdning som videre investeres i fond bestående av både aksjer og obligasjoner.

Den ansatte står selv ansvarlig for at innskuddspensjonsbeholdningen forvaltes med en risikoprofil som samsvarer med egen risikopreferanse. Risikoprofilen kan fritt endres i løpet opptjenings- og utbetalingsperioden. Valget avgjør beholdningens eksponering mot aksjemarkedet, men begrenses av pensjonsforvalterens utvalg av profiler. Utover arbeidsgivers forpliktete innskudd er det altså arbeidstaker som bærer risikoen for pensjonsbeholdningens størrelse på utbetalingstidspunktet. Alle forvaltningskostnader dekkes av arbeidsgiver inntil pensjonsutbetalingen starter, først da flyttes kostnadene over på individet selv. Innskuddspensjonsordningen er ikke nødvendigvis en livsvarig ytelse ettersom det er individet som bestemmer varigheten av uttaket. Loven krever imidlertid at

utbetalingsperioden har en varighet på 10 år og at den løper frem til fylte 77 år (Innskuddspensjonsloven, §7-1, 2016). Når den oppsparte pensjonen tas ut, beskattes den med gjeldende satser for pensjonsinntekt.

Figur 4 Grenseverdier for innskuddspensjon

Innskuddspensjonsloven åpner for forskjellige innskuddssatser i skillet mellom gamle og ny ansatte, men ikke egendefinerte satser for enkelt individer. En endring i innskuddssatsene må følgelig gjelde for alle ansatte. Knekkpunktet gjør det imidlertid mulig for bedriftsledere med eierandel å øke egen sparing ved å endre innskuddssatsen mellom 7,1 og 12 G.



3.3 Driftspensjon og forsikring

Partnere, toppledere eller særlig viktige individer med arbeidsinntekt over 12 G, kan være omfattet av kompensasjonsordninger for å motivere fremtidig dedikasjon til virksomheten. På grunn av innskuddspensjonsordningenes begrensede pensjonsgrunnlag, benyttes gjerne alternative ordninger som livrente, driftspensjon eller økt lønn. Livrente har tradisjonelt vært oppfattet som det minst gunstige alternativet fordi en må betale skatt i dag for en betinget ytelse i fremtiden (Plahte og Nordstoga 2013, 175). Høyere arbeidsinntekt gir bedre fleksibilitet enn livrente, men medfører et dilemma i sammenligningen av lønnsnivået for ansatte innenfor samme stillingsnivå og i markedet forøvrig.

Driftspensjon er et fleksibelt tilleggspensjonsalternativ for arbeidsinntekt over 12 G, hvor bedriften står fritt til å definere vilkår og øvrige betingelser. Pensjonsforpliktelsen medfører et skattemessig fradrag ettersom utbetaling føres som en kostnad i driftsregnskapet. For bedriften er det en stor fordel at pengene føres som en gjeldspost i regnskapet uten at det

avsettes kapital underveis, og at utbetaling finansieres løpende over drift i utbetalingsperioden. Rettighetshaver nyter på sin side fordelene av at utbetalingen beskattes som pensjonsinntekt fremfor arbeidsinntekt. Til tross for de mange fordelene, bærer alternativet betydelig usikkerhet ettersom myndighetene har signalisert at de vil vurdere den skattemessige siden ved driftspensjon, dersom utbredelsen av slike ordninger øker (Plahte og Nordstoga 2013, 176).

Alternativene som eksisterer for å optimalisere individets fremtidige pensjonsutbetalinger er avhengig av inntekt i oppsparingsperioden. Ansatte med lønn over 12 G som ikke har uføreforsikring, vil være særlig eksponert for et kraftig inntektstap dersom en ulykke skulle inntreffe. I dette segmentet er det derfor viktig å vurdere hvor hardt et inntektsfall rammer fremtidig konsum. Gruppens gjeldsforpliktelser kan være basert på et høyt inntektsnivå og vil dermed være vanskelige å finansiere dersom dette reduseres.

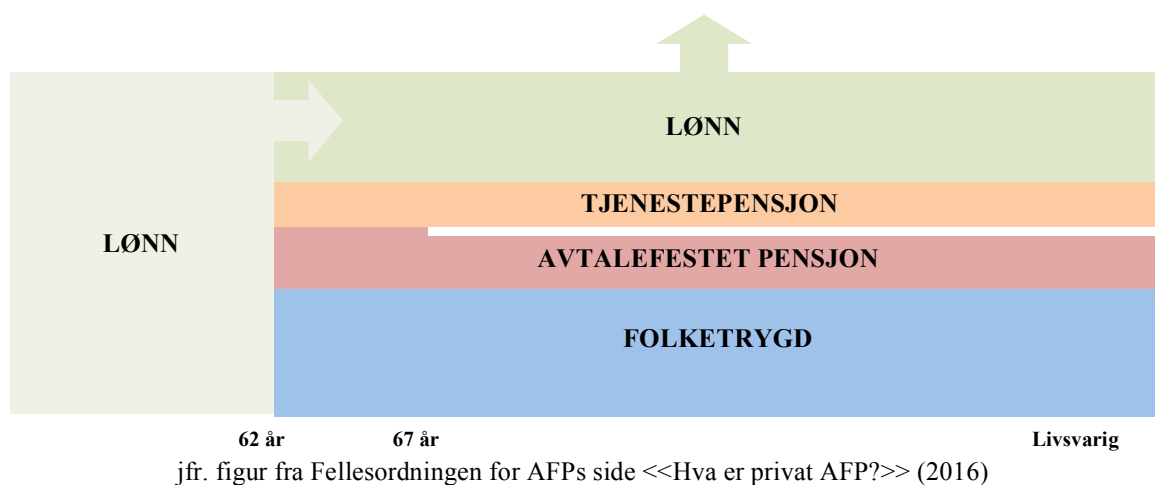
3.4 AFP i privat sektor

Avtalefestet pensjon er en tariffbasert pensjonsordning med ulike vilkår for privat og offentlig sektor. I 2010 ble lov om ny AFP-ordning vedtatt og ordningen ble endret fra å bare gjelde i aldersspranget 62-67 år til å være en livsvarig ytelse, ifølge informasjon på Fellesordningen for AFPs side <<Hva er privat AFP?>> (2016). Ny AFP i privat sektor er strukturert for å øke antall år i arbeid og ble fasett inn som en del av pensjonsreformen i 2011. Ordningen bygger på et trepartssamarbeid mellom arbeidsgiverorganisasjoner, arbeidstakerorganisasjoner og staten. Pengebeholdningen finansieres 2/3 av bedriften selv, mens staten står for 1/3. Det understrekes at avtalefestet pensjonsordning ikke må forveksles med *sparebaserte* ordninger som innskuddspensjon, ettersom brudd på avtalevilkårene fjerner alle rettigheter til utbetaling.

Slik det formuleres i lovteksten (AFP-Tilskottsloven, §6, 2010) skal pensjonsgrunnlaget for avtalefestet pensjon ”være summen av vedkommendes inntekt i de enkelte år med registrert pensjongivende inntekt i folketrygden, inkludert beløp det beregnes opptjening av etter

folketrygdloven §§ 20-6, 20-7, 20-7 a og 20-8”. All inntekt inntil 7,1 G i aldersperioden 13-61 år er med i beregningsgrunnlaget, enten arbeidsgiver er en AFP-bedrift eller ikke (Nordstrøm, 2016a). Årlig AFP skal utgjøre 0,314% av dette grunnlaget og justeres med et forholdstall basert på alderskull og individets alder ved uttak. En viktig forutsetning for utbetaling er at hovedarbeidsforholdet i 7 av de 9 siste år er tilsluttet en AFP-bedrift, og siste frist for inntredelse i ordningen er følgelig 53 år, jfr. lovteksten (AFP-Tilskottsloven, §4 (1c), 2010). Arbeidstaker må selv sørge for å jobbe hver måned i en minimums stillingsprosent på 20% og ikke motta ytelser fra folketrygden på 1,5 G eller mer i hvert av de tre siste år før fylt 62 år. Ved sykdom er det mulig med 26 ukers opphold, men ikke i første eller siste periode.

Figur 5 AFP i privat sektor



Uttak av AFP kan starte når som helst i perioden 62 til 70 år. Den nye ordningen tillater arbeid ved siden av utbetalingen, men krever at minimum 20% uttak av alderspensjonen fra folketrygden i tillegg til AFP. Tidlig uttak gir et månedlig kronetillegg (Figur 5), men da også en reduksjon etter fylte 67 år slik at den samlede nåverdien av pensjonen ikke påvirkes av tillegget, jfr. lovteksten (AFP-Tilskottsloven, §7 (3), 2010). Utbetalingen kan utsettes helt til fylte 70 år, noe som medfører at den årlige utbetalingen øker. Opptjeningen stopper imidlertid ved fylt 62 år og den totale verdien forblir uendret. Avtalefestet pensjon reguleres av AFP-tilskottsloven som ble vedtatt i 2010.

3.5 Egen sparing

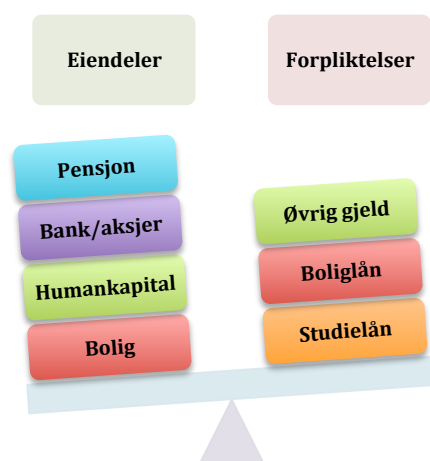
Individets egne sparing er den siste av de tre grunnpilarene, og kan være avgjørende for å oppnå *standardtrygghet*. Eksempler på egen sparing kan være nedbetaling av boliglån, sparing i bank, investering i aksjer eller rentepapirer og eventuelt plassering i private pensjonsproduktet. Individuell pensjonssparing (IPS) er et privat pensjonsprodukt som skal stimulere til økt pensjonssparing. Denne langsiktige spareformen gjør det mulig å spare inntil kr 15.000,- årlig. Årlig oppsparing kan trekkes fra nettoinntekt og reduserer dermed individets samlede skattegrunnlag. Innskuddet låses frem til pensjoneringstidspunkt, men til gjengjeld er både innskuddet og avkastningen fritatt fra formuesbeskatning. Et viktig moment med IPS er at beløpet beskattes som vanlig pensjonsinntekt ved uttak. Individider som vanligvis slipper skatt på pensjonsinntekt vil dermed måtte skatte opptil 55% skatt på IPS, ifølge en artikkel fra Dine Penger (Røst og Bache, 2012).

Det vil være mer gunstig å spare et årlig beløp i et aksjefond, og da gjerne et globalt indeksfond for de som er lite eller middels interessert i å følge med på forvaltningen. Et globalt indeksfond vil ha lave forvaltningskostnader og være godt diversifisert med tanke på den lange investeringshorisonten pensjonssparing har. Denne utredningen ser derfor nærmere på pensjonssparing i form av utbytte eller lønn som investeres i et globalt indeksfond, i tillegg til et alternativ hvor satsene for innskuddspensjonsordningen økes.

3.6 Pensjonsplanlegging

Pensjonsbeholdningen vurderes sjelden som en del av individets samlede formue, fordi den ikke føres opp i selvangivelsen. Flere er usikre på hvor mye de har i opptjent pensjonsbeholdning eller hvem som forvalter fripolisene fra tidligere arbeidsforhold. Riktig pensjonsplanlegging krever et helhetlig bilde av individets økonomiske situasjon. Ved å bare inkludere bolig og sparebeholdning i bank og aksjer i beskrivelsen av egen formue, utelukkes informasjon som er relevant for beslutningsgrunnlaget.

Figur 6 Individets formue



Bolig- og studielån er betalingsforpliktelser som vektet mot humankapital og bolig i balansen. I all enkelhet defineres humankapital som verdien av fremtidig inntjening basert på individets kunnskap og ferdigheter, jfr. definisjon på SNLs side <<Humankapital>> (2014). En anbefaling av optimal spareform til pensjonstilværelsen må ta hensyn til alle faktorene som inngår i balansen (Figur 6). Enkelte vil dra nytte av å spare gjennom nedbetaling av boliglån eller drive egen sparing til pensjon gjennom pensjonsprodukter, mens andre bør investere i aksjer eller aksjefond. Det finnes med andre ord ikke noe fasitsvar på hvilken spareform som vil være mest optimal for alle. I det følgende vil vi gå nærmere inn på skattereformen som ble vedtatt i 2016 og forventninger til fremtidige skattesatser.

4. Skattereformen 2016 og skatteforliket

Flernasjonale selskaper i Norge har, som følge av fritaksmetoden, mulighet til å flytte opptjent overskudd til andre land med lavere skattesatser. Norge er i så måte delaktig i en internasjonal skattekonkurranse som har gjort det nødvendig å justere skattesatsene slik at de nærmer seg nivået i sammenlignbare land. Nedtrapping av selskapskatten følges av økt utbyttebeskatning for å beholde eierbeskatningen på dagens nivå, og for å unngå at insentivene til inntektsskifting blir for sterk. Skattereformen av 2016 hadde som hensikt å trygge arbeidsplassene og finansiere velferdsordningene gjennom økonomisk vekst i fastlandsøkonomien, jfr. Finansdepartementets pressemelding <<Skattereformen for omstilling og vekst>> (2015). Teksten tar videre for seg et utvalg av vedtatte og foreslåtte skattesatser fra reformen, med tilhørende skatteforlik og foreslått statsbudsjett for 2017.

Finanskomiteen har vedtatt å videreføre prinsippet om felles skattesats på alminnelig inntekt for personer og selskap. I skatteforliket er det forslått en skattesats på 24% for 2017 og en videre reduksjon til 23% i perioden 2017- 2018. Den tidligere toppskatten er erstattet med en ny trinnskatt som skal dekke inn deler av den tapte skatteinntekten. Det er foreslått å øke innslagspunktene med 2,7% for trinnskatten i 2017, i tillegg til å øke satsene. Regjeringen mener en slik endring vil føre til at de fleste vil betale mindre skatt på siste tjente krone (Høylye, 2016). Endelig utvikling i trinnskatt er avhengig av fastsatte skattesatser i perioden frem mot 2018 og det foretas derfor ikke anslag på marginalsatt for alminnelig inntekt utover 2017. Marginal skattesats for alminnelig inntekt er et resultat av en skattesats for alminnelig inntekt på 24%, en trygdeavgift på 8,2%, trinnskatt og eventuelt 14,1% i arbeidsgiveravgift (Tabell 1).

Tabell 1 Marginal personbeskatning (2017)

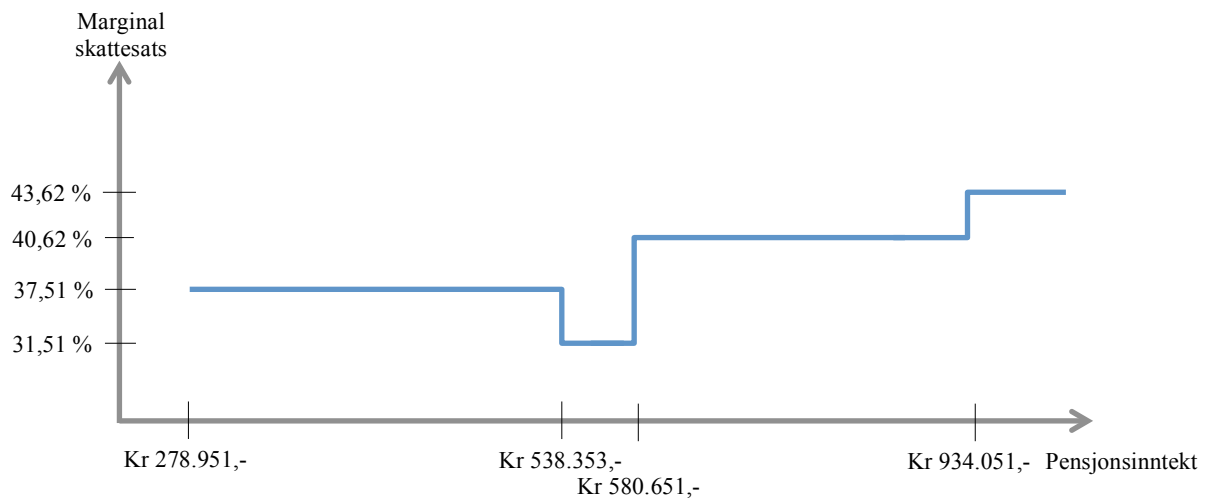
Lønnstrinn	Person- inntekt	Trinnskattesats på lønn	Marginalsatt eks. arbeidsgiveravgift	Marginalsatt inkl. arbeidsgiveravgift
Trinn 1	Fra 164 100	0,93 %	33,13 %	37,80 %
Trinn 2	Fra 230 950	2,41 %	34,61 %	39,49 %
Trinn 3	Fra 580 650	11,52 %	43,72 %	49,88 %
Trinn 4	Fra 934 050	14,52 %	46,72 %	53,31 %

Kapitalinntekt defineres i de to underkategoriene *kapitalinntekt som er eierinntekt* og *kapitalinntekt som ikke er eierinntekt* (Deloitte, 2015). Eierbeskatningen holdes tilnærmet konstant etter reduksjonen i selskapskatten, ved at skattegrunnlaget for utbytte og aksjegevinst oppjusteres med en faktor på 1,24 i 2017 og 1,33 i 2018. Marginal skattesats på kapitalinntekt for 2017 forventes dermed å bli 29,76%, som følge av oppjusteringsfaktoren. Basert på uttalelsene om fremtidig oppjusteringsfaktor, vil marginals-katten trolig øke til 30,59 % i 2018. Oppjusteringen av skattegrunnlaget er vedtatt for å motivere bedriftseiere til å ta ut lønn fremfor utbytte opp til fjerde trinns-kattenivå. Partnerens privatøkonomi og selskapets økonomi ses under ett og den totale marginals-katten på 46,62% er et resultat av 24% skatt på selskapets resultat og 29,76% i utbytteskatt (Tabell 2).

Tabell 2 Skattesatser for utbytte

År	Utbytte	Justerings-faktor	Grunnlag for beregning	Skattesats på alm. inntekt	Marginal utbytte skatt	Samlet skatt inkl. selskap
2016	100	1,15	115	25 %	28,75 %	46,56 %
2017	100	1,24	124	24 %	29,76 %	46,62 %
2018	100	1,33	144	23 %	30,59 %	46,55 %

Renteinntekter, herunder uttak fra unit link-konto, defineres ikke som eierinntekt og beskattes i 2016 med en sats på 25% uten oppjustering av skattegrunnlaget. Skattesatsen for renteinntekter følger den samme utviklingen som for alminnelig inntekt for person og selskap. I tråd med foreslått statsbudsjett forventes renteinntekter å skattlegges med en marginals-katt på 24% i 2017.

Figur 7 Marginal skattesats på pensjonsinntekt

Marginalskatt på pensjonsinntekt deles inn i fire intervaller fra kr 278.951,- og utover (Figur 7). Trinnene er et resultat av skatt på alminnelig inntekt, trygdeavgift, trinnskatt, avkortning av skattefradrag og arbeidsgiveravgiften, jfr. informasjon på Smarte Pengers side <<Marginalskatt på lønnsinntekter>> (2016c). Det realistiske utfallsrommet for en partners pensjonsinntekt anses å være trinn 1-3, ettersom pensjonsinntekten vil være lavere enn alminnelig inntekt. Hvor mye lavere den blir, er avhengig av partnerens innskuddssatser, avkastning på pensjonsbeholdning og andre eventuelle utbetalinger som er skattepliktige.

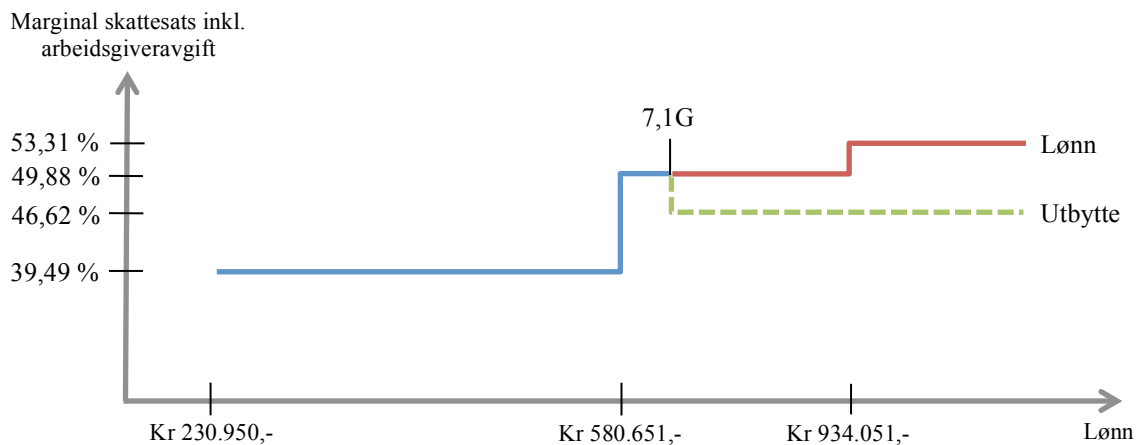
5. Partnerens muligheter

En partner er arbeidstaker og arbeidsgiver i en og samme person, og har dermed mulighet til å påvirke hvordan bedriften fordeler resultatet ut i forskjellige kanaler. For å øke egen pensjonssparing kan resultatet for eksempel tas ut som utbytte, eller det kan reduseres for å finansiere økt arbeidsinntekt. Frem til innføringen av aksjonærmodellen i 2006 var utbytte i praksis skattefritt for aksjonæren og naturlig nok foretrukket fremfor lønn (Platou, 2014). I den påfølgende perioden gjennomgikk skattesystemet endringer for å minimere inntektsskifting mellom utbytte og lønn, men det er fremdeles stor valgfrihet mellom de to alternativene. Partnerens lønnsnivå må ta hensyn til partnerens privatøkonomi og bedriftens økonomiske situasjon, i tillegg til de øvrige eierne. Hva som lønner seg er et komplekst spørsmål ettersom hvert individ og hver bedrift vil være forskjellig. Utredningen retter fokuset mot en maksimering av pensjonsutbetaling og beregningene vil være basert på ulike forutsetninger for å belyse de viktigste effektene som er i spill.

5.1 Valget mellom lønn eller utbytte

Utbytte er en utdeling av tilgjengelig egenkapital, som også kan omtales som bedriftens resultat etter skatt. Basert på satser for 2017 vil bedriften i utgangspunktet betale 24% i selskapsskatt og aksjonæren trekkes 29,76% i skatt på utbyttet som følge av oppjusteringen av skattegrunnlaget. Samlet gir dette partneren 46,62% i marginalsatt på utbytte (Vedlegg 2). Arbeidsinntekt er en driftsrelatert kostnad og reduserer driftsresultatet før skatt, med tilhørende 10,2% i feriepenger og 14,1% arbeidsgiveravgift. Samlet lønnskostnad reduserer bedriftens skattegrunnlag og medfører dermed en skattebesparelse. Partneren forutsettes å ha en lønn på 12 G og en lønnsøkning vil dermed falle innenfor fjerde trinnsatt. Marginal skattesatt på lønnsinntekt, inkludert arbeidsgiveravgift, vil altså være på 53,31%.

Figur 8 Valget mellom lønn og utbytte



Hver lønnskroner over kr 580.650,- medfører en høyere relativ marginalbeskatning sammenlignet med utbytte. Den marginale skattesatsen for utbytte reduseres ytterligere som følge av skjermingsfradraget, men på grunn av dagens lave renter vil denne effekten være liten. En isolert sammenligning av marginalsattesatser indikerer optimal tilpasning ved uttak av lønn opp til grensen på kr 580.650,-, og resterende som utbytte. Folketrygdens alderspensjon opptjenes imidlertid med 18,1% av arbeidsinntekt inntil 7,1 G (Kr 657.289,-) og er en sterkere effekt enn den økte marginalsatten. Dersom partneren kan velge, anbefales det å ta ut lønn inntil 7,1 G og overskytende som utbytte. Dette vil redusere den samlede beskatningen og gi full opptjening i folketrygden (Figur 8).

Som hovedregel er det stor valgfrihet mellom lønn og utbytte for arbeidende eiere (Platou, 2014). Dersom skatteetaten mistenker at hensikten med arbeidsvederlaget er å sikre rettigheter etter folketrygdloven, påpekes det at lønn kan bli omgjort til utbytte. Et eksempel som trekkes frem er tilfeller hvor eiers arbeidsinnsats ikke samsvarer med utbetalt lønn. Tilsvarende kan det være aktuelt med tilordning av utbytte til riktig skattesubjekt dersom lønnsnivå ikke tilsvarer markedsmessige betingelser. Arbeider eieren vederlagsfritt i et tilknyttet holdingselskap kan det med andre ord bli aktuelt å foreta en omklassifisering av utbytte til arbeidsvederlag.

5.2 Veien til en bedre pensjonsforståelse

Selv for pensjonsekspertene med bakgrunn innen jus eller økonomi viser det seg vanskelig å forenkle tilnærmingen til pensjon, ettersom problemstillingene kan være svært komplekse. En utfordring er at ekspertene tenderer å ha endimensjonal kompetanse innen fagfeltet. De har ikke nødvendigvis hele oversikten i en problemstilling der pensjonssparing ses som et alternativ til økt lønn eller utbytte. Pensjonsadvokater har eksempelvis dybdekunnskap innen gjeldende lovverk, men trenger gjerne tilleggskompetanse for å estimere den faktiske pensjonsutbetalingen. En revisor som bokfører pensjonsforpliktelser er kjent med de globale pensjonsstandardene, men trenger i utgangspunktet ikke å ha forståelse for hvordan disse standardene påvirker dividende og investeringspolitikk, ifølge David Blake (2006, forord).

Hvert fagfelt dekker sitt hovedområde innen pensjon og helhetsbildet kommer først i et samarbeid mellom dem. Kunnskap om pensjon og om egne pensjonsrettigheter er en forutsetning for å kunne ta riktige avgjørelser i en tid hvor et stadig større ansvar for egen pensjon overlates til den enkelte. Advokat og revisor er typiske partneryrker med høy arbeidsinntekt, hvor individene har god kunnskap på området uten nødvendigvis å ha oversikten i det store bildet. En privatøkonomisk innsiktstudie fra Nordstat viser at nesten halvparten av dem med inntekt over kr 900.000,-, oppgir pensjon som det området som gir dem mest hodebry (Wig, 2015).

6. Forvaltning

Dette kapitlet gir en teoretisk innføring i de ulike momentene som gjør seg gjeldende ved forvaltning av en pensjonsbeholdning. Individets investeringsstrategi, valg av forvaltningsform, risiko og diversifisering er ulike momenter ved kapitalforvaltning som anses spesielt relevante. Hensikten er å skape en forståelse rundt forvaltningen av pensjonsbeholdning og bakgrunnen for ulike risikoprofiler.

6.1 Investeringsstrategi

Før en investering kan finne sted er det nødvendig å utforme en investeringsstrategi. Strategien kombinerer motivasjonen som ligger til grunn for investeringen med investors risikopreferanse, investeringens tidshorison og investeringsobjektet. Innbyrdes i investeringsporteføljen defineres det videre hvilken allokeringen av kapital i aksjer, obligasjoner eller pengemarked som skal være gjeldende (Høegh-Krohn, 2004, 3-4). Kapitalallokeringen vil være avhengig av investors risikopreferanse, i tillegg til investeringens tidshorison. Oppgavens problemstillingen legger klare føringer for investeringsstrategien bak alternativene som analyseres. Partneren ønsker å optimalisere egen pensjonssparing og investeringsformen som benyttes vil dermed være avgjørende.

6.2 Holdingselskap

Et holdingselskap har som formål å eie andeler i et eller flere selskap og forvalte verdiskapningen i form av avkastning og utbytte, ifølge Danske Banks side <<Er holdingselskap smart for deg?>> (2016). Eierstrukturen kan organiseres avhengig av antall eiere, hvem som eier sammen og hvor mange selskaper holdingselskapet er medeier i. Fellesnevneren er at fritaksmetoden anvendes til å flytte overskuddet tilnærmet skattefritt, med omtrent 0,75% skatt på utbytte fra driftsselskapet (Vedlegg 1). Utbyttets størrelse besluttes på generalforsamlingen og fordeles så mellom holdingselskapene (Aksjeloven, §8-1-8-11, 1999). Egenkapitalen i holdingselskapet forvaltes etter eiernes ønsker og eiers uttak av utbytte forventes å skattlegges med 29,76% i 2017.

Familieeide holdingselskap har den fordelen at det er mulig å unngå konflikter relatert til tidlig beskatning av utbytte ved ulike likviditetsbehov. Holdingstrukturen medfører en utsatt skattefordel ettersom avkastningsgrunnlaget blir større, men det må også nevnes at eventuelt tap ikke vil være fradragsberettiget. Eier holdingselskapet andeler i flere selskap vil det være mulig å redusere risikoen ved å skille ut aktiviteter som er mindre lønnsomme eller har høyere risiko. Dersom holdingselskapet også er majoritetseier, med over 90% eierandel i flere selskaper, kan konsernbidrag anvendes til å fordele overskuddet mellom de selskapene som eventuelt går med underskudd. I konsernets struktur er det samlet resultat som teller ved beskatning, ifølge Danske Banks side <<Er holdingselskap smart for deg?>> (2016).

6.3 Unit link-konto

I 2016 ble selskapsskatten redusert for å unngå kapitalflukt i globale selskaper og for å bygge opp under næringsutvikling i Norge. Innfasingen av de nye skattereglene åpnet nye dører for skattetilpasning og finansbransjen var raskt ute med et alternativ for private investorer. Unit link-konto (også kalt investeringskonto, kapitalforsikring eller fondskonto) er et alternativ til direktekjøp av aksjer og fond. Produktet er konstruert som en forsikring hvor gevinsten beskattes som renteinntekt fremfor eierinntekter. På denne måten unngås oppjusteringsfaktoren som vanligvis følger ved utbetaling av utbytte og annen aksjegevinst. I tillegg til lavere beskatning utsettes også beskatningen til investeringen tas ut av kontoen. Individet kan med andre ord rebalansere porteføljen uten å utløse skatteplikt. Siden avkastningen er skattepliktig når den tas ut av kontoen vil også eventuelle tap være fradragsberettiget, jfr. informasjon på Smarte Pengers side <<Fondskonto>> (2016b).

Sparing via unit link-konto kan skje i form av enkeltinnskudd eller en spareavtale, og det er i utgangspunktet mulig å investere i de fleste investeringsprodukter. Unntakene er de mest kompliserte, slik som opsjoner, derivater og verdipapirer med innebygget gearing. De fleste tilbyderne har ingen administrasjons- eller kjøpsgebyr utover et årlig forvaltningshonorar ved direkteplassering i aksjemarkedet. Sammenlignbare kostnader er en viktig forutsetning for at unit link-konto skal være et godt alternativ til vanlig aksjekonto. Et tilleggsmoment er at konstruksjonen av kontoen medfører en kapitalforsikring der 101% av kontoverdien

utbetales til gjenlevende ved dødsfall. Produktet innebærer derfor en årlig forsikringskostnad basert på investors alder, relativt til kontoens beholdning.

På papiret er det forsikringsselskapet som eier innholdet i fondskontoen, mens individet holder retten til verdiskapningen. Eierstrukturen bryter med kravene i aksjonærmodellen og investoren mister dermed retten til årlig skjermingsfradrag. Lavt rentenivå i senere tid har gjort skjermingsfradraget lite, men rentenivået kan som kjent endre seg. Indirekte eierskap betyr også at investoren ikke har stemmerett ved selskapets generalforsamling. Finansdepartementet uttaler i høringsnotatet ”Endret beskatning av fondskonto” (2016) at unit link-konto reelt sett er en aksjeinvestering og at det derfor ikke bør være forskjell i beskatning av de to alternativene. Videre foreslås det at alle utbetalinger fra en investeringskonto som ikke er knyttet til opphør av kontoforholdet skal skattlegges likt med utbetalinger fra verdipapirfond.

6.4 Aktiv eller passiv forvaltning

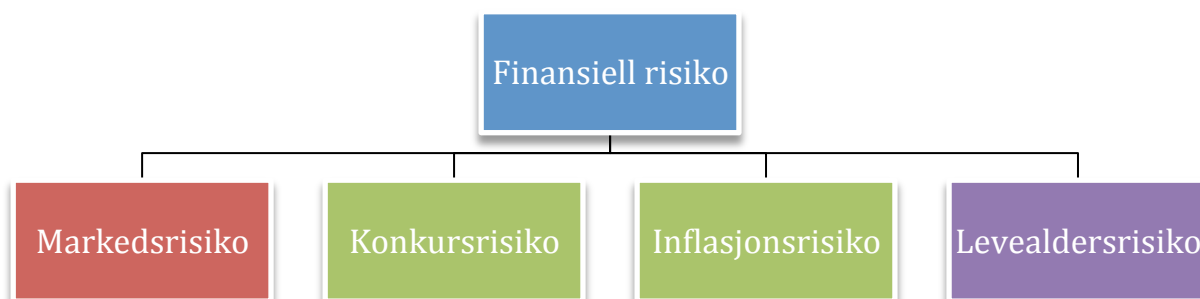
Forvaltning av kapital klassifiseres ofte som aktiv eller passiv forvaltning. Utgangspunktet for klassifiseringen baseres på hvorvidt fondet forvaltes i forhold til en indeks eller ikke. Passiv forvaltning kalles også indeksforvaltning, som en følge av at målet er minst mulig avvik fra en referanseindeks. Investeringselskaper som driver aktiv forvaltning forsøker imidlertid å oppnå en risikopremie utover markedsavkastningen, basert på en antakelse om at markedet ikke er effisient. En vanlig feilantagelse er at skillet mellom aktiv og passiv forvaltning går på antall transaksjoner. Forskjellen er at aktive forvaltere selv står for informasjonsinnsamlingen og baserer forvaltningen på egne analyser fremfor andres (Høegh-Krohn 2004, 5). Aktiv forvaltning er svært tidkrevende og de løpende kostnadene er følgelig høyere enn ved passiv forvaltning. En pensjonsbeholdning bør, ifølge NHH-professor Thore Johnsen, forvaltes passivt for å redusere forvaltningskostnadene. Flere studier viser at passiv forvaltning slår aktiv forvaltning over lengre tidsperioder (Jacobsen, 2014).

Når en partner har definert forvaltningsform, må det velges et eller flere investeringsobjekter. Historisk har risikable aktiva som aksjer gitt en meravkastning sammenlignet med mindre risikable aktiva som statsobligasjoner og bankplasseringer. En skulle dermed tro at alle langsiktige investorer satte formuen sin i risikable aktiva. Harry Markowitzs (Hens & Bachmann 2008, 15) sammenligning av ulike lands risikopremie i et gjennomsnittlig varians-diagram viser en klar sammenheng mellom høy risikopremie og høy risiko målt i standardavvik. Investeringens tilhørende risiko vil altså være avgjørende for potensiell avkastningen, og forklarer en mulig årsak til hvorfor ikke alle velger risikable investeringer. Individets risikopreferanse er dermed vesentlig for hvilket investeringsobjekt som velges. Som vi senere vil se danner risikopreferanse og investeringshorisont grunnlaget valg av risikoprofil for partnerens pensjonsbeholdning.

6.5 Risiko

Risiko kan omtales som sannsynligheten for at investeringen gir en lavere avkastning enn det som var forventet. I denne oppgaven ses risiko i forhold til sparebeholdning, herunder variasjonen i utfallsrommet fra ønsket til oppnådd beholdning. Risiko kan altså betraktes som sannsynligheten for at investert formue går tapt eller at ønsket avkastning ikke oppnås (Aven, 2016). Finansiell risiko er et sentralt moment i individets pensjonsplanlegging og kan deles inn i kategoriene markedsrisiko, konkursrisiko, inflasjonsrisiko og levealdersrisiko (Landes, 2012).

Figur 9 Finansiell risiko



Markedsrisiko, eller systematisk risiko, beskriver en underliggende usikkerhet i det markedet eller den bransjen det investeres i. Denne vil være gjeldende for samtlige i markedet og kan følgelig ikke diversifiseres bort. Finansmarkeder er alltid utsatt for risiko ettersom større eller mindre svingninger i markedet vil påvirke verdien av en gitt plassering. Den enkelte aksjes verdi kan øke eller synke og dermed endre investorens samlede porteføljeværdi, til tross for at antall aksjer holdes uendret gjennom perioden.

Konkursrisiko, eller usystematisk risiko er bedriftsspesifikk og kommer i tillegg til systematisk risiko. Usystematisk risiko er i hvilken grad et selskaps aksjer ikke korrelerer med markedet i sin helhet. Dette kan være usikkerhet rundt selskapets betalingsforpliktelser eller fremtidige prestasjoner. Aksjens verdi vil følgelig ha en høyere volatilitet og dermed være mer sensitiv enn markedet i sin helhet. Til forskjell fra markedsrisiko, er det i teorien mulig å fjerne usystematisk risiko ved å investere i ulike selskaper/bransjer som utligner variasjonen ved at aksjene er negativt korrelerte. Å plassere store deler av formuen i én sektor eller i eget selskap kan medføre en høy selskapsspesifikk risiko som investor ikke kompenseres for i markedet.

Inflasjonsrisiko er en viktig del av investors realavkastning og må ses i forhold til endringen i markedets generelle prisnivå. I en tid med lave renter er inflasjonsrisiko høyst relevant i sammenligningen av sparing i bank og aksjemarkedet. Bankplasseringer gir gjerne en avkastning på 1% med dagens lave innskuddsrenter, mens det generelle prisnivået stiger med 3%. Individets kjøpekraft vil dermed reduseres som følge av en tapt realavkastning på omtrent 2%. Norges Bank styrer aktivt mot et inflasjonsnivå på 2,5% og bidrar følgelig til å redusere risiko gjennom forutsigbarhet. Det skal imidlertid ikke tas for gitt at bankplasseringer er risikofrie ettersom inflasjonsrisiko er en reell trussel for fremtidig kjøpekraft.

Levealdersrisiko er usikkerheten for at pensjonsbeholdningen er for liten i tilfelle vi lever lengre enn forventet. I Norge er man til dels sikret mot levealdersrisiko gjennom folketrygden ettersom utbetalingene er livsvarige. Innskuddspensjonen er imidlertid ikke

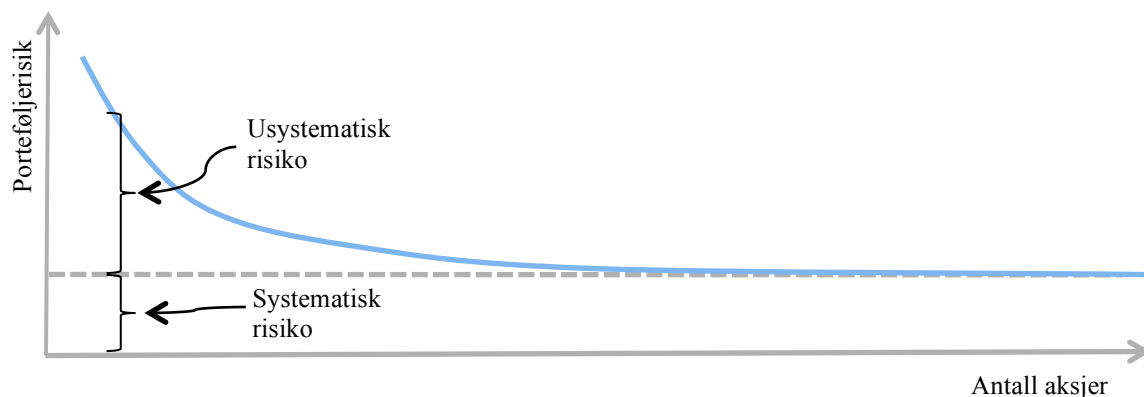
sikret av staten og baseres på innskutt kapital i opptjeningsperioden. Faktisk levealder er et risikomoment fordi konsumet i utbetalingsperioden vil være avhengig av det antall år pensjonsbeholdningen fordeles over. Å leve lenger enn planlagt kan med andre ord føre til en kraftig reduksjon i pensjonsutbetalingen når innskuddspensjonen er oppbrukt.

I følge Agnes Bergmo (2016, 129), daglig leder hos Penedoktoren, eksisterer det imidlertid også en underkommunisert risiko ved å investere gjennom en investeringskonto. Forsikringsselskapets egne selskapsrisiko, også omtalt som forsikringsselskapsrisiko, er en selskapsrisiko som ikke kan elimineres ved investering gjennom en unit link-konto. Det finnes eksempler på forsikringsselskaper som er så underkapitalisert at de kan få problemer med å overholde sine forpliktelser. Dersom forsikringsselskapet ikke klarer å utbetale verdiskapningen som er lovet gjennom forsikringsproduktet, risikerer investorene å tape alt. Investering gjennom en unit link-konto inneholder dog marginal forsikringsselskapsrisiko, med mindre tilbyderer forplikter seg til en fast avkastning på innskutt kapital.

6.6 Diversifisere

Ved å investere i flere selskaper, i forskjellige deler av markedet og på tvers av landegrensler, diversifiseres porteføljen slik at eksponeringen mot systematisk risiko blir marginal. Formålet er ifølge Døskeland (2014, 154), å øke avkastningen og redusere de totale svingningene i porteføljen. Indeksfond er porteføljer som består av flere selskaper i ulike sektorer. Risikoen reduseres betraktelig ved at slike fond på generelt grunnlag omfatter de mest omsatte aksjene. På den måten følger porteføljen markedsutviklingen og selskapsrisikoen ved de ulike enkeltaksjene utligner hverandre.

Figur 10 Diversifisering av portefølje



En vanlig feiloppfatning er at flest mulig aksjer gir den mest diversifisert porteføljen. Den marginale nytten av én ekstra investering er imidlertid avtakende, fordi det er hvordan aksjene korrelerer i forhold til hverandre som er den grunnleggende effekten (Figur 10). I teorien er det mulig å diversifisere bort all usystematisk risiko, men det kan være vanskelig å definere hvor mange aksjer en slik organisering innebærer i praksis. Ifølge Dr. Partridge i finansmagasinet MoneyWeek (2012), er det tilstrekkelig med aksjer i 16-20 ulike selskaper, avhengig av bransje og investors ferdigheter.

6.7 Valg av risikoprofil

Det er arbeidstakeren selv som avgjør innskuddspensjonens aksjeeksponering, gjennom valg av risikoprofil. Valget begrenses imidlertid av hvilke profiler som tilbys av pensjonsforvalteren, og individet har følgelig ikke friheten til å velge en detaljert vektning. Det tilbys som regel fire ulike profiler med varierende vektning mellom risikable aktiva og risikofrie obligasjoner (Figur 11). I tillegg finnes det også løsninger hvor tilbyderer gradvis trapper ned pensjonsbeholdningens aksjeeksponering etter hvert som individet passerer ulike alderstrinn.

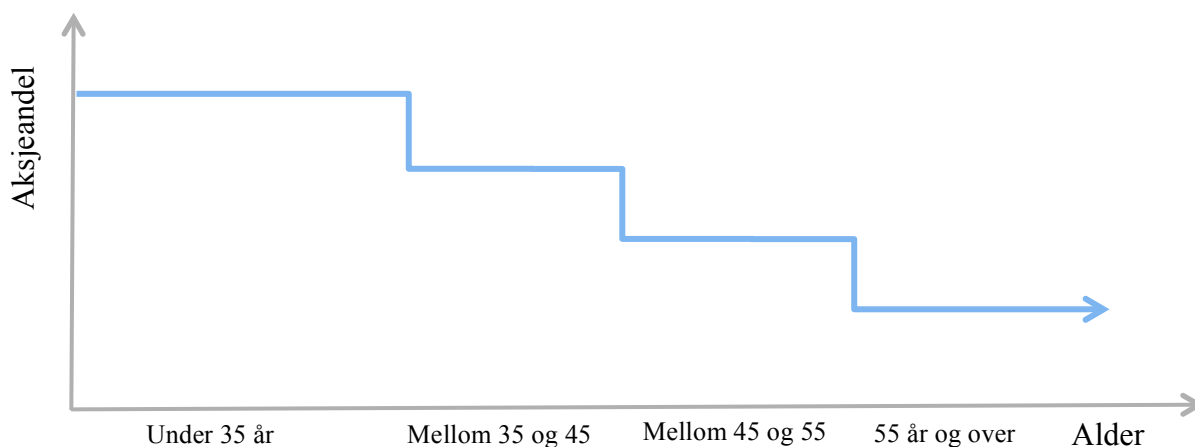
Figur 11 Risikoprofiler - Danica Pensjon



jfr. informasjon fra Danica Pensjons side <<Danica Valg>> (2016b)

Partnerens valg av risikoprofil for innskuddspensjonsbeholdningen må reflektere sparingens tidshorisont og individets risikopreferanse. Problemet som oppstår er at en annen vektning en de profilene som tilbys ikke vil være mulig, og at det dermed kan bli vanskelig å samkjøre risikoprofil med egen risikopreferanse. Lang tidshorisont vil i teorien medføre lavere sannsynlighet for tap, fordi investeringen vil ha tid til å hente seg inn igjen før den skal realiseres (Bennyhoff, 2008).

Figur 12 Aksjeandel for innskuddspensjon

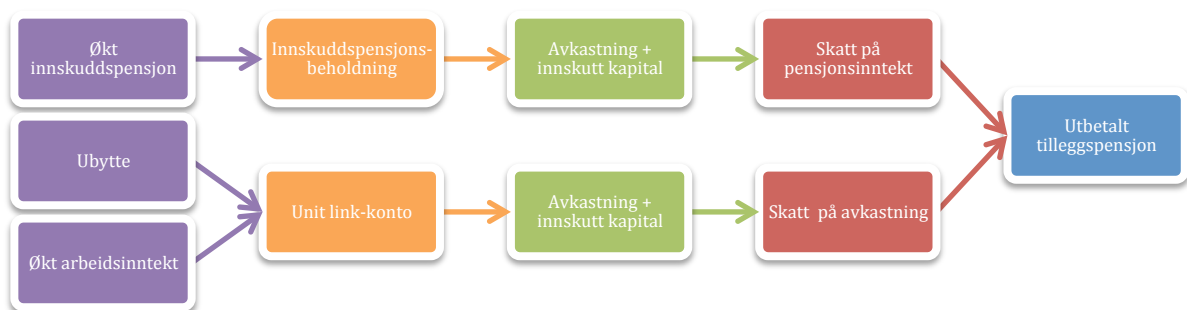


Basert på diversifiseringseffekten av tid, bør en som sparer til pensjon starte med så høy aksjeandel som mulig, før andelen gradvis reduseres (Figur 12). På denne måten oppnås en høy avkastning gjennom store deler av spareperioden. I tillegg vil gradvis nedtrapping av aksjeeksponering reduserer beholdningens volatilitet, som igjen øker forutsigbarheten til fremtidig utbetaling (DNB, 2016b).

7. Modeller for sparealternativer

I dette kapittelet presenteres tre modeller for en partners alternativer ved sparing til pensjon, utover gjeldende innskuddsordning hos arbeidsgiver og alderspensjon fra folketrygden. Vi ser på en partner som årlig kan ta ut sin del av selskapets overskudd i form av økt lønn, utbytte eller ved å øke innskuddssatsen for pensjonsordningen (Figur 13). Modellene er konstruert med tilsvarende like forutsetninger for å gjøre dem gjeldende på et generelt grunnlag. Alternativene for økt utbytte og lønn investeres via en unit link-konto, mens økt innskuddspensjon forvaltes sammen med partnerens eksisterende innskuddspensjonsbeholdning. Innskuddssatser, sparebeløp, forvaltning og tidshorisont er eksempler på parametere som vil påvirke den faktiske økningen i utbetalt pensjon.

Figur 13 Sparealternativer



Som tidligere nevnt kan partnerens eierandel i et driftsselskap være eid gjennom et heleid holdingselskap. På grunn av fritaksmodellen vil det følgelig være skattefavorisert å ta ut utbytte til et holdingselskap, fremfor å ta det ut privat. En beregning av potensiell tilleggspensjon ved reinvestering av utbytte via et holdingselskap vil være prinsipielt lik som for økt innskuddspensjon. Dersom modellen for økt innskuddspensjon benyttes, byttes arbeidsgiveravgiften ut med utbytteskatt for holdingselskap og skatt på pensjonsinntekt byttes ut med utbytteskatt fra holdingselskap til aksjonær. Alternativet er imidlertid ikke tatt med som en egen modell i analysen som en følge av at ikke alle partnere har mulighet til en slik eierform. Holdingselskap er likevel et interessant alternativ som vi kommer tilbake til i drøftingen.

For at de ulike modellene skal kunne sammenlignes, vil forutsetninger for uttak og periodisering være gjeldende for samtlige alternativ. Periodiseringen for alle alternativene er forutsatt årlig og forskuddsvis for hele perioden, og det foretas ingen uttak før partneren går av med pensjon. Hvert års innskudd skaper en nettoavkastning over $N - n$ år, hvor N er antall år med sparing og n er tidspunktet hvert individuelle beløp investeres. Når partneren har startet uttak vil resterende beholdning fremdeles skape en årlig avkastning. For å unngå renters rente-effekten og for at tilleggsutbetalingen U_t skal reduseres fra år til år, blir denne avkastningen tatt ut i sin helhet året etter opptjening. Dette anses som en rimelig antakelse som følge av at partneren trolig ønsker høyest utbetaling i begynnelsen av pensjonstilværelsen. Modellene vil dermed ikke være gjeldende for partnerens første utbetaling, ettersom denne ikke vil inneholde noen ytterligere avkastning enn det som er opptjent under spareperioden.

7.1 Modellenes svakheter

Generelle modeller vil alltid ha tilhørende svakheter som følge av de forutsetninger og forenklinger som er tatt. Modellene er et forsøk på å gjøre alternativene intuitivt sammenlignbare på et generelt plan og samtlige parametere, med unntak av tidsvariablene, er derfor konstante. Det forutsettes altså at det kan settes en gjennomsnittlig forventet avkastning for pensjonsbeholdningen basert på historiske data. Avkastningen som benyttes i beregningen må derfor også ta hensyn til eventuelle endringer i individets risikoprofil. På lik linje er det forutsatt at forvaltnings- og forsikringskostnadene også kan settes som en samlet gjennomsnittlig prosentsats for hele tidshorisonten. Fremtidige finansielle kriser og lovendringer er ikke hensyntatt i modellene.

Hvor lenge partneren ønsker å spare og når han/hun ønsker å gå av med pensjon er i stor grad bestemt av partneren selv. Siden vi beregner tilleggsutbetalingen for én partner, vil spareperioden og uttaksperioden være lik for alle modellene i analysen. Utgangspunktet er at partneren tar ut 100% av pensjonen over hele uttakshorisonten. Gradert uttak vil resultere i lavere utbetaling de første årene og dermed også medføre høyere netto avkastning på resterende pensjonsbeholdning i hvert år.

Modellen for økt lønn tar ikke hensyn til at lønnsøkningen årlig vil bidra til økt opptjening av feriepenger. Kostnaden og utbetalingen av økte feriepenger vil totalt sett være null, ettersom bedriften og partneren ses under ett. Bedriftens reduserte skattegrunnlag som følge av de økte kostnadene bør imidlertid inkluderes i en fullstendig vurdering. Videre tar de generelle modellene for lønn og utbytte ikke hensyn til potensiell formueskatt. I begge alternativene vil innestående beholdning telle med som en del av partnerens formue og være skattepliktig dersom partneren er i skatteposisjon.

Samlet sett resulterer de overnevnte forutsetningene og begrensningene at modellene ikke kan benyttes til en fullstendig beregning av en partners fremtidige tilleggsutbetaling. Det understrekes herved at modellene kun er utarbeidet for å danne et grunnlag for å sammenligne de ulike sparealternativene. En fullstendig beregning på generell form vil være svært vanskelig på grunn av potensielle endringer i lover og regler i fremtiden, i tillegg til selskapsesifikke forhold. Vi starter med tre generelle modeller før vi i analysen setter inn for de ulike parameterne. Notasjon og mellomregning finnes i vedlegg 4.

7.2 Økte innskuddssatser mellom 7,1 og 12 G

Innskuddspensjonsordningen i Norge har både en nedre og en øvre grense for hvor mye av ansattes arbeidsinntekt som kan spares gjennom ordningen. Partneren har mulighet til å endre innskuddssatsene for pensjonsordningen i bedriften så lenge avgjørelsen godkjennes som en del av arbeidsavtalen og er gjeldende for alle ansatte i virksomheten. For å minimere kostnaden ved endret innskudd tenkes det at partneren øker innskuddssatsen mellom 7,1 og 12 G. Dette alternativet er følgelig tiltenkt virksomheter hvor det er få eller ingen ansatte, utenom partnerne som har arbeidsinntekt over 7,1 G.

En partner som tar ut sin del av økt egenkapital K_n i form av å øke innskuddssatsen mellom 7,1 og 12 G, vil få et årlig innskudd i tillegg til ordinært innskudd i begynnelsen av hvert år. Selskapet vil måtte betale mer i arbeidsgiveravgift A som følge av det økte innskuddet. Arbeidsgiveravgiften vil totalt sett redusere partnerens tilgjengelige kapital i selskapet og

trekkes dermed fra det årlig uttaket av egenkapital. Det årlige innskuddet vil skape avkastningen r_p , gjennom hele spareperioden N . Forvaltningen av den innskutte kapitalen fører også med seg årlige kostnader, som etter lovteksten (Tjenestepensjonsloven, §4-8, 2013) dekkes av arbeidsgiver. Siden vi i dette tilfellet snakker om et individ som eier en betydelig andel av selskapet, vil disse forvaltningskostnadene f_p i realiteten trekkes fra partneren. For å inkludere dette aspektet legges forvaltningskostnadene for både spareperioden og uttaksperioden over på individet selv. På pensjoneringstidspunktet t_0 vil derfor summen av alle innskuddene, inkludert netto avkastning R_p for hvert år være et tillegg til pensjonsbeholdningen lik $P_0 = \sum_{n=0}^N (K_n * (1 - A) * (1 + R_p)^{N-n})$. Vi betegner R_p som $(r_p - f_p)$ hvor r_p er årlig avkastning på innskuddspensjonsbeholdningen.

Tillegget P_0 fordeles over det antall år T som er ønsket utbetalingsperiode for partneren. Den årlige brøkdelen av pensjonsbeholdningen som ligger til grunn ved pensjoneringstidspunktet omtales heretter som grunnbeløpet B . Grunnbeløpet, basert på 100% uttaksgrad, beregnes som $B = \frac{P_0}{T}$. Når partneren har startet uttak av pensjon, vil resterende pensjonsbeholdning fremdeles skape en årlig nettoavkastning som utbetales påfølgende år. Tilleggsutbetalingen beskattes som pensjonsinntekt med den marginale skattesatsen S_p og partneren får dermed utbetalt et tillegg til ordinær pensjonsutbetaling etter skatt på $U_t^p = (B + P_t * (1 + R_p)) * (1 - S_p)$. Setter vi inn for de ulike parameterne får vi en mer detaljert modell hvor benyttet egenkapital tydeliggjøres:

$$U_t^p = \left(\left(\sum_{n=0}^N (K_n * (1 - A) * (1 + R_p)^{N-n}) \right) * \left(\frac{1}{T} + \left(\left(1 - \frac{t}{T} \right) * R_p \right) \right) \right) * (1 - S_p)$$

7.3 Utbytte investert i en unit link-konto

Partnere som har tilgjengelig egenkapital i eget selskap og et ønske om å spare til alderdommen har også andre alternativer enn å øke satsene for innskuddspensjonsordningen. Egenkapitalen kan tas ut som ordinært utbytte for deretter å investeres i aksjemarkedet. På denne måten kan partneren, som pensjonist, årlig ta ut penger for å supplere opparbeidet

alders- og tjenstepensjon. I dette tilfellet ser vi på investering og forvaltning gjennom en unit link-konto, i stedet for ordinær aksjekonto. Investeringsformen gjør at oppjusteringsfaktoren som følger med eierinntekter unngås, samtidig som beholdningen kan rebalanseres uten å utløse beskatning. Den gitte partneren antas å ha preferanser for lave forvaltningskostnader og samme tidsperspektiv for sparebeholdningen som ved øvrig pensjonssparing. Utbyttet som hentes ut plasseres følgelig i et passivt forvaltet fond.

Egenkapitalen K_n hentes ut av selskapet i form av et årlig utbytte og investeres i et globalt indeksfond gjennom en unit link-konto. På pensjoneringstidspunktet har investoren spart opp tilleggsbeholdningen P_0 . Denne vil være summen av alle utbyttene etter skatt S_k og opptjent nettoavkastning R_u over sparehorisonten, lik $P_0 = \sum_{n=0}^N ((K_n * (1 - S_k)) * (1 + R_u)^{N-n})$. Årlig nettoavkastning er gjennomsnittlig avkastning justert for alle forvaltnings- og forsikringskostnader f_u . Som pensjonist vil partneren årlig kunne ta ut grunnbeløpet B , beregnet som $B = \frac{P_0}{T}$. Ettersom opptjent avkastning fra spareperioden er skattepliktig og ligger innbakt i grunnbeløpet, er beskatningen av denne avkastningen tatt ut som et eget ledd til høyre i modellen. Når partneren har startet uttak vil den resterende beholdningen fortsatt gi en årlig avkastning. Avkastningen mellom årene i utbetalingsperioden utbetales i sin helhet etter skatt ved påfølgende utbetaling, sammen med grunnbeløpet. Skatt på renteinntekt S_r betales dermed både av opptjent avkastning under spareperioden og av den avkastning som skapes på resterende beholdning under uttak.

Vi innfører I_0 som er summen av innskutt kapital og L_0 som er det årlige uttaket av I_0 . Bakgrunnen for disse to nye leddene er at kostprisen for investeringen må defineres for at skatt på avkastningen fra oppsparingsperioden skal kunne beregnes. Modellen forutsetter følgelig at det tas ut samme andel av innskutt kapital og samme andel av opptjent avkastning hvert år. Samlet sett får partneren årlig utbetalt $U_t^u = B + ((P_0 - t * B) * R_u) * (1 - S_r) - \frac{((P_0 - t * B) - (I_0 - t * L_0))}{T - t} * S_r$.

Setter vi inn for de ulike parameterne og forkorter får vi en mer detaljert modell hvor benyttet egenkapital og skatt på utbytte tydeliggjøres:

$$U_t^u = \sum_{n=0}^N \left((K_n * (1 - S_k)) * (1 + R_u)^{N-n} * \left(\frac{1}{T} + \left(1 - \frac{t}{T}\right) * R_u * (1 - S_r) \right) \right) - \frac{\sum_{n=0}^N \left((K_n * (1 - S_k)) * (1 + R_u)^{N-n} \right) * \left(1 - \frac{t}{T}\right) - \sum_{n=0}^N (K_n * (1 - S_k)) * \left(1 - \frac{t}{T}\right) * S_r}{T - t} * S_r$$

7.3.1 Økt lønn investert i en unit link-konto

Som et tredje alternativ kan egenkapitalen K_n benyttes til en lønnsøking, som deretter årlig investeres i sin helhet gjennom en unit link-konto. Modellen for økt lønn er i utgangspunktet den samme som for utbytte og er mest relevant for arbeidstakere som ikke har mulighet til å velge mellom de to øvrige alternativene. Forskjellen er at økt lønn beskattes med marginal skattesats på inntekt S_l i stedet for skatt på utbytte S_k . En partner som velger et slikt alternativ vil årlig få utbetalt:

$$U_t^l = \sum_{n=0}^N \left((K_n * (1 - S_l)) * (1 + R_u)^{N-n} * \left(\frac{1}{T} + \left(\left(1 - \frac{t}{T}\right) * R_u \right) * (1 - S_r) \right) \right) - \frac{\sum_{n=0}^N \left((K_n * (1 - S_l)) * (1 + R_u)^{N-n} \right) * \left(1 - \frac{t}{T}\right) - \sum_{n=0}^N (K_n * (1 - S_l)) * \left(1 - \frac{t}{T}\right) * S_r}{T - t} * S_r$$

8. Analyse av sparealternativer

Det følgende kapittelet legger føringene for parameterne som inngår de ulike modellene, før de kalibreres og resultatene analyseres. Formålet med analysen er å kartlegge hvilket sparealternativ som gir høyest tilleggsutbetaling for en partner. Resultatene vil dermed gjøre det mulig å anbefale hvilken spareform en partner bør benytte for å optimalisere egen pensjonsutbetaling i fremtiden.

8.1 Parameternes verdier

Verdiene som benyttes i analysen er forventede verdier basert på historiske tall, uttalelser om statsbudsjettet for 2017 og skattereformen fra 2016. Forutsetningene er gjort til tross for usikkerheten som eksisterer i tilknytning til enkelte parametere som følge av endret lovgivning og potensielle lavkonjunkturer som kan påvirke tilleggsutbetalingen. Tabell 3 er en oversikt over de parameterne som kapittelet legger føringer for.

Tabell 3 Modellenes parametere

Betegnelse	Forklaring
K_n	Årlig uttak av tilgjengelig egenkapital, i form av økt innskudd, utbytte eller økt lønn
N	Antall år med oppsparing
n	Gjeldende år under oppsparingsperioden
T	Antall år med uttak
t	Gjeldende år under uttak
R_p	Årlig nettoavkastning på innskuddspensjon, i prosent
R_u	Årlig nettoavkastning på unit link-konto, i prosent
P_t	Pensjonsbeholdning på tidspunkt t
B	Årlig tilleggsutbetaling eks. nettoavkastning
A	Arbeidsgiveravgift
S_p	Marginalskatt på pensjonsinntekt
S_I	Marginalskatt på arbeidsinntekt inkl. arbeidsgiveravgift
S_k	Skatt på utbytte inkl. selskapsskatt
S_r	Skatt på renteinntekt
U_t	Utbetalt beløp etter skatt, på tidspunkt t

8.1.1 Tidshorisont

Tidshorisonten for investering- og utbetalingsperioden er en av de største driverne av tilleggssparingen ettersom renters rente effekten har mye å si for endelig beholdning. Det er følgelig optimalt å starte sparingen så tidlig så mulig, men starttidspunktet vil være avhengig av partnerens livssituasjon. I følge SSBs publikasjon <<Yrker, arbeidskraftundersøkelsen, 2008>> (2009) er gjennomsnittlig alder 46,3 år for personer i lederstillinger i Norge. Statistikken inkluderer dog alle lederstillinger og ikke bare bedriftsledere med eierandel. Flertallet av individene i SSBs undersøkelse antas ikke å være partnere med en slik beslutningsmyndighet som denne utredningen søker. I artikkelen ”Her er de yngste børsnoterte lederne”, fra E24 (2012) beskrives gjennomsnittsalderen mer spesifikt for både konsernsjefer og finansdirektører i Norge som henholdsvis 51,5 og 46,5 år. Basert på overstående statistikk antas en gjennomsnittlig partner, som ønsker å optimalisere egen pensjonssparing, starter sparingen i en alder av 52 år.

Gjennomsnittlig pensjonsalder for menn og kvinner med høyere utdanning var i 2009 ca. 64 år, ifølge tall fra SSB (Solem, Finseraas & Nicolaisen, 2009). Det er imidlertid grunn til å tro at pensjonsalderen har økt siden denne undersøkelsen ble gjort, og at den vil fortsette å øke i fremtiden som følge av stadig økende forventet levealder. I mange tilfeller vil det være gunstig å starte uttak av alderspensjon fra folketrygden i en alder av 62 år, samtidig som en fortsetter i arbeid (Christensen, 2016). Uttak av tjenstepensjon bør imidlertid utsettes så lenge som mulig (Erikssen, 2012). Beregningene antar derfor at en partner som starter uttak av alderspensjon ved siden av arbeid vil fortsette med egen pensjonssparing frem til tjenstepensjonen tas ut.

Beregninger fra SSB (2014) viser at nordmenn forventes å ha meget god eller god helse frem til fylte 75 år. Den forventede levealderen er stadig økende og i overkant av 80 år, ifølge tall fra SSBs side <<Indikatorer for bærekraftig utvikling, 2014 - Forventet levealder ved fødselen>> (2014). Som følge av økt forventet levealder og god helse forutsettes uttak av tjenstepensjon ved fylte 70 år. Kalibreringen av de tre modellene for en partners pensjonssparingstillegg tar derfor utgangspunkt i 10 års uttak (T) og en oppsparingsperiode på 18 år (N).

8.1.2 Potensielt sparebeløp

Analysen av markedsdata i kapittel 9 viser at ca. 69% av bedriftene med innskuddspensjonsordning i Danica Pensjon AS har en daglig leder med eierandel i selskapet. Blant disse partnerne er gjennomsnittlig innskuddssats 3% av inntekt opptil knekkpunktet og 4,1% av inntekt mellom 7,1 og 12 G. Årlig sparebeløp basert på tilgjengelig egenkapital vil i realiteten variere mellom ulike individer og selskaper, avhengig av både eierstruktur og selskapets prestasjoner. Potensielt sparebeløp er ment å reflektere en tilleggssparing hos en gjennomsnittlig partner og fastsettes her som en tredobling av satsen mellom 7,1 og 12 G. Gjennomsnittlig inntekt for stillinger med potensiell eierandel i selskapet på kr 1.154.371,- (Vedlegg 6), ifølge Mortensens artikkel i Frifagbevegelsen (2016). En slik lønn og en økt innskuddssats mellom 7,1 og 12 G på 8,2 prosentpoeng, gir et årlig uttak egenkapital (K_n) på kr 27.000,- (Vedlegg 7). Modellene er ment å sammenlignes på like premisser og K_n vil derfor være den samme for utbytte og økt lønn.

8.1.3 Avkastning og kostnad

Forvaltningen av økt innskuddspensjon mellom 7,1 og 12 G er ikke direkte sammenlignbar med forvaltning av økt lønn og utbytte. Ved investering gjennom en unit link-konto vil individet selv kunne beslutte investeringsobjekt. Partnerens risikopreferanse vil samlet sett være lik, men sparing av utbytte og lønn kan ha en annen avkastning og risiko enn innskuddspensjonsbeholdningen. Nettoavkastningen som er satt for økt innskuddspensjon må derimot reflektere valgt risikoprofil for hele innskuddspensjonsbeholdningen. En partner som i en alder av 52 år øker innskuddspensjonssparingen antas å velge en moderat risikoprofil. I løpet av de tre siste årene har de tre beste pensjonsselskapenes moderate risikoprofil levert en gjennomsnittlig avkastning på 10,57%, med et tilhørende gjennomsnittlig forvaltningsgebyr på 0,86% (Norsk Pensjon AS, 2016). Nettoavkastningen R_p for partnerens innskuddspensjonsbeholdning forutsettes følgelig som 9,7%.

I modellen for lønn og utbytte er unit link-kontoens beholdning adskilt fra individets pensjonsbeholdning. Vi antar derfor at partneren vil ønske en høyere avkastning på denne kontoen og dermed vil være mer risikovillig enn i forvaltningen av

innskuddspensjonsbeholdningen. Optimal kapitalallokering, hvor den risikjusterte avkastningen er høy, vil i så måte være å investere i et globalt indeksfond. Over en treårsperiode har de tre beste globale indeksfondene hos Nordnet hatt en gjennomsnittlig avkastning på drøyt 17% (Nordnet, 2016a). Årlige, gjennomsnittlige kostnader er ca. 1,5% i forvaltningskostnader og ca. 1,7% i løpende kostnader. I tillegg påløper en kapitalforsikringskostnad på 0,86% for en 52-70 år gammel partner (Nordnet, 2016b). Årlig nettoavkastning R_u ved investering i globalt indeksfond antas derfor følgelig å være 13%.

8.1.4 Skattesatser

Kapitalinntekt i form av eierinntekt, herunder utbytte og aksjegevinst, beskattes på grunnlag av regjeringens foreslåtte statsbudsjett for 2017 (Høylye, 2016). Marginal skattesats for kapitalinntekt antas å bli 29,76% i 2017. Bedriftens og partnerens økonomi ses under ett og marginalbeskatning må derfor også inkludere selskapsskatt for å gjøre alternativet sammenlignbart med sparing av lønn og innskuddspensjon. Sparealternativet for utbytte benytter følgelig marginal skattesats (S_k) på 46,62%.

Avkastning fra unit link-kontoen defineres som renteinntekt og skattegrunnet er dermed fritatt fra oppjusteringsfaktoren på 1,24. Det er viktig å påpeke at skatt på renteinntekter ikke påvirkes av trygdeavgift, trinnskatt eller lignende. Marginal skattesats på renteinntekt (S_r) skal i følge foreslått statsbudsjett for 2017 være 24%.

Partnerens lønnsinntekt kan tenkes å være stigende i løpet av oppsparingsperioden. Overgangen fra ett lønnstrinn til et annet vil utløse ulike trinnskatter og kan dermed gi skiftende marginalsattesatser i løpet av spareperioden. Beregningene for sparing av økt lønn forenkles ved at det antas en arbeidsinntekt i intervallet for fjerde trinnskatt. En lønnsøkning vil følgelig beskattes med en marginal skattesats for arbeidsinntekt (S_l) på 53,31%, inkludert arbeidsgiveravgift (Vedlegg 2).

Pensjonsinntekten størrelse vil være avhengig av partnerens lønnsnivå, innskuddssatser i innskuddspensjonsordningen og andre skattbare utbetalinger som for eksempel AFP. Marginalskatten på pensjonsinntekt er inndelt i fire trinn, hvor pensjonsutbetalingens størrelse avgjør hvilket trinn som vil være gjeldende for partneren. En partner med en arbeidsinntekt på omlag kr 1,1 million kan følgelig ha en pensjonsinntekt i øvre del av trinn 1, i trinn 2 eller trinn 3 (Vedlegg 3). I trinn 2 faller avkortningen i skattefradraget bort og marginalbeskatningen reduseres fra 37,51% til 31,51%. Trinnet er imidlertid så lite at det utelates fra vår beregning. Modellene benytter en marginal skattesats (S_p) på 39,07% av pensjonsinntekt, beregnet som gjennomsnittet av trinn 1 og 3. I tillegg trekkes en arbeidsgiveravgift (A) på 14,1% fra sparebeløpet før det settes inn i innskuddspensjonsordningen, slik at det er skattemessig sammenlignbart med alternativene for lønn og utbytte.

8.2 Kalibrering av modellene

Ved å sette inn definerte verdier for de ulike parameterne kan modellene kalibreres og sammenlignes (Tabell 4). Resultatene som følger viser en potensiell tilleggsutbetaling utover ordinær alders- og tjenestepensjon. Etter samtaler med Danica Pensjon og Danske Bank fikk vi inntrykk av at innskuddspensjonsordningen i Norge var skattefavorisert og at økte innskuddssatser derfor ville gi den høyeste pensjonsutbetaling blant våre alternativer. Resultatene bærer imidlertid preg av innbyrdes skatteforskjeller og faktumet at alternativene tillater ulik forventet nettoavkastning.

Tabell 4 Parameternes verdier

Parameter	Forklaring	Verdi
K_n	Årlig uttak av tilgjengelig egenkapital: økt innskudd, utbytte eller økt lønn	Kr 27 000
N	Antall år med oppsparing	18
T	Antall år med uttak	10
R_p	Årlig nettoavkastning på innskuddspensjon, i prosent	9,7%
R_u	Årlig nettoavkastning på unit link-konto, i prosent	13%
A	Arbeidsgiveravgift	14,1%
S_p	Marginalskatt på pensjonsinntekt	39,07%
S_l	Marginalskatt på arbeidsinntekt inkl. arbeidsgiveravgift	53,31%
S_k	Skatt på utbytte inkl. selskapsskatt	46,62%
S_r	Skatt på renteinntekt	24%

8.2.1 Økt innskuddspensjon

Sammenlignet med de andre sparealternativene er det bare økt innskuddspensjon som utsetter all beskatning til tidspunktet for pensjonsutbetaling. Restriksjonen i pensjonsforvalterens fastsatte risikoprofiler medfører imidlertid mindre mulighet til å oppfylle ønsket risikopreferanse, som igjen medfører lavere forventet nettoavkastning. Til tross for den utsatte skattefordelen gir en økning i innskuddspensjonssatsen mellom 7,1 og 12 G den laveste pensjonsbeholdningen på pensjoneringstidspunktet.

Tabell 5 viser en avtagende utvikling i tilleggsutbetaling fra fylte 71 år, som kan forklares ved at årlig netto avkastning reduseres i takt med pensjonsbeholdningen. Spriket mellom partnerens tilleggsutbetaling ved 70 og 71 år skyldes at sistnevnte inneholder netto avkastning fra foregående år. På grunn av modellens konstruksjon og periodiseringen som er lagt til grunn, blir avkastningen fra uttaksperioden lik null for den første utbetalingen. Tilleggsutbetalingen ved 70 år vil følgelig bare være grunnbeløpet etter skatt. Ettersom periodiseringen er forskuddsvis, vil avkastningen som utbetales ved fylte 71 år være opptjent i løpet av foregående år. Basert på overnevnte parameterverdier (Tabell 4) medfører en økning av innskuddssatsen, for arbeidsinntekt mellom 7,1 og 12 G, en årlig tilleggsutbetaling som gjennomsnittlig vil være på omlag kr 118.000,-.

Tabell 5 Resultat: Økt innskuddspensjon

$$U_t^p = \left(\sum_{n=0}^{18} (27000 * (1 - 0,141) * (1 + 0,097)^{18-n}) \right) * \left(\left(\frac{1}{10} \right) + \left(\left(1 - \frac{t}{10} \right) * (0,097) \right) \right) * (1 - 0,3907)$$

Alder	70	71	72	73	74	75	76	77	78	79
P_t	kr 1 270 522	kr 1 143 469	kr 1 016 417	kr 889 365	kr 762 313	kr 635 261	kr 508 209	kr 381 156	kr 254 104	kr 127 052
B	kr 127 052	kr 127 052	kr 127 052	kr 127 052	kr 127 052	kr 127 052	kr 127 052	kr 127 052	kr 127 052	kr 127 052
R	kr 0	kr 123 368	kr 111 031	kr 98 694	kr 86 357	kr 74 021	kr 61 684	kr 49 347	kr 37 010	kr 24 674
S_p	kr 49 639	kr 97 839	kr 93 019	kr 88 199	kr 83 379	kr 78 559	kr 73 739	kr 68 919	kr 64 099	kr 59 279
U_t^p	kr 77 413	kr 152 581	kr 145 064	kr 137 547	kr 130 030	kr 122 514	kr 114 997	kr 107 480	kr 99 963	kr 92 446

* Årlig utbetaling skjer forskuddsvis. Siste utbetaling skjer derfor ved fylte 79 år.

8.2.2 Utbytte

Sparealternativet for utbytte vil være adskilt fra partnerens alders- og innskuddspensjonsbeholdning. Muligheten til å ta høyere risiko ved dette alternativet øker dermed forventet avkastning. Forskjellen i forventet nettoavkastning på omlag tre prosentpoeng resulterer i at det årlige grunnbeløpet ved utbytte er omtrent kr 18.000,- høyere enn ved økt innskuddspensjon. Partnerens tilleggsutbetaling ender på hele kr 259.704,-, i en alder av 71 år (Tabell 6). I likhet med modellen for innskuddspensjon vil første utbetaling bestå av grunnbeløpet etter skatt, uten den årlige avkastningen som følger opptjenes i utbetalingsperioden. Skatt på renteinntekt er betraktelig mye lavere enn den marginale skattesatsen for pensjonsinntekt, og effekten forsterkes ytterligere ved at det her kun betales skatt av opptjent avkastning. Årlig utbytte på kr 27.000,- før skatt, investert via en unit link-konto tilsvarer følgelig en gjennomsnittlig tilleggsutbetaling på omtrent kr 194.000,-, per år.

Tabell 6 Resultat: Utbytte

$$U_t^u = \sum_{n=0}^{18} \left((27000 * (1 - 0,2976)) * (1 + 0,13)^{18-n} \right) * \left(\frac{1}{10} + \left(1 - \frac{t}{10} \right) * 0,13 * (1 - 0,24) \right) - \frac{\sum_{n=0}^{18} \left((27000 * (1 - 0,2976)) * (1 + 0,13)^{18-n} \right) * \left(1 - \frac{t}{10} \right) - \sum_{n=0}^{18} (27000 * (1 - 0,2976)) * \left(1 - \frac{t}{10} \right) * 0,24}{10 - t}$$

Alder	70	71	72	73	74	75	76	77	78	79
P_t	kr 1 450 100	kr 1 305 090	kr 1 160 080	kr 1 015 070	kr 870 060	kr 725 050	kr 580 040	kr 435 030	kr 290 020	kr 145 010
B	kr 145 010	kr 145 010	kr 145 010	kr 145 010	kr 145 010	kr 145 010	kr 145 010	kr 145 010	kr 145 010	kr 145 010
R	kr 0	kr 188 513	kr 169 662	kr 150 810	kr 131 959	kr 113 108	kr 94 256	kr 75 405	kr 56 554	kr 37 703
S_r	kr 28 576	kr 73 819	kr 69 295	kr 64 771	kr 60 246	kr 55 722	kr 51 198	kr 46 673	kr 42 149	kr 37 625
U_t^u	kr 116 434	kr 259 704	kr 245 377	kr 231 050	kr 216 723	kr 202 396	kr 188 069	kr 173 742	kr 159 415	kr 145 088

* Årlig utbetaling skjer forskuddsvis. Siste utbetaling skjer derfor ved fylte 79 år.

8.2.3 Økt lønn

En lønnsøkning som årlig spares gjennom en unit link-konto kommer noe dårligere ut enn alternativet for utbytte (Tabell 7). Analysen viser at partneren, på grunn av høyere marginal skattesats på arbeidsinntekt oppnår en årlig tilleggsutbetaling som er 13% lavere enn ved utbytte. Marginal skattesats på arbeidsinntekt vil imidlertid være individuell og en lavere marginal skattesats enn 53,31% vil medføre at dette alternativet kommer bedre ut, relativt til utbytte. Det årlige grunnbeløpet er omtrent likt som ved økte innskuddssatser, men høyere forventet nettoavkastning og lavere skatt på uttak medfører en høyere tilleggsutbetaling. Partneren oppnår dermed en gjennomsnittlig tilleggsutbetaling på drøyt kr 169.000,- per år, omtrent kr 51.000,- mer enn ved økt innskuddspensjon.

Tabell 7 Resultat: Økt lønn

$$U_t^t = \sum_{n=0}^{18} \left((27000 * (1 - 0,5331)) * (1 + 0,13)^{18-n} \right) * \left(\frac{1}{10} + \left(\left(1 - \frac{t}{10} \right) * 0,13 \right) * (1 - 0,24) \right) - \frac{\sum_{n=0}^{18} \left((27000 * (1 - 0,5331)) * (1 + 0,13)^{18-n} \right) * \left(1 - \frac{t}{10} \right) - \sum_{n=0}^{18} \left((27000 * (1 - 0,5331)) * \left(1 - \frac{t}{10} \right) * 0,24 \right)}{10 - t}$$

Alder	70	71	72	73	74	75	76	77	78	79
P _t	kr 1 268 362	kr 1 141 526	kr 1 014 689	kr 887 853	kr 761 017	kr 634 181	kr 507 345	kr 380 509	kr 253 672	kr 126 836
B	kr 126 836	kr 126 836	kr 126 836	kr 126 836	kr 126 836	kr 126 836	kr 126 836	kr 126 836	kr 126 836	kr 126 836
R	kr 0	kr 164 887	kr 148 398	kr 131 910	kr 115 421	kr 98 932	kr 82 444	kr 65 955	kr 49 466	kr 32 977
S _r	kr 24 995	kr 64 568	kr 60 610	kr 56 653	kr 52 696	kr 48 738	kr 44 781	kr 40 824	kr 36 867	kr 32 909
U _t ^t	kr 101 841	kr 227 156	kr 214 624	kr 202 093	kr 189 561	kr 177 030	kr 164 498	kr 151 967	kr 139 436	kr 126 904

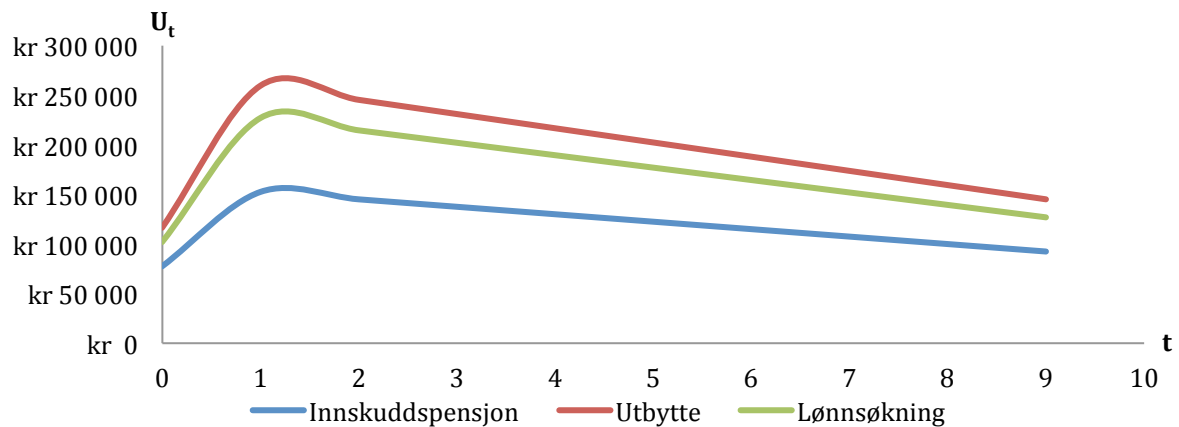
* Årlig utbetaling skjer forskuddsvis. Siste utbetaling skjer derfor ved fylte 79 år.

8.3 Sammenligning

Modellene for de ulike sparealternativene skiller i all hovedsak av hvilke skattesatser som er gjeldende og forventet nettoavkastning. Kalibreringen av modellene for økt innskuddspensjon, uttak av utbytte og økt lønn som pensjonssparing viser at privat sparing gjennom en unit link-konto gir høyest tilleggsutbetaling som pensjonist. Herunder utbytte som settes til sparing, på grunn av forskjellig marginal skattesats på utbytte og arbeidsinntekt. Resultatene viser store forskjeller mellom sparing av utbytte sammenlignet med å øke innskuddssatsene for selskapets innskuddspensjonsordning (Figur 14). Differansen mellom alternativene er imidlertid avtakende som følge av at

avkastningsgrunnlaget under utbetalingsperioden reduseres proporsjonalt med de årlige utbetalingene.

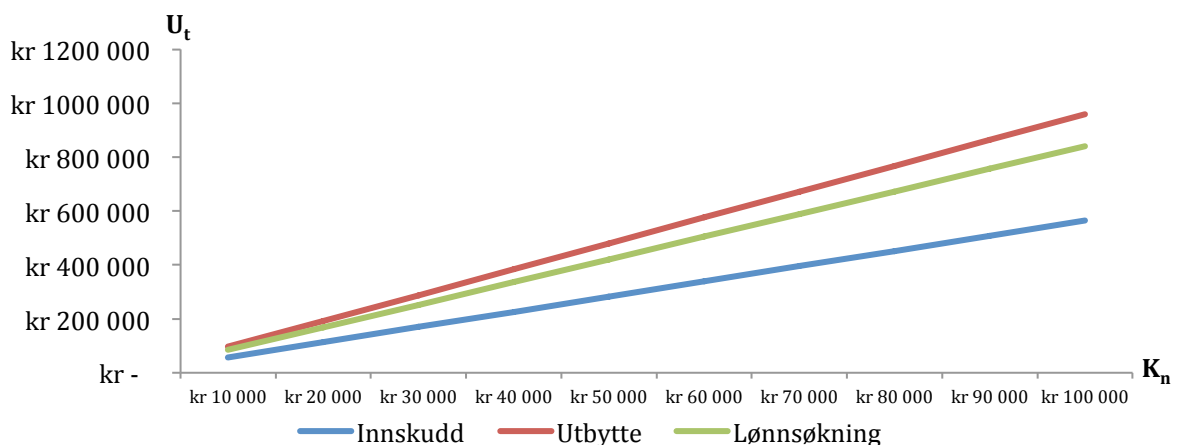
Figur 14 Sammenligning av sparealternativer



8.3.1 Sparebeløpets påvirkning

En avgjørende faktor som i stor grad vil variere mellom ulike individer er størrelsen på den årlige sparebeløpet. For en partner kan det dermed være nyttig å vite hvor sensitiv den årlige utbetalingen er for en økning av årlig sparebeløp. Figur 15 illustrerer utviklingen i utbetalt tillegg når partneren er 71 år, som en konsekvens av økt sparebeløp i en alder av 52 år. Denne sammenligningen er relevant fordi ulike partnere ikke nødvendigvis vil ønske å spare et beløp som er av lik størrelse. Som vi senere skal diskutere vil beløpet som spares også påvirke partnerens mulighet til å ta risiko og dermed også hvilken avkastning sparingen skaper. Denne sammenligningen må imidlertid ikke ses i sammenheng med figur 14, ettersom vi her bare ser på ett års utbetaling.

Figur 15 Sparebeløpets påvirkning på utbetaling ved 71 år



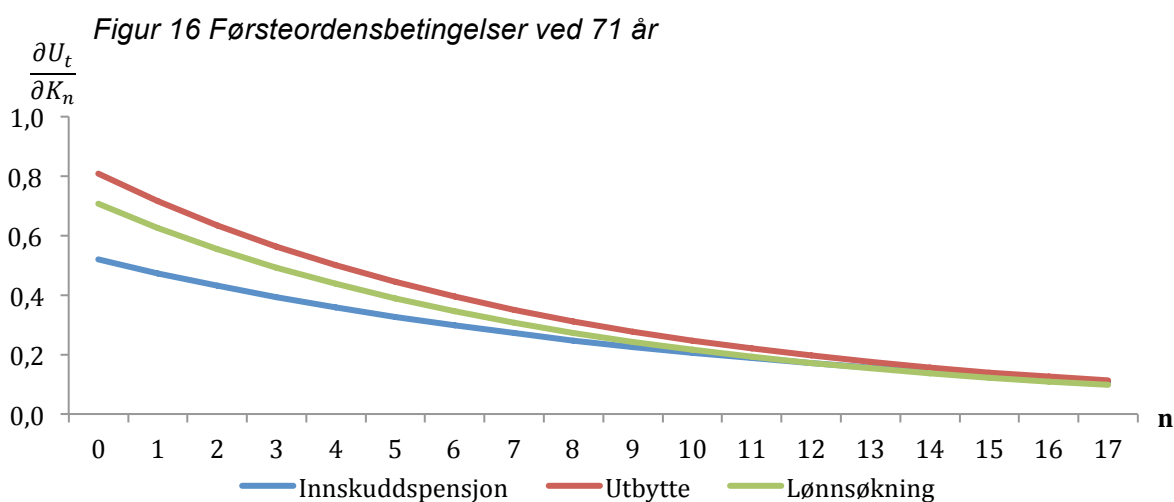
Ved å derivere de ulike modellene med hensyn til benyttet egenkapital K_n er det videre mulig å illustrere tilleggsutbetalingens sensitivitet for når sparebeløpet investeres. Førsteordensbetingelsen for de tre ulike sparealternativene vil formelt sett være (Vedlegg 2):

$$\frac{\partial U_t^p}{\partial K_n} = \left(\frac{\partial P_0}{\partial K_n} * \left(\frac{1}{T} \right) + \left(1 - \frac{t}{T} \right) * (R_p) \right) * (1 - S_p)$$

$$\frac{\partial U_t^u}{\partial K_n} = \frac{\partial P_0}{\partial K_n} * \left(\frac{1}{T} + \left(1 - \frac{t}{T} \right) * R_u * (1 - S_r) \right) - \frac{\frac{\partial P_0}{\partial K_n} * \left(1 - \frac{t}{T} \right) - \frac{\partial I_0}{\partial K_n} * \left(1 - \frac{t}{T} \right)}{T - t} * S_r$$

$$\frac{\partial U_t^L}{\partial K_n} = \frac{\partial P_0}{\partial K_n} * \left(\frac{1}{T} + \left(1 - \frac{t}{T} \right) * R_u * (1 - S_r) \right) - \frac{\frac{\partial P_0}{\partial K_n} * \left(1 - \frac{t}{T} \right) - \frac{\partial I_0}{\partial K_n} * \left(1 - \frac{t}{T} \right)}{T - t} * S_r$$

Førsteordensbetingelsene kan deretter kalibreres med hensyn til parameterens verdier, slik at forskjellen i stigningstallene fremkommer. Sammenligningen (Figur 16) viser en isolert sensitivitetsanalyse for hvordan tidspunktet for hvert sparebeløp påvirker utbetaling ved fylte 71 år ($t = 1$).



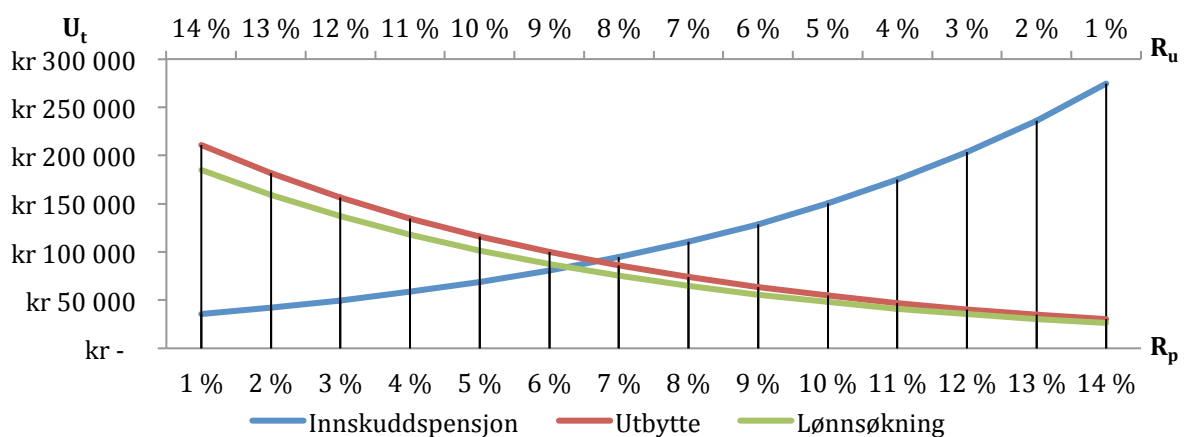
De kalibrerte førsteordensbetingelsene (Figur 16) viser avtakende stigningstall for samtlige sparealternativ. Dette er et resultat av at n går mot N , som gir færre år med avkastning på det individuelle sparebeløpet. Det første innskuddet vil dermed ha størst påvirkning på den

utbetalingen som skjer i en alder av 71 år. Fordi modellene deriveres med hensyn på K_n , som er felles for alle alternativene, blir rangeringen lik som ved beregningen av utbetalt beløp (figur 14).

8.3.2 Oppnådd nettoavkastning

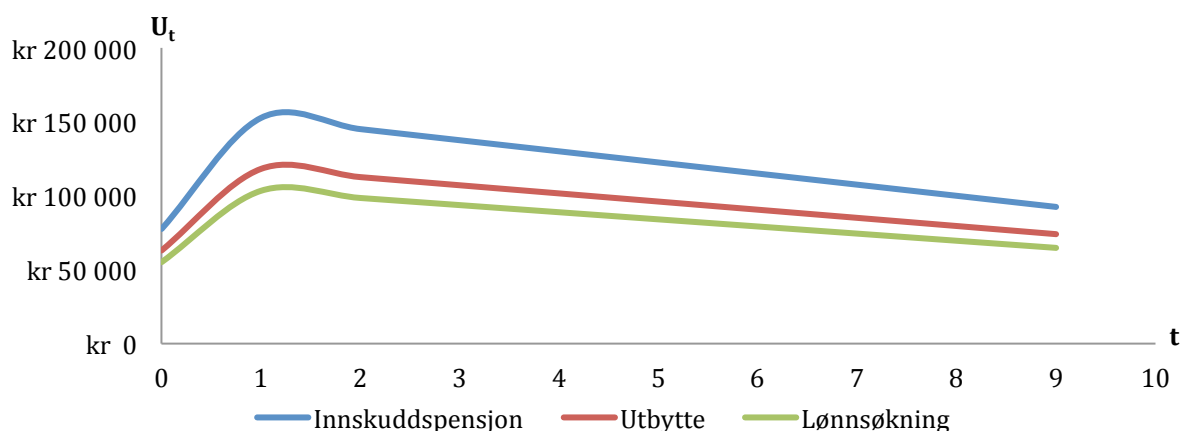
En sammenligning av potensiell tilleggsutbetaling og oppnådd nettoavkastning, viser hvor høy avkastning de ulike alternativene må ha for å gi lik utbetaling (Figur 17). For at utbytte og lønn skal gi samme tilleggsutbetaling som økt innskuddspensjon, må den årlige nettoavkastningen på unit link-kontoen være 1-2% høyere. Forskjellen er viktig ettersom den alternative sparingens andel av samlet pensjonsbeholdning avgjør hvilken risiko partneren kan ta og følgelig hvilken avkastning som kan forventes.

Figur 17 Utbetaling ved 71 år basert på oppnådd nettoavkastning



Dersom partneren ikke har mulighet til å ta høyere risiko ved investering av utbytte og lønn, vil avkastningen i teorien være lik for samtlige alternativ. I et slikt tilfelle vil skattefavoriseringen ved innskuddspensjonsordningen gjøre seg gjeldende, og vi ser at økt innskuddspensjon ville gitt høyest årlig utbetaling i pensjonstilværelsen (figur 18).

Figur 18 Alternativ tilleggsutbetaling



For å øke reliabiliteten i vår analyse og anbefaling for en partners optimale pensjonssparing, vil vi i det følgende se nærmere på faktiske markedsdata på området. En gjennomgang av antall partnere og deres innskuddssatser i et gitt utvalg er nødvendig for å kvantifisere potensialet for problemstillingen denne oppgaven adresserer. I det følgende kapittelet vil vi redegjøre for hvilke data som er samlet inn og hvordan denne innsamlingen er blitt gjort. Deretter analyseres datasettet ved hjelp av deskriptiv statistikk og funnene forklares gjennom teorier om individets atferd.

9. Markedsdata

Basert på innskuddspensjonsdata fra Danske Bank, er kvantitativ metode benyttet for å kartlegge daglig leders eierandel i selskapet. Hensikten med datainnsamlingen er å avdekke en trend i innskuddspensjonssatsene i selskaper der ledelsen har personlig eierskap i bedriften. Danske Bank er en av distribusjonskanalene til Danica Pensjon AS, Norges syvende største livs- og pensjonsforsikringsselskap (Danica Pensjon, 2016a). Analysen vil dermed bære preg av selskapets og kundemassens størrelse. Ettersom datasettet kun inneholder informasjon fra én enkelt aktør er det ikke gitt at analysens resultater vil være representative for hele populasjonen. Vi oppfordrer derfor til videre undersøkelse på området for å kunne etterprøve våre analyser med andre datasett.

9.1 Datasett

Datagrunnlaget består av 1170 ulike bedrifter, hvorav 6 observasjoner er fjernet på grunn av manglende informasjon vedrørende innskuddssatser. I utgangspunktet var det ikke mulig å analysere partnerbedrifter spesifikt ettersom det originale datagrunnlaget manglet informasjon om eierstruktur. For å kvantifisere kundenes eierstruktur ble derfor organisasjonsnummer benyttet til å innhente informasjon ved hjelp av Proff.no. Bakgrunnen for en slik tilnærming var at en daglig leder med eierpost i selskapet ville være bevis på arbeidende eier. Utredningen definerer følgelig bedrifter med arbeidende eiere som partnerbedrifter.

Det utvidede datasettet kunne dermed benyttes til å analysere kundenes eierstruktur mer spesifikt, for å påpeke en trend utover den som er generell i markedet. Informasjonen om selskapenes eierstruktur ble benyttet til å generere dummy-variabler for 100%-, 50-99,9%-, 0,1-49,9%- og ingen eierandel. I tillegg ble det også generert en samlevvariabel for de kundene der eierstrukturen ikke kunne avklares. Enkeltmannsforetak og selskaper med utenlandske eiere var typiske observasjoner som havnet i denne gruppen. Kundenes selskapsnavn, pensjonsbeholdning og organisasjonsnummer er utelatt fra utredningen,

ettersom informasjonen er konfidensiell og ikke har direkte relevans for den følgende analysen.

9.1.1 Analyse av markedsdata

Potensialet for optimalisering av norske bedriftspartneres innskuddspensjonssatser avdekkes ved å analysere det tilgjengelige datasettet (Vedlegg 9). Blant Danica Pensjons kunder i distribusjonskanalen Danske Bank finner vi at flertallet er bedrifter hvor daglig leder har eierandel i selskapet (Tabell 8).

Tabell 8 Danica Pensjons kundeportefølje: Eierstruktur

Ant. Kunder	Ant. Kunder med partnere	Daglig leders eierandel				Ingen info
		100%	50-99,9%	0,1-49,9%	0%	
1164	808	415	189	204	173	183

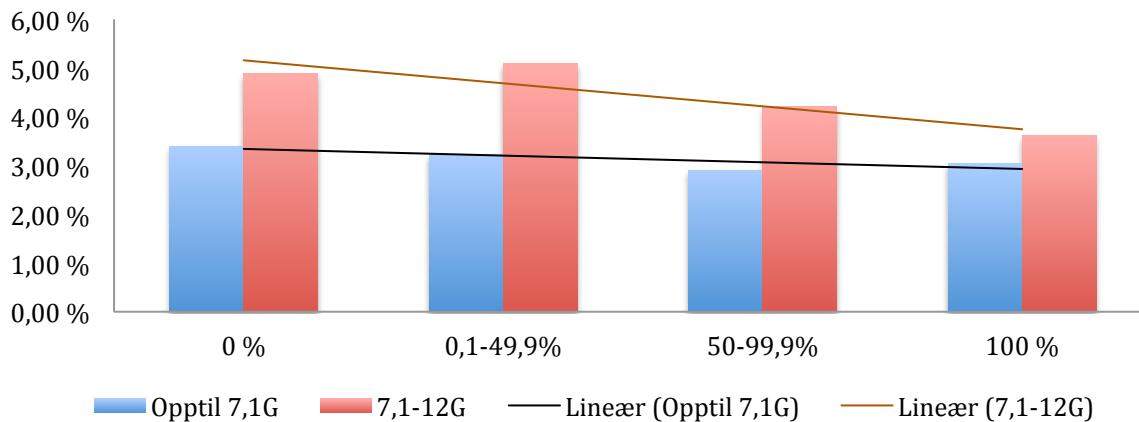
For å avdekke hvordan eierstruktur eller bransje kunne påvirke selskapets innskuddssatser, ble det kjørt regresjoner etter ”Kitchen sink”-prinsippet (Vedlegg 8). Regresjonene viste imidlertid ingen statistisk sammenheng mellom variablene i datasettet, i tillegg til manglende signifikans blant samtlige variabler. Det ble deretter benyttet deskriptiv statistikk for å kunne presentere datasettet på en forenklet form som er intuitivt forståelig.

Tabell 9 Danica Pensjons kundeportefølje: Innskuddssatser

Lønns-trinn	Totalt	Partner	Fordelt etter eierandel				Ingen info
			100%	50-99,9%	0,1-49,9%	0%	
0 - 7,1 G	3,19 %	3,05 %	3,03 %	2,90 %	3,22 %	3,38 %	3,63 %
7,1 - 12 G	4,37 %	4,13 %	3,61 %	4,21 %	5,09 %	4,89 %	4,97 %

Ulike satser over og under knekkpunktet kan potensielt indikere preferanser i tilknytning til eierstrukturen i selskapet. Dummy variablene for eierandel ble derfor ytterligere fordelt for å få frem gjeldende innskuddssats over og under knekkpunktet på 7,1 G. Vår analyse viser at partnerbedriftene har lavere innskuddssatser enn gjennomsnittet for utvalget opptil 7,1 G (Tabell 9). De selskapene som har lavest innskuddssatser over knekkpunktet er der hvor daglig leder har en eierandel på over 50%.

Figur 19 Danicas kundeportefølje: Innskuddssatser



En grafisk fremstilling av resultatene viser at eierandel og innskuddssatser er negativt korrelerte, og at en økning i daglig leders eierandel dermed gir lavere innskuddssatser (Figur 19). Resultatene indikerer at norske bedriftsledere med eierandel i selskapet ikke utnytter sparepotensialet i innskuddspensjonsordningen. En mulig forklaring på lave satser for 50-100% eierandel er at partneren/partnerne har flere ansatte med lønn over 7,1 G. Økte satser vil i et slikt tilfelle medføre høye merkostnader for partneren, ettersom innskuddssatsene må gjelde for alle ansatte. En annen årsak til trenden kan være at partnerne ikke anser økt innskuddspensjon som et godt alternativ til økt lønn og utbytte. I neste delkapittel vil resultatene ses i lys av atferdsteori, som et forsøk på å forklare hvorfor innskuddspensjonsordningen ikke utnyttet.

9.2 Atferdsteori

Atferdsteori innen finans omhandler de mentale faktorene som påvirker et individs beslutninger, herunder samspillet mellom psykologi og finansielle investeringer. Delkapitlet søker å begrunne hvorfor partnere ikke alltid tar rasjonelle beslutninger, og hvorfor en partner ikke nødvendigvis vil velge det sparealternativet som gir høyest utbetaling. Fokuset vil være på individets evne til å tåle risiko, risikopreferanse og risikobevisssthet.

9.2.1 Påvirkning av atferd

Hens og Bachmann beskriver i boken ”Behavioural finance for private banking” flere årsaker til individets irrasjonalitet. Herunder skjevheter (biases) i forhold til hvordan vi samler inn og prosesserer informasjon, skjevheter knyttet til selve beslutningen og hvordan vi evaluerer vår egen beslutning i ettertid (Hens & Bachmann 2008, 67). I dette delkapittelet begrenser vi oss til de faktorene som kan beskrive en partners atferd i valget av pensjonssparing.

9.2.2 Overdreven selvsikkerhet

Investorer som er mer selvsikker enn deres valg er nøyaktig, anses som overdrevent selvsikre (Hens & Bachmann 2008, 78). En fersk undersøkelse fra InFact viser at bare 31,2% av norske arbeidstakere sparer til pensjonstilværelsen i tillegg til folketrygden og tjenestepensjon (Johannesen, 2016). Undersøkelsen viser at nordmenn i gjennomsnitt ser for seg at de vil få en pensjon som svarer til hele 69% av arbeidsinntekt (Johannesen, 2016). Mange pensjonister vil derfor bli overrasket av den inntektsreduksjonen i overgangen til pensjonisttilværelsen. Det er heller ikke en selvfølge at individets konsum reduseres i denne overgangen. Overdreven selvsikkerhet er en av flere mulige årsaker til at forventet og utbetalt pensjon ofte er forskjellig.

9.2.3 Manglende overblikk

Skjevheten ”Narrow framing” vil si at individet går for detaljert til verk ved isolerte beslutninger. Konsekvensen ved en snever tilnærming er at viktige elementer i beslutningsgrunnlaget gjerne overses. Manglende overblikk i pensjonsplanleggingen gjør at pensjonssparing adskilles fra annen sparing. Verdiutvikling i selskapet, nedbetaling av boliglån og private aksjeplasseringer er eksempler på alternative spareformer med lang tidshorisont. All sparing med tilstrekkelig lang investeringshorisont og som er tiltenkt yrkespassiv alder, hører til under pensjonssparing og bør inkluderes i planleggingen. Vår oppfatning er at det kreves økt kunnskap om pensjon og personlig sparing i den norske befolkningen. Et høyere kunnskapsnivå ville fått flere til å se det mangfoldet av muligheter

som eksisterer for pensjonssparing utover folketrygden og arbeidsgivers tjenestepensjonsordning.

9.2.4 Illusjon av kontroll

Beslutningstakere som oppfatter risikoen for å være lavere ved en handling hvor de selv er medvirkende er preget av en illusjon av kontroll (Hens & Bachmann 2008, 81). Skillet mellom ferdighet og flaks er i prinsippet enkelt, men kan være vanskelig å påpeke i praksis. En typisk arbeidstaker har gjerne en lavere risikoprofil i forvaltningen av innskuddspensjonsbeholdningen enn den faktiske risikopreferanse skulle tilsi. Investoren oppnår falsk trygghet i egen pensjonsplanlegging ettersom valg av risikoprofil ofte er foreslått av arbeidsgiver. Ved ikke å velge risikoprofil for egen pensjonssparing, oppstår det i mange tilfeller et sprik mellom innskuddspensjonsbeholdningens risiko og faktisk risikopreferanse. Storebrand, Norges største aktør innen pensjonssparing, har utført undersøkelser som viser at 1 av 4 nordmenn har pensjonssparing med for lav risiko (Grosvold, 2016). Videre viser undersøkelsene at bare 5%, av selskapets mer enn 350.000 kunder aktivt har endret risikoprofil for egen pensjonssparing. Dette resulterer i at individet går glipp av fremtidig pensjon ettersom høyere risiko ville gitt en økt avkastning på beholdningen. Illusjonen av kontroll over egen pensjonssparing fører dermed til at pensjonsbeholdningens aksjeeksponering er unødvendig lav.

9.3 Atferdsendring

Dersom nordmenn hadde vært rasjonelle individer skulle atferdsendringen, etter pensjonssystemets siste endringer vært momentan eller i det minste jevn i form av sikrende tiltak for egen pensjonstilværelse. Statistikken viser imidlertid at individets pensjonssparing ikke har økt betraktelig, når det justeres for innføringen av obligatorisk tjenestepensjon (SSB, 2010) (Figur 20).

Figur 20 Forventet atferdsendring

Som følge av obligatorisk tjenstepensjon er arbeidsgiver pliktet å tilby en innskuddspensjonsordning med et innskudd på minimum 2% av lønn mellom opptil 12 G for sine ansatte. Arbeidstaker på sin side, har ansvaret for å velge optimal risikoprofil basert på egen risikopreferanse. Undersøkelser viser at de fleste arbeidstakere i privat sektor beholder standardallokeringen, som vanligvis er en balansert profil med 50% aksjer og 50% obligasjoner (Grosvold 2016). Det koster mer å forvalte aksjer enn rentepapirer og arbeidsgiver har dermed et insentiv til å tilby en standardallokering med lav aksjeandel til sine ansatte. Når de færreste aktivt velger risikoprofil er det er vanskelig å vite om forventningsverdien til beholdningen samsvarer med den enkeltes faktiske risikopreferanse og forventninger til fremtidig pensjonsutbetaling (S.30, 2013b). Bedriftsledere med eierandel i eget selskap vil sannsynligvis ha god arbeidsinntekt i yrkesaktiv alder og dermed oppnå en tilstrekkelig pensjon i yrkespassiv alder, til tross for manglende atferdsendring. Poenget er imidlertid at mulighetene til å optimalisere egen pensjonssparing ikke utnyttes, som følge av troen på at gjeldende sparing leder til ønsket pensjon.

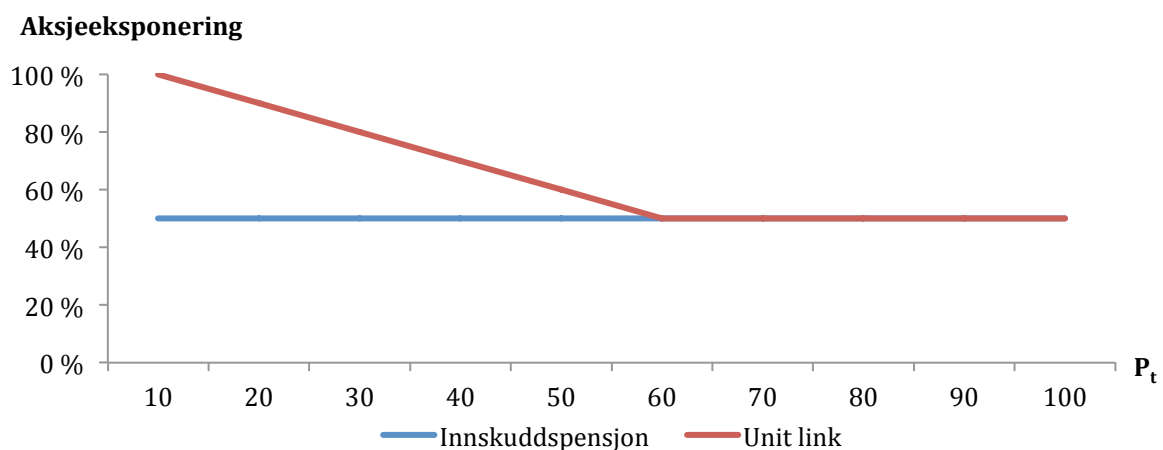
10. Drøfting

I dette kapitlet drøftes det hvordan endrede forventningsverdier og forutsetninger kan påvirke analysens resultater. Hensikten er å samle de viktigste momentene som det må tas hensyn til i valget av sparealternativ. Vi skal se nærmere på hvordan sparebeholdningens størrelse, utelatte variabler og eierskap gjennom et heleid holdingselskap kan påvirke optimal spareform. Usikkerhet knyttet til fremtidige skattesatser vil også belyses.

10.1 Beholdningens størrelse

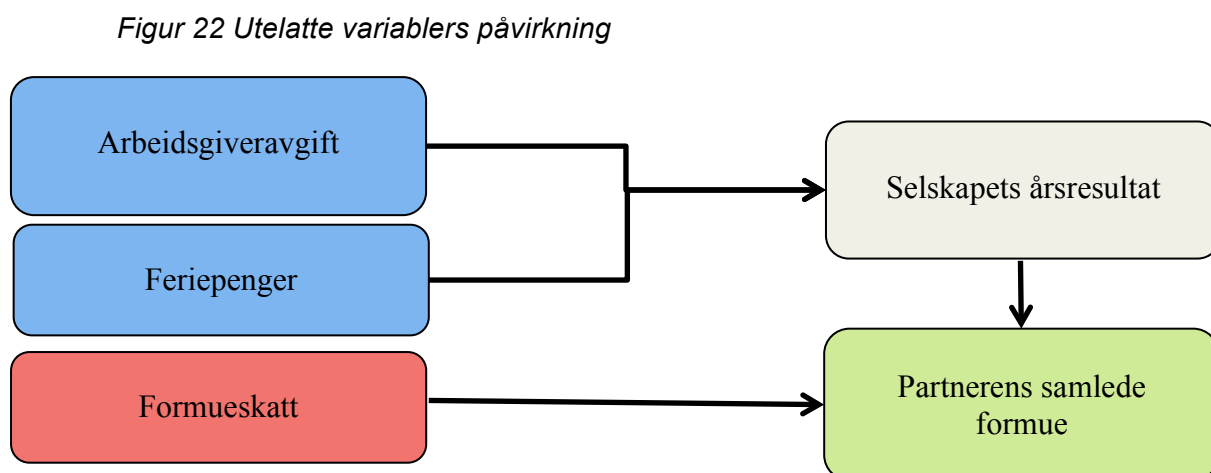
Det relative forholdet i partnerens samlede pensjonsbeholdning vil kunne endres som følge av lengre spareperiode eller høyere årlig sparebeløp. Ved en slik endring vil beholdningen i alternativene for lønn og utbytte øke relativt til alders- og tjenstepensjonsbeholdningen. Etter hvert som den isolerte beholdningsstørrelsen øker, vil partnerens mulighet til å ta risiko avta, ettersom andelsfordelingen i samlet pensjonsbeholdning endres. Sparing av utbytte og økt lønn må følgelig investeres etter hvor stor andel beholdningen utgjør av opptjent alders- og tjenstepensjon. Figur 21 viser hvordan unit link-beholdningens aksjeeksponeringen må reduseres dersom spareperioden eller årlig sparebeløp økes. I et tilfelle hvor beholdningen når samme størrelse som tjenstepensjonsbeholdningen må de to spareformene i teorien ha samme aksjeeksponering for å reflektere partnerens samlede risikopreferanse.

Figur 21 Valg av risiko ved økt beholdning



10.2 Utelatte variabler

Enkelte variabler er utelatt i fremstillingen av modeller som en forenkling for å rette analysens fokus på de mest utslagsgivende faktorene. Ved en mer helhetlig vurdering av en partners pensjonsutbetaling må det tas hensyn til individets samlede økonomiske situasjon. Innskuddspensjon og lønn er begge kostnadsposter som også vil ha tilhørende arbeidsgiveravgift og feriepenger. De utarbeidede modellene tar ikke hensyn til økte feriepenger for partneren, men inkluderer økning i betalt arbeidsgiveravgift. Begge postene vil imidlertid redusere selskapets resultat før skatt og dermed også skattegrunnlaget (Figur 22). Hvor stor påvirkning denne skattebesparelsen vil ha på den faktiske utbetalingen, vil være avhengig av størrelsen på eventuell lønns- eller innskuddsøkning og antall ansatte som er berørt av endringene. I en beregning av faktisk utbetaling, er det anbefalt å inkludere disse momentene for å oppnå en mer helhetlig fremstilling.



Til forskjell fra partnerens innskuddspensjonsbeholdning vil innestående beløp på en unit link-konto være skattepliktig som formue i løpet av oppsparings- og utbetalingsperioden. Formuesskatten er mellom 0 og 2,2% av partnerens totale formue, avhengig av skatteklasse (Skatteetaten, 2016b). Gitt at partneren allerede har en formue over kr 1.400.000,-, vil beholdningen på unit link-kontoen årlig beskattes med 2,2%. Dersom formuesskatten inkluderes vil tilleggspensjonen fra alternativene for lønn og utbytte reduseres, men ikke nok til at rangeringen av alternativene vil endres.

10.3 Investering via holdingselskap

Eierskap gjennom et heleid holdingselskap er en utbredt eierform som kan inkluderes blant partnerens alternative muligheter til pensjonssparing. Utbytte til et holdingselskap gir partneren en utsatt skattefordel sammenlignet med utbytte på privat hånd. I et slikt tilfelle vil utbytte, inkludert selskapsskatt fra driftsselskapet, beskattes med 24,57% i overførselen til holdingselskapet. Deretter kan beløpet investeres i et globalt indeksfond med en forventet nettoavkastning på 13%, slik som i alternativene med unit link-konto. Når partneren som pensjonist skal starte uttak fra selskapet vil utbetalingen klassifiseres som eierinntekt fremfor renteinntekt. Årlig uttak vil dermed beskattes med 29,76% i sin helhet, fremfor 24% på avkastning (Tabell 10). Til tross for at skatteleddene i et slikt tilfelle er høyere enn ved unit link-konto, vil den utsatte skattefordelen gi et høyere årlig sparebeløp og dermed høyere avkastningsgrunnlag.

Tabell 10 Resultat: Utbytte til holdingselskap

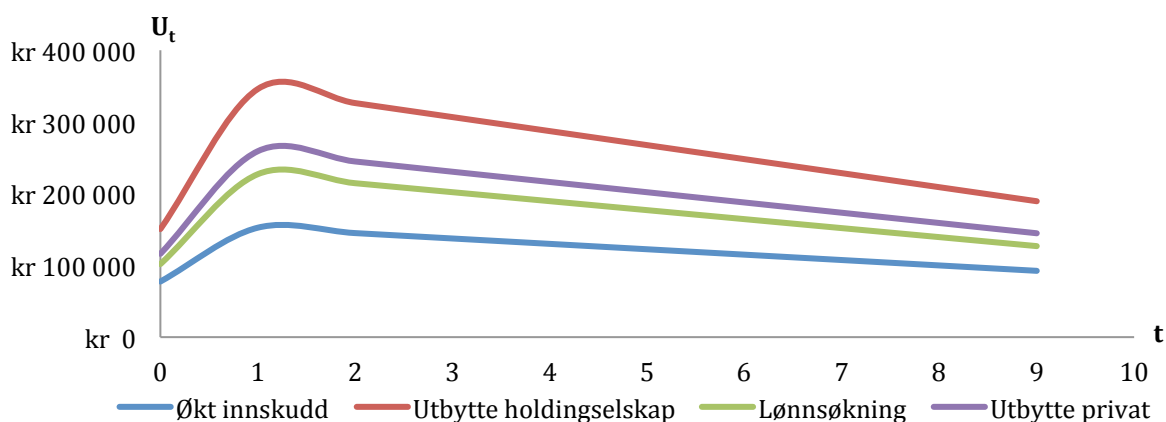
$$U_t^H = \left(\left(\sum_{n=0}^{18} (27000 * (1 - 0,2457) * (1 + 0,13)^{18-n}) \right) * \left(\left(\frac{1}{10} \right) + \left(\left(1 - \frac{t}{10} \right) * (0,13) \right) \right) \right) * (1 - 0,2976)$$

Alder	70	71	72	73	74	75	76	77	78	79
P_t	kr 2 141 075	kr 1 926 968	kr 1 712 860	kr 1 498 753	kr 1 284 645	kr 1 070 538	kr 856 430	kr 642 323	kr 428 215	kr 214 108
B	kr 214 108	kr 214 108	kr 214 108	kr 214 108	kr 214 108	kr 214 108	kr 214 108	kr 214 108	kr 214 108	kr 214 108
R	kr 0	kr 278 340	kr 250 506	kr 222 672	kr 194 838	kr 167 004	kr 139 170	kr 111 336	kr 83 502	kr 55 668
S_k	kr 63 718	kr 146 552	kr 138 269	kr 129 986	kr 121 702	kr 113 419	kr 105 135	kr 96 852	kr 88 569	kr 80 285
U_t^H	kr 150 389	kr 345 895	kr 326 344	kr 306 794	kr 287 243	kr 267 693	kr 248 142	kr 228 591	kr 209 041	kr 189 490

* Årlig utbetaling skjer forskuddsvis. Siste utbetaling skjer derfor ved fylte 79 år.

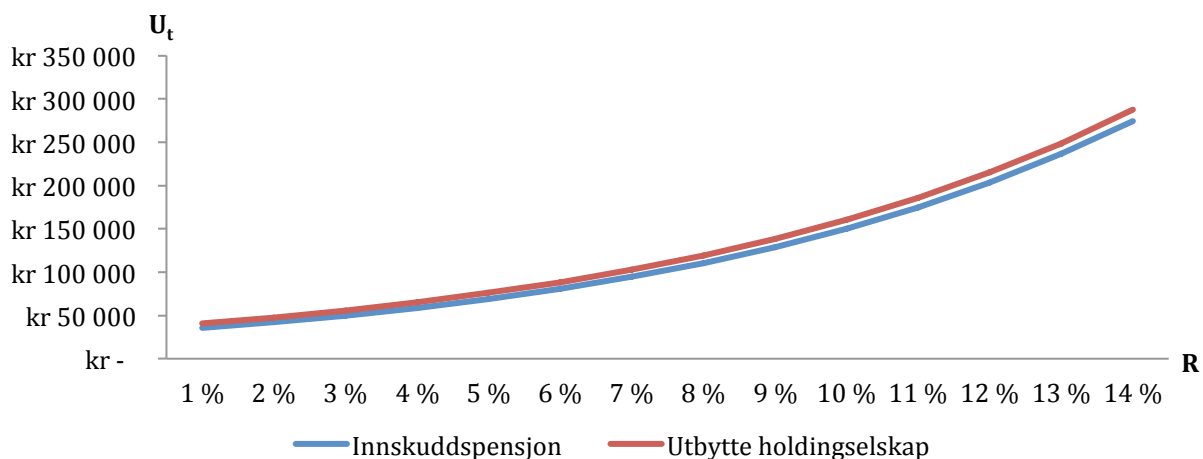
Lønnsomheten av å opprette et holdingselskap er en skjønsmessigvurdering som må vektas mot de tilhørende kostnadene ved alternativet. Det er mulig å opprette eierskap gjennom et holdingselskap selv om eierandelen i dag eies på personlig hånd, men fordelene må veies mot revisjonskostnadene ved skattefrie fusjoner/fisjoner (Stoveland, 2010). Basert på samme parameterverdier som de andre sparealternativene, er den årlige tilleggsutbetalingen ved holdingselskap omtrent 32% høyere enn for alternativet med utbytte investert via en unit link-konto (Figur 23). Kostnadene ved alternativet er imidlertid ikke inkludert i sammenligningen. Dersom de årlige kostnadene inkluderes vil kurven skifte nedover, men trolig ikke nok til at rangeringen endres.

Figur 23 Tilleggsutbetaling ved holdingselskap



Figur 24 viser tilleggsutbetalingen ved eierskap gjennom et holdingselskap, sammenlignet med økt innskuddspensjon. Selv ved lik forventet nettoavkastning som for innskuddspensjonen vil reinvestering gjennom et holdingselskap være mer gunstig. I det norske bedriftsmarkedet er det trolig flere partnere uten holdingselskap som kunne dratt nytte av å opprette en slik eierstruktur. Vårt mål er imidlertid at oppgaven skal appellere til et bredere mangfold og vi ser derfor investering via en unit link-konto som aktuelt for et større antall partnere, enn om vi hadde sett på holdingselskaper alene.

Figur 24 Tilleggsutbetaling for holdingselskap ift. innskuddspensjon



10.4 Omklassifisering av utbytte

Partnere som vurderer organisering gjennom holdingstruktur, må ta stilling til risikoen ved omklassifisering av utbytte. Dersom utbytte overføres til heleid holdingselskap argumenterer skattemyndighetene for en praksis der deler av utbyttet omklassifiseres fra fritaksutbytte hos et selskap, til arbeidsvederlag for den aktive aksjonæren (Strandenæs, 2015). En slik omklassifisering baserer seg på tilordningen av inntekt til riktig skattesubjekt. Omklassifisering innebærer i praksis at skattemyndighetene beregner størrelsen på kapital- og arbeidsinntekt som en del av partnerens virksomhetsinntekt. Som det fremkommer av en høyesterettsuttalelse i ”Hercules-dommen” byr dette på et skjønnsmessig problem. Overskuddet kan sjelden knyttes til partnerens arbeidsinnsats alene og må ses som et produkt av hele organisasjonens arbeid, samt generell markedsutvikling. En verdsettelsesmodell som ikke tar hensyn til kapitalens avkastning, vil være lite egnet til å gjøre en skjønnsmessigvurdering i tilfeller hvor inndelingen er uklar (Strandenæs, 2015).

Hvordan skattemyndighetene velger å forholde seg til problemstillingen i fremtiden kan få betydning for eierstrukturen i partnertunge bedrifter. Skatteadvokat, Harald Strandenæs (2015) understreker i et åpent brev til finansministeren at myndighetene har hatt to muligheter til å tette dette hullet i skattesystemet. Følgelig mener han at det ikke bør være mulig å overstyre partneres tilpasning i dagens skattesystem, hvor de unnlater å ta ut lønn eller tar ut en lav lønn. Skulle imidlertid fremtidige tiltak medføre en større grad av inntektsomklassifisering vil partnerens fordeler av utsatt skatt reduseres. Alternativet vil i et slikt scenario ligne mer på det som er beskrevet i modellen for lønn. Vi ønsker dermed å påpeke at selv om eierskap gjennom et holdingselskap er mest gunstig i dag, er det ikke gitt at det vil være et like godt alternativ i fremtiden.

10.5 Folketrygden og AFP

Modellen for økt innskuddspensjon måler effekten av en økning i innskuddssatsen mellom 7,1 og 12 G. Beregningene er forenklet og utelater dermed flere faktorer som er viktige for

en bedre pensjonsforståelse. I realiteten vil en optimal tilpasning av egen pensjonssparing strekke seg utover valget mellom de tre sparealternativene. Full opptjening i folketrygden har imidlertid vist seg å være et viktig holdepunkt for å sikre et godt pensjonsfundament med rettigheter til ordninger som blant annet AFP.

AFP-ordningen tilsvarer samlet i underkant av to millioner kroner per person, ved full opptjening og optimale formkrav. Gitt at partneren optimaliserer egen situasjon kan innføring av AFP være et av de mest lønnsomme pensjonsgrepene (Nordstrøm, 2016a). En lønnsomhetsvurdering av en slik ordning må blant annet ta hensyn til eiernes opptjening i løpet av livet, muligheten for avkortning mot offentlig tjenstepensjon, utvikling i antall ansatte, AFP-premie og merkostnaden ved å oppfylle tariffkravet. Omstillingskostnadene for å oppfylle tariffkravene kan være høye, men de fleste småbedrifter oppfyller allerede tariffavtalenes vilkår (Nordstrøm, 2016b). Selv om en avtalefestet pensjonsordning kan virke fristende, er det viktig å påpeke at ansatte ikke kan instrueres til å organisere seg. Ordningen er ikke individspesifikk, slik som innskuddspensjonsordningen og det er dermed ingen garanti for at avsetningen tilfaller partnerne.

Partnere må være oppmerksomme på AFP-kravene i et valg mellom en økning i innskuddspensjon, lønn eller utbytte. Ved en eierandel på 20% eller mer kan partneren stå i fare for å miste et helt års AFP-ansiennitet i tilfeller hvor lønnsuttaket er for lavt. Dersom det tas ut utbytte og arbeidsinntekten er lavere enn 7,1 G, kan utbyttet omklassifiseres som øvrige inntekter. Størrelsen på øvrige inntekter kan ikke være større enn arbeidsinntekten fra AFP-bedriften. Det kreves videre at hovedinntekten kommer fra AFP-bedriften og konsekvensen av en slik omklassifisering kan være at pensjonsretten faller fra. Til tross for at ordningens kompleksitet og dens mange fallgruver, kan utbetalingspotensialet være meget interessant for en partner.

10.6 Lønn over 12 G

Partnere, toppledere og enkelte ansatte kan ha en arbeidsinntekt som strekker seg langt over 12 G. For denne gruppen vil full utnyttelse av innskuddssatsene opp til 12 G gi for lav pensjonssparing i forhold til arbeidsinntekt i yrkesaktiv alder. Det optimale for en partner er å reinvestere utbytte gjennom et holdingselskap, gitt at eierstrukturen tillater en slik tilpasning. For toppledere og spesielt verdsatte ansatte er pensjon over drift et svært aktuelt alternativ. Driftspensjon setter ingen begrensning for sparebeløpets størrelse og sikrer dermed en ekstra utbetaling uten å skape et kunstig høyt skille i lønnsnivået innenfor samme stillingstrinn. Dette er et viktig poeng ettersom våre modeller gjelder tilleggssparing relativt til arbeidsinntekt i intervallet mellom 7,1 og 12 G.

10.7 Selskapets verdiutvikling

Det å opprette og drive et eget selskap krever betydelig dedikasjon i store deler av yrkeskarrieren, og det dannes ofte sterke bånd mellom individ og selskap. Samtidig som partneren bruker mye tid og penger på å bygge opp selskapet, skapes det verdier og selskapet vokser. Når virksomheten går over i en mer stabil fase finansieres selskapet i større grad av egen verdiskapning. Selskapets reduserte kapitalbehov åpner muligheten for at eieren kan ta ut kapital i form av høyere lønn eller utbytte, fremfor at den benyttes til ytterligere vekst. Skillet mellom hva som gagnar selskapet og hva som er best for partnerens private økonomi er ikke alltid like klart i den mentale inndelingen. Mange partnere har derfor latt seg friste til å ta ut lav arbeidsinntekt for å bygge opp under etableringsfasen, og for å betale minst mulig skatt (Nordstrøm, 2016a). Dette er, som vi tidligere har vært inne på, en atferdsteoretisk skjevhet som kan påvirke partnerens prioriteringer i kapitalallokeringen. Dersom arbeidsinntekten kunne vært 7,1 G, men holdes lavere av hensyn til selskapet, må tilbakeholdt kapital i teorien levere en avkastning på 18,1% av hver krone opp til 7,1 G. Valg av lav arbeidsinntekt uten å ta alternativkostnaden i betraktning, er en skjevhet i beslutningsgrunnlaget og en konsekvens av partnerens mentale inndeling.

Det er flere forhold som må vurderes i løpet av en partners yrkeskarriere, og arbeidsinntektens størrelse i forhold til selskapets fremtidige vekstmuligheter er bare én av mange. Denne utredningen ser i utgangspunktet bort fra selskapets verdiutvikling, men som en eiendel i partnerens samlede formue er den viktig i helhetsbildet. Valget mellom utbytte og lønn er følgelig avhengig av selskapets verdiskapning i dag og dets salgspotensial i fremtiden. Dersom selskapet besitter teknologi, patenter, avtaler eller andre strategiske elementer som gir konkurransefortrinn, kan det være optimalt å bygge verdien i selskapet fremfor å ta ut verdiskapningen underveis. En slik investeringsstrategi kan være svært gunstig, men er lite diversifiserende. Rene kompetansebedrifter kan betegnes som ”naken inn, naken ut”, ettersom selskapets verdi vil ligge i menneskene som arbeider der. Partnere i slike selskaper bør derfor spare gjennom andre kanaler enn eget selskap.

10.8 Likviditetspreferanse

Innskuddspensjonslovens bestemmelser fastsetter tidligste uttak ved fylte 62 år og kapitalen står dermed låst frem til dette tidspunktet (Innskuddspensjonsloven, §7-1, 2016). Sammenlignet med andre sparealternativer er innskuddspensjonsbeholdningen særdeles illikvid. Partneren er begrenset i den grad det skulle oppstå et økt kapitalbehov i yrkesaktive periode. Sparing gjennom en unit link-konto eller et holdingselskap kan til sammenligning likvideres med så godt som umiddelbar virkning. Likviditetspreferanse er en faktor som vil være individuell og verdien av å kunne ta ut kapital før pensjoneringstidspunktet vil i så måte være subjektiv. Analysen av alternativene viser at utbytte er mest gunstig basert på de definerte rammene. Inkluderes partnerens likviditetspreferanse i vurderingen, vil alternativet oppleves enda mer attraktivt.

10.9 Kapital- og renteinntekter

Bettina B. Wiersholm, en av Norges fremste eksperter på skatterett, har uttalt at det ikke må tas for gitt at ulik beskatningen av unit link-konto og øvrige eierinntekter vil vedvare (Nordstrøm, 2016c). Samtidig som myndighetene har mulighet til jevne ut beskatningen på tvers av kapitalinntekter, har markedet historisk vist god tilpasning til nye føringer.

Fremtidige forhold er med andre ord uavklart og valg av investeringsform må derfor reflektere den enkeltes forventninger til fremtiden.

I tillegg til usikkerheten rundt fremtidig kapitalbeskatning, finnes det også et annet risikomoment ved den relative beskatningen av alternativene for en partner. Isolert sett kan alternativene skilles basert på måten midlene hentes ut av selskapet og hvilke skattesatser som gjøres gjeldende. Markedet er fremdeles under tilpasning etter pensjonsreformen som kom i 2011 og det er uklart hva som blir den samlede effekten. Fremtidige vedtak som endrer det relative forholdet mellom de ulike marginalsattesatsene vil dermed kunne medføre store endringer for analysens resultater.

10.10 Fremtidens skattesatser

Mobiliteten av arbeidskraft er stadig økende i det internasjonale vestlige arbeidsmarkedet og kampen om kompetanse er antatt å øke i fremtiden. Norske skatteregler må derfor være konkurransedyktige på personnivå, og ikke bare for selskapet. Slik dagens skattesystem fungerer, vil personbeskatningen følge samme utvikling som selskapsbeskatning. Utvalget bak skattereformen som kom i 2016 mente riktignok at det vil være svært uheldig med ulike skattesatser på selskapsskatt og alminnelig inntekt. Det ville i så fall motivere til skatteplanlegging og uheldige skattetilpasninger. Skattereformen handlet først og fremst om verdiskapning, fremfor fordeling (Fasting, 2016).

I det påfølgende skatteforliket ble det enighet om en gradvis nedtrapping av selskapsskatten i takt med den internasjonale skattekonkurransen. Fremtidige skattesatser vil følgelig være avhengig av hvordan den internasjonale skattekonkurransen former politiske føringer. Flere land har allerede tatt konsekvensen av redusert selskapsskatt og det vil bli spennende å se hvordan utviklingen i Norge utarter seg i fremtiden. Analysens tidshorisont på nærmere 30 år gjør usikkerheten ved parameterne til et betydelig risikomoment ettersom skatt er blant de kraftigste økonomisk-politiske virkemidlene (Ulltveit-Moe, 2014). Det anses imidlertid som lite sannsynlig at myndighetene vil vedta større endringer i det relative forholdet mellom de ulike marginalsattesatsene som benyttes i analysen.

11. Konklusjon

Innskuddspensjonsordningens tillegg på 18,1% er ment å kompensere for at folketrygdens øvre opptjeningsgrense ble redusert til 7,1 G. Vår markedsanalyse viser at bare et fåtall av bedriftene utnytter tillegget, og at innskuddssatsenes størrelse er negativt korrelert med daglig leders eierandel i selskapet. Ettersom valgte innskuddssatser i utgangspunktet må være gjeldende for alle ansatte i selskapet, kan det tenkes at partnernes egeninteresse råder og at de velger høyere arbeidsinntekt eller utbytte fremfor å øke innskuddssatsene.

Et valg mellom utbytte, økt lønn eller økt innskuddspensjonssats mellom 7,1 og 12 G vil påvirke opptjent pensjonsbeholdning i folketrygden og tjenestepensjon. På generelt grunnlag anbefales partnere å tilstrebe full opptjening i folketrygden, samt å tilrettelegge for en AFP-ordning i selskapet. For å optimalisere egen pensjonssparing bør en partner investere et årlig utbytte i aksjemarkedet, så fremt forventet avkastning på den investerte kapitalen er minimum 2 prosentpoeng høyere enn for innskuddspensjonsbeholdningen. Dersom andelen i driftsselskapet eies gjennom et heleid holdingselskap anbefaler vi å forvalte utbyttet gjennom holdingselskapet. Selv ved lik forventet nettoavkastning vil holdingstrukturen gi en høyere utbetaling enn en økning i innskuddspensjonssatsene. I tilfeller hvor forventet nettoavkastning er lik for samtlige alternativ og eierskap gjennom holdingselskap ikke er mulig, vil det være optimalt å øke innskuddspensjonssatsene mellom 7,1 og 12 G.

Overstående anbefaling av optimal pensjonssparing er gitt på et generelt grunnlag. Det er imidlertid viktig at valgt sparealternativ reflekterer partnerens preferanser og forventninger til fremtiden. Hvert enkelttilfelle krever derfor en skjønnsmessig vurdering av de faktorene som påvirker optimal pensjonsplanlegging.

Litteraturliste

- AFP-Tilskottsloven. Lov om statstilskott til arbeidstakere som tar ut avtalefestet pensjon i privat sektor av 19. Februar 2010. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2010-02-19-5#>
- Aksjeloven. 1999. Lov om aksjeselskaper av 1. januar 1999 nr. 14. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-44/>
- Aven, Terje. 2016. <<Risiko>>. Store Norske Leksikon. Lest 28. september 2016. <https://snl.no/risiko>
- Bennyhoff, Donald G. 2008. <<Time Diversification and Horizon-based Asset Allocations>>. Vanguard Investment Counseling & Research. Lest 19. september 2016. <http://www.vanguard.com/pdf/icrtd.pdf?2210045172>
- Bergmo, Agnes. 2016. <<Nye skatteregler og aksjegevinster og utbytte>>. *Praktisk økonomi & finans* 2/2016, (Vol. 32): 125-136.
- Blake, David. 2006. *Pension Economics*. England: John Wiley & Sons Ltd, The Atrium, Southern Gate, Chichester.
- Christensen, Jonas. 2016. << Denne pensjonsregelen gjør nå at mennene mellom 62 og 66 år får 717.000 kroner i året i snitt>>. *Dagen næringsliv*. Lest 28. november 2016. <http://www.dn.no/nyheter/2016/11/11/0858/Arbeidsliv/denne-pensjonsregelen-gjor-na-at-mennene-mellom-62-og-66-ar-far-717000-kroner-i-aret-i-snitt>
- Danica Pensjon. 2016a. <<Danica Pensjon>>. Lest 08. november 2016. <https://www.danica.no/nb-no/om-danica-pensjon/pages/om-danica-pensjon.aspx>
- Danica Pensjon. 2016b. <<Danica Valg>>. Lest 02. desember 2016. <https://www.danica.no/nb-no/privat/Pensjon/investeringsvalg/Pages/Danica%20Valg.aspx>
- Danske Bank. 2016. <<Er holdingselskap noe for deg?>>. Lest 02. november 2016. <http://danskebank.no/Radgivning/Radgivernytt/Pages/Holdingselskap.aspx>
- Deloitte. 2016. <<Statsbudsjettet for 2016 de viktigste skatte- og avgiftsendringer>>. Lest 28. november 2016. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/no/Documents/tax/Statsbudsjettet-2016.pdf>
- DNB. 2016a. <<Spørsmål og svar om ytelsespensjon: Hva skjer når medarbeidere slutter?>>. Lest 30. august 2016. https://www.dnb.no/bedrift/pensjon/sporsmal_og_svar_ytelsespensjon.html
- DNB. 2016b. <<Pensjon – Slik er den bygget opp>>. Lest 25. oktober 2016. <https://www.dnb.no/privat/tema/sparing-til-pensjon.html>

-
- Døskeland, Trond. 2014. *Personlig Finans*. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.
- Erikssen, Heidi Ø. 2012. <<Tidlig pensjonsuttak lønner seg>>. *E24*. Lest 28. Oktober 2016. <http://e24.no/job/tidlig-pensjonsuttak-loenner-seg/10039783>
- Fasting, Mathilde. 2016. <<Skattereform for verdiskapning og omstilling>>. Mathilde Fasting Blogg. Lest 10. November 2016. http://fasting.blogg.no/1453981896_skattereform_for_verd.html
- Fellesordningen for AFP. 2016. <<Hva er privat AFP?>>. Lest 09. september 2016. <http://www.afp.no/hva-er-afp>
- Finansdepartementet. 2016. <<Høringsnotat – Endret beskatning av fondskonto>>. Lest 20. Oktober 2016. https://www.regjeringen.no/contentassets/cd1cf78396b742ca9754d937a4cbeb48/tv_horingsnotat.pdf
- Finansdepartementet. 2015. <<Skattereform for omstilling og vekst>>. Lest 02. november 2016. <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/skattereform-for-omstilling-og-vekst/id2457106/>
- Grimsby, Gjermund og Grünfeld, Leo A. 2014. <<Personlig eierskap i Norge: Omfang og betydning for lokalt og nasjonalt næringsliv>>. Menon. Lest 10. november 2016. <http://www.menon.no/wp-content/uploads/04bakgrunnsrapport-personlig-eierskap.pdf>
- Grosvold, Roger. 2016. <<Én av fire sparer til pensjon med for lav risiko>>. ABC Nyheter. Lest 14. September 2016. <http://www.pengenytt.no/en-av-fire-sparer-til-pensjonen-med-for-lav-risiko/>
- Hens, Thorsten & Kremena Bachmann. 2008. *Behavioural finance for private banking*. New York: John Wiley & Sons Ltd.
- Hoemsnes, Anita. 2016. <<Nå strammes pensjonene inn>>. Dagens Næringsliv. Lest 23. november 2016. <http://www.dn.no/nyheter/politikkSamfunn/2016/11/08/1836/Pensjon/na-strammes-pensjonene-inn>
- Høegh-Krohn, Nils E. 2004. <<Viktige problemstillinger og utviklingstrekk i moderne kapitalforvaltning>>. *Praktisk økonomi & finans* 21, (3): 3-9.
- Høylye, Knut. 2016. <<Skatte- og avgiftsforslag i statsbudsjettet for 2017>>. *Regnskap Norge*. Lest 02. november 2016. <https://www.regnskapnorge.no/artikler/skatt/skatte-og-avgiftsforslag-i-statsbudsjettet-for-2017/>
- Innskuddspensjonsloven. Lov om innskuddspensjon i arbeidsforhold av 01. januar 2016. https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2000-11-24-81#KAPITTEL_1

- Jacobsen, Joakim B. 2014. <<Professor støtter LOs pensjonsforslag>>. Dagens Perspektiv. Lest 17. november 2016. <http://www.dagensperspektiv.no/2014/professor-stotter-los-pensjonsforslag>
- Johannesen, Nanna. 2016. <<Rådene for god pensjon>>. VG. Lest 6. desember 2016. <http://gabler.no/assets/Uploads/VG-19jan1.pdf>
- Landes, Harlan. 2012. <<Four Risks of Investing>>. Forbes. Lest 28. september 2016. <http://www.forbes.com/sites/moneybuilder/2012/06/15/four-risks-of-investing/#78f85b444c27>
- Mortensen, Yngvild. 2016. <<Sjekk hva gjennomsnittslønna er i din jobb: Dette er snittlønna i over 100 yrker>>. Frifagbevegelsen. Lest 28. oktober 2016. <http://frifagbevegelse.no/nyheter/dette-er-snittlonna-i-over-100-yrker-6.158.345552.df06a95926>
- Mossin, Jan. 1985. <<Markedseffisiens>>. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Munthe, Gry H. 2015. <<Ytelsespensjon, innskuddspensjon og hybridpensjon for Dummies>>. Juristforbundet. Lest 22. september 2016. <http://www.juristforbundet.no/Lonn-og-arbeidsvilkar/Aktuelle-tema/Pensjon/Ytelsespensjon-innskuddspensjon-og-hybridpensjon-for-Dummies/>
- Myhr, Birger. 2015. <<Individuell pensjonsvurdering>>. *Pensjonseksperten*. Lest 21. september 2016. <http://www.pensjonseksperten.no/nyhetsarkiv/individuell-pensjonsvurdering>
- NAV. 2016a. <<Garantipensjon til personer med liten eller ingen inntektpensjon>>. Lest 31. august 2016. <https://www.nav.no/no/Person/Pensjon/Alderspensjon/Nyheter/garantipensjon-til-personer-med-liten-eller-ingen-inntektpensjon>
- NAV. 2016b. <<Beregning av alderspensjon, født 1963 eller senere>>. Lest 22. september 2016. <https://www.nav.no/263699/beregning-av-alderspensjon?kap=5>
- NAV. 2016c. <<Tjenestepensjon>>. Lest 28. september 2016. <https://www.nav.no/no/Person/Pensjon/Andre+pensjonsordninger/tjenestepensjon>
- NAV. 2015. <<Hvordan er det norske pensjonssystemet bygd opp?>>. Lest 20. oktober 2016. <https://www.nav.no/no/Person/Pensjon/Alderspensjon/hvordan-er-det-norske-pensjonssystemet-bygd-opp>
- Nordnet. 2016a. <<Søk på globale indeksfond>>. Lest 31. oktober 2016. https://www.nordnet.no/mux/web/fonder/sok.html?nn_kategori=404%7Cglobal&kategori=&forvaltare=&sokord=&sok=1&ppm=0&nobuy=&flik=&nm=nn_kategori%2Bglobal&typ=1
- Nordnet. 2016b. <<Nordnets priser: Forsikring>>. Lest 31. oktober 2016. <https://www.nordnet.no/tjenester/prisliste.html>

-
- Norsk Pensjon AS. 2016. <<Rapportering: Medium, 3 år>>. Lest 31. oktober 2016.
<https://www.norskpensjon.no/rapportering/>
- Nordstrøm, Johan. 2016a. <<Fem grep som er verdt millioner i økt pensjon>>. Dine Penger. Lest 28. november 2016. <http://www.dinepenger.no/karriere/pensjon/fem-grep-som-er-verdt-millioner-i-oekt-pensjon/23728958>
- Nordstrøm, Johan. 2016b. <<Slik etablerer du AFP i bedriften din>>. Dine Penger. Lest 28. november 2016. <http://www.dinepenger.no/karriere/pensjon/slik-etablerer-du-afp-i-bedriften-din/23819293>
- Nordstrøm, Johan. 2016c. <<Slik kan du få lavere skatt på sparing i aksjer og aksjefond>>. Dine Penger. Hentet 10. November 2016. <http://www.dinepenger.no/penger/aksjer/slik-kan-du-faa-lavere-skatt-paa-sparing-i-aksjer-og-aksjefond/23601246>
- NOU 2004: 1. Modernisert folketrygd – Bærekraftig pensjon for fremtida. Oslo: Finans- og Sosialdepartementet. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2004-1/id383364/>
- Partridge, Dr. Matthew. 2012. <<How many shares should you have in your portfolio?>>. MoneyWeek. Lest 12. desember 2016. <http://moneyweek.com/basics-how-many-shares-should-you-have-in-your-portfolio-61409/>
- Plahte, Alexandra & Hilde Nordstoga. 2013. <<Alt du trenger å vite om pensjon>>. Oslo: Cappelen Damm As
- Platou, Olav S. 2014. ”Juristen: Lønn eller utbytte fra eget AS?”. *Nordea*. Lest 15. november 2016. <http://www.nordea.com/no/presse-og-nyheter/nyheter-og-pressemeldinger/news-no/2014/2014-02-25-juristen-lonn-eller-utbytte-fra-eget-as.html>
- Regjeringen. 2016a. <<A til Å om pensjon: Løpende finansiering>>. Lest 02. september 2016. https://www.regjeringen.no/no/tema/pensjon-trygd-og-sosiale-tjenester/pensjonsreform/sporsmal-og-svar/a-til-a/id594893/#Loepende_finansiering
- Regjeringen. 2016b. <<Spørsmål og svar om pensjonsreformen: Hvorfor var det nødvendig med en pensjonsreform?>>. Lest 30. august 2016. https://www.regjeringen.no/no/tema/pensjon-trygd-og-sosiale-tjenester/pensjonsreform/sporsmal-og-svar/id86829/#Hvorfor_pensjonsreform
- Røst, Øyvind og Günther Bache. 2012. <<Hold deg unna IPS-sparing>>. Dine Penger. Lest 26. oktober 2016. <http://www.dinepenger.no/forbruker/fond/hold-deg-unna-ips-sparing/599255>
- Skatteetaten. 2016a. <<Arbeidsgiveravgift>>. Lest 11. november 2016. <http://www.skatteetaten.no/no/Bedrift-og-organisasjon/Drive-bedrift/Arbeidsgiver/Arbeidsgiveravgift/>

- Skatteetaten. 2016b. <<Formuesskatt>>. Lest 14. november 2016.
<https://www.skatteetaten.no/no/Tabeller-og-satser/Formuesskatt/>
- Smarte Penger. 2016a. <<Fleksibelt uttak av pensjon>>. Lest 02. september 2016.
<http://www.smartepenger.no/pensjon/99-pensjon/1394-fleksibelt-uttak-av-pensjon>
- Smarte Penger. 2016b. <<Fondskonto>>. Lest 20. Oktober 2016.
<http://www.smartepenger.no/sparing/104-sparing/728-fondskonto>
- Smarte Penger. 2016c. <<Marginalskatt på lønnsinntekter>>. Lest 28. november 2016.
<http://www.smartepenger.no/skatt/103-skatt/635-marginalskatt-pa-lonnsinntekter>
- Solem, Per E., Henning Finseraas & Magnhild Nicolaisen. 2009. <<Eldre i arbeidslivet: Når er det på tide å bli pensjonist?>>. *Statistisk sentralbyrå*. Lest 28. oktober 2016.
<https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/artikler-og-publikasjoner/naar-er-det-paa-tide-aa-bli-pensjonist>
- Statistisk sentralbyrå. 2016a. <<Arbeidskraftundersøkelsen, 2. Kvartal 2016>>. Lest 31. august 2016. <https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/statistikker/aku/kvartal/2016-07-29#content>
- Statistisk sentralbyrå. 2016b. <<Befolkningsframskrivinger, 2016-2100>>. Lest 02. september 2016.
https://www.ssb.no/befolkning/statistikker/folkfram/aar/_attachment/270010?_ts=15553fc61e8
- Statistisk sentralbyrå. 2016c. <<Virksomheter, 1. januar 2016>>. Lest 10. november 2016.
<http://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/statistikker/bedrifter>
- Statistisk sentralbyrå. 2014. <<Indikatorer for bærekraftig utvikling, 2014 - Forventet levealder ved fødselen>>. Lest 10. november 2016. <https://www.ssb.no/natur-og-miljo/barekraft/forventet-levealder-ved-fodselen>
- Statistisk sentralbyrå. 2010. <<Tjenestepensjoner, 2004-2008>>. Lest 14. september 2016.
<https://www.ssb.no/bank-og-finansmarked/statistikker/tjenestepensj/aar/2010-02-11>
- Statistisk sentralbyrå. 2009. <<Yrker, arbeidskraftundersøkelsen, 2008>>. Lest 02. desember 2016. <https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/statistikker/yrkeaku/aar/2009-02-11>
- Store Norske Leksikon. 2014. <<Humankapital>>. Lest 17. november 2016.
https://snl.no/human_kapital
- Stoveland, Per H. 2010. <<Skattefri omorganisering>>. *Magma*. Lest 23. November 2016.
<https://www.magma.no/skattefri-omorganisering>
- Strandenæs, Harald. 2015. <<Omklassifisering av utbytte>>. Advokatfirmaet MNA Strandenæs. Lest 20. september 2016. <http://www.strandenas.no/artikkel.php?idn=85>
- Tjenestepensjonsloven. Lov om tjenestepensjon av 13. desember 2013.
<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2013-12-13-106>

Ulltveit-Moe, Karen H. 2014. <<Skatt som risikosport>>. Dagens Næringsliv. Lest 10. November 2016. <http://www.dn.no/meninger/2014/12/11/2203/Fredagskronikk/skatt-som-risikosport>

Wig, Karl. 2015. <<Disse økonomiøkonområdene sliter nordmenn mest med>>. *E24*, 15. Februar 2015. (Lest 28. November 2016) <http://e24.no/privat/pensjon/disse-oekonomiomaadene-sliter-nordmenn-mest-med/23392823>

Vedlegg

Vedlegg 1 – Marginal skattesats for utbytte til holdingselskap

Utbytte til Holdingselskap	
Driftsresultat	1
Selskapsskatt	0,24
Utbytte	0,76
Sjablongregel (0,75%)	0,0057
Marginalskatt	0,2457

Vedlegg 2 – Marginale skattesatser for personinntekt

	Person- inntekt	Trinnskatt på lønn	Marginalskatt eks. arbeidsgiveravgift	Marginalskatt inkl. arbeidsgiveravgift
Lønn mellom kr 230.950,- og kr 580.650,-	<kr 580 650	2,41 %	34,61 %	39,49 %
Lønn mellom kr 580.650,- og kr 934.050,-	<kr 657 290	11,52 %	43,72 %	49,88 %
Utbytte	kr 657 290<		46,62 %	46,62 %
Lønn utover kr 934.050,-	kr 934 050<	14,52 %	46,72 %	53,31 %

Vedlegg 3 – Skattesatser for pensjonsinntekt i 2017

	Trinn 1: kr 278.951 - kr 538.534	Trinn 2: kr 538.535 - kr 580.650	Trinn 3: kr 580.651 - kr 934.050	Trinn 4: kr 934.051 -
Trygdeavgift	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %
Trinnskatt	2,41 %	2,41 %	11,52 %	14,52 %
Skatt, alminnelig inntekt	24 %	24 %	24 %	24 %
Skattefradrag	6 %	Skattefradrag frafaller	Skattefradrag frafaller	Skattefradrag frafaller
Marginal skattesats	37,51 %	31,51 %	40,62 %	43,62 %

Vedlegg 4 – Notasjon og mellomregning for modellene

Betegnelse	Forklaring
K_n	Årlig uttak av tilgjengelig egenkapital, i form av økt innskudd, utbytte eller økt lønn
N	Antall år med oppsparing
n	Gjeldende år under oppsparingsperioden
T	Antall år med uttak
t	Gjeldende år under uttak
I_0	Sum innskutt kapital
L_0	Andel av innskutt kapital
R_p	Årlig nettoavkastning på innskuddspensjon, i prosent
R_u	Årlig nettoavkastning på unit link-konto, i prosent
r_p	Årlig avkastning på innskuddspensjon, i prosent
r_u	Årlig avkastning på unit link-konto, i prosent
f_p	Årlig forvaltningskostnad for innskuddspensjon, i prosent
f_u	Årlig forvaltnings- og forsikringskostnad for unit link-konto, i prosent
P_t	Pensjonsbeholdning på tidspunkt t
B	Årlig tilleggsutbetaling eks. nettoavkastning
A	Arbeidsgiveravgift
S_p	Marginalskatt på pensjonsinntekt
S_I	Marginalskatt på arbeidsinntekt
S_k	Skatt på utbytte

Økt innskuddspensjon:

$$B = \frac{P_0}{T} = \frac{\sum_{n=0}^N (K_n * (1 - A) * (1 + R_p)^{N-n})}{T}$$

$$P_0 = \sum_{n=0}^N (K_n * (1 - A) * (1 + R_p)^{N-n})$$

$$P_t = P_0 - B * t$$

$$\frac{\partial P_0}{\partial K_n} = (1 + R_p)^{N-n}$$

$$R_p = r_p - f_p$$

Generell formel for pensjonsutbetaling i år 0:

$$U_0^p = B * (1 - S_p)$$

Utleder formel for generell pensjonsutbetaling på tidspunkt t₁ og utover:

$$U_t^p = (B + P_t * R_p) * (1 - S_p)$$

$$U_t^p = \left(\frac{P_0}{T} + \left(\left(P_0 - \frac{P_0}{T} * t \right) * (r_p - f_p) \right) \right) * (1 - S_p)$$

$$U_t^p = \left(P_0 * \left(\frac{1}{T} \right) + \left(P_0 * \left(1 - \frac{t}{T} \right) * (r_p - f_p) \right) \right) * (1 - S_p)$$

$$U_t^p = \left(P_0 * \left(\left(\frac{1}{T} \right) + \left(\left(1 - \frac{t}{T} \right) * (r_p - f_p) \right) \right) \right) * (1 - S_p)$$

Generell formell for utbetalt tillegg til pensjon på tidspunkt t:

$$U_t^p = \left(P_0 * \left(\left(\frac{1}{T} \right) + \left(\left(1 - \frac{t}{T} \right) * (r_p - f_p) \right) \right) \right) * (1 - S_p)$$

$$U_t^p = \left(\left(\sum_{n=0}^N (K_n * (1 - A) * (1 + R_p)^{N-n}) \right) * \left(\left(\frac{1}{T} \right) + \left(\left(1 - \frac{t}{T} \right) * (R_p) \right) \right) \right) * (1 - S_p)$$

Maksimerer pensjonsutbetaling i år t med hensyn på uttak av egenkapital i år n:

$$MAX_{K_n} U_t^p = \left(P_0 * \left(\left(\frac{1}{T} \right) + \left(\left(1 - \frac{t}{T} \right) * (R_p) \right) \right) \right) * (1 - S_p)$$

Førstederiverte av U_t^p med hensyn til K_n :

$$\frac{\partial U_t^p}{\partial K_n} = \left(\frac{\partial P_0}{\partial K_n} * \left(\left(\frac{1}{T} \right) + \left(1 - \frac{t}{T} \right) * (R_p) \right) \right) * (1 - S_p)$$

$$\frac{\partial U_t^p}{\partial K_n} = \left((1 - A) * (1 + R_p)^{N-n} * \left(\left(\frac{1}{T} \right) + \left(1 - \frac{t}{T} \right) * (R_p) \right) \right) * (1 - S_p)$$

Utbytte spart på Unit link-konto:

$$B = \frac{P_0}{T} = \frac{\sum_{n=0}^N \left((K_n * (1 - S_k)) * (1 + R_u)^{N-n} \right)}{T}$$

$$P_0 = \sum_{n=0}^N \left((K_n * (1 - S_k)) * (1 + R_u)^{N-n} \right) = \sum_{n=0}^N \left((K_n - K_n * S_k) * (1 + R_u)^{N-n} \right)$$

$$\frac{\partial P_0}{\partial K_n} = (1 + R_u)^{N-n} * (1 - S_k)$$

$$I_0 = \sum_{n=0}^N (K_n * (1 - S_k))$$

$$\frac{\partial I_0}{\partial K_n} = (1 - S_k)$$

$$L_0 = \frac{I_0}{T} = \frac{\sum_{n=0}^N (K_n * (1 - S_k))}{T}$$

Utbetalingsfunksjonen for sparing ved utbytte:

$$U_t^u = B + (P_0 - t * B) * R_u - (P_0 - t * B) * R_u * S_r - \frac{(P_0 - t * B) - (I_0 - t * L_0)}{T - t} * S_r$$

$$U_t^u = B + ((P_0 - t * B) * R_u) * (1 - S_r) - \frac{((P_0 - t * B) - (I_0 - t * L_0))}{T - t} * S_r$$

Setter inn for grunntillegget B:

$$U_t^u = \frac{P_0}{T} + \left((P_0 - t * \frac{P_0}{T}) * R_u \right) * (1 - S_r) - \frac{(P_0 - t * \frac{P_0}{T}) - (I_0 - t * L_0)}{T - t} * S_r$$

$$U_t^u = \left(P_0 * \frac{1}{T} \right) + \left(P_0 * \left(1 - t * \frac{1}{T} \right) * R_u \right) * (1 - S_r) - \frac{P_0 * \left(1 - \left(t * \frac{1}{T} \right) \right) - (I_0 - t * L_0)}{T - t} * S_r$$

$$U_t^u = P_0 * \left(\frac{1}{T} + \left(\left(1 - \frac{t}{T} \right) * R_u \right) * (1 - S_r) \right) - \frac{P_0 * \left(1 - \frac{t}{T} \right) - (I_0 - t * L_0)}{T - t} * S_r$$

Setter inn for andel av innskutt kapital L_0 og forkorter:

$$U_t^u = P_0 * \left(\frac{1}{T} + \left(1 - \frac{t}{T} \right) * R_u * (1 - S_r) \right) - \frac{P_0 * \left(1 - \frac{t}{T} \right) - I_0 * \left(1 - \frac{t}{T} \right)}{T - t} * S_r$$

Generell formell for utbetalt tillegg til pensjon på tidspunkt t:

$$U_t^u = P_0 * \left(\frac{1}{T} + \left(1 - \frac{t}{T} \right) * R_u * (1 - S_r) \right) - \frac{P_0 * \left(1 - \frac{t}{T} \right) - I_0 * \left(1 - \frac{t}{T} \right)}{T - t} * S_r$$

$$U_t^u = \sum_{n=0}^N \left((K_n * (1 - S_k)) * (1 + R_u)^{N-n} \right) * \left(\frac{1}{T} + \left(1 - \frac{t}{T} \right) * R_u * (1 - S_r) \right) - \frac{\sum_{n=0}^N \left((K_n * (1 - S_k)) * (1 + R_u)^{N-n} \right) * \left(1 - \frac{t}{T} \right) - \sum_{n=0}^N (K_n * (1 - S_k)) * \left(1 - \frac{t}{T} \right)}{T - t} * S_r$$

Maksimerer utbetaling i år t med hensyn på innbetaling i år n:

$$\text{MAX}_{K_n} U_t^u = P_0 * \left(\frac{1}{T} + \left(1 - \frac{t}{T} \right) * R_u * (1 - S_r) \right) - \frac{P_0 * \left(1 - \frac{t}{T} \right) - I_0 * \left(1 - \frac{t}{T} \right)}{T - t} * S_r$$

Førstederiverte av U_t^u med hensyn til K_n :

$$\frac{\partial U_t^u}{\partial K_n} = \frac{\partial P_0}{\partial K_n} * \left(\frac{1}{T} + \left(1 - \frac{t}{T} \right) * R_u * (1 - S_r) \right) - \frac{\frac{\partial P_0}{\partial K_n} * \left(1 - \frac{t}{T} \right) - \frac{\partial I_0}{\partial K_n} * \left(1 - \frac{t}{T} \right)}{T - t} * S_r$$

$$\frac{\partial U_t^u}{\partial K_n} = (1 + R_u)^{N-n} * (1 - S_k) * \left(\frac{1}{T} + \left(1 - \frac{t}{T} \right) * R_u * (1 - S_r) \right) - \frac{(1 + R_u)^{N-n} * (1 - S_k) * \left(1 - \frac{t}{T} \right) - (1 - S_k) * \left(1 - \frac{t}{T} \right)}{T - t} * S_r$$

Økt lønn spart på Unit link-konto:

$$B = \frac{P_0}{T} = \frac{\sum_{n=0}^N ((K_n * (1 - S_l)) * (1 + R_u)^{N-n})}{T}$$

$$P_0 = \sum_{n=0}^N ((K_n * (1 - S_l)) * (1 + R_u)^{N-n})$$

$$I_0 = \sum_{n=0}^N ((K_n * (1 - S_l)))$$

$$L_0 = \frac{I_0}{T} = \frac{\sum_{n=0}^N ((K_n * (1 - S_l)))}{T}$$

$$\frac{\partial P_0}{\partial K_n} = (1 + R_u)^{N-n} * (1 - S_l)$$

$$\frac{\partial I_0}{\partial K_n} = (1 - S_l)$$

Utbetalingsfunksjonen for sparing ved økt lønn:

$$U_t^L = B + (P_0 - t * B) * R_u - (P_0 - t * B) * R_u * S_r - \frac{(P_0 - t * B) - (I_0 - t * L_0)}{T - t} * S_r$$

$$U_t^L = B + ((P_0 - t * B) * R_u) * (1 - S_r) - \frac{(P_0 - t * B) - (I_0 - t * L_0)}{T - t} * S_r$$

Setter inn for grunntillegget B og forkorter:

$$U_t^L = \frac{P_0}{T} + \left((P_0 - t * \frac{P_0}{T}) * R_u \right) * (1 - S_r) - \frac{(P_0 - t * \frac{P_0}{T}) - (I_0 - t * L_0)}{T - t} * S_r$$

$$U_t^L = \left(P_0 * \frac{1}{T} \right) + \left(P_0 * \left(1 - t * \frac{1}{T} \right) * R_u \right) * (1 - S_r) - \frac{P_0 * \left(1 - t * \frac{1}{T} \right) - (I_0 - t * L_0)}{T - t} * S_r$$

$$U_t^L = P_0 * \left(\frac{1}{T} + \left(\left(1 - \frac{t}{T} \right) * R_u \right) * (1 - S_r) \right) - \frac{P_0 * \left(1 - \frac{t}{T} \right) - (I_0 - t * L_0)}{T - t} * S_r$$

Setter inn for andel av innskutt kapital L_0 og forkorter:

$$U_t^L = P_0 * \left(\frac{1}{T} + \left(\left(1 - \frac{t}{T} \right) * R_u \right) * (1 - S_r) \right) - \frac{P_0 * \left(1 - \frac{t}{T} \right) - \left(I_0 - t * \frac{I_0}{T} \right)}{T - t} * S_r$$

$$U_t^L = P_0 * \left(\frac{1}{T} + \left(\left(1 - \frac{t}{T} \right) * R_u \right) * (1 - S_r) \right) - \frac{P_0 * \left(1 - \frac{t}{T} \right) - I_0 * \left(1 - \frac{t}{T} \right)}{T - t} * S_r$$

$$U_t^L = \sum_{n=0}^N \left((K_n * (1 - S_I)) * (1 + R_u)^{N-n} \right) * \left(\frac{1}{T} + \left(\left(1 - \frac{t}{T} \right) * R_u \right) * (1 - S_r) \right) - \frac{\sum_{n=0}^N \left((K_n * (1 - S_I)) * (1 + R_u)^{N-n} \right) * \left(1 - \frac{t}{T} \right) - \sum_{n=0}^N \left((K_n * (1 - S_I)) * \left(1 - \frac{t}{T} \right) \right)}{T - t} * S_r$$

Maksimerer utbetaling i år t med hensyn på innbetaling i år n:

$$MAX_{K_n} U_t^L = P_0 * \left(\frac{1}{T} + \left(\left(1 - \frac{t}{T} \right) * R_u \right) * (1 - S_r) \right) - \frac{P_0 * \left(1 - \frac{t}{T} \right) - I_0 * \left(1 - \frac{t}{T} \right)}{T - t} * S_r$$

Førstederiverte av U_t^L med hensyn til K_n :

$$\frac{\partial U_t^L}{\partial K_n} = \frac{\partial P_0}{\partial K_n} * \left(\frac{1}{T} + \left(1 - \frac{t}{T} \right) * R_u * (1 - S_r) \right) - \frac{\frac{\partial P_0}{\partial K_n} * \left(1 - \frac{t}{T} \right) - \frac{\partial I_0}{\partial K_n} * \left(1 - \frac{t}{T} \right)}{T - t} * S_r$$

$$\frac{\partial U_t^L}{\partial K_n} = (1 + R_u)^{N-n} * (1 - S_I) * \left(\frac{1}{T} + \left(1 - \frac{t}{T} \right) * R_u * (1 - S_r) \right) - \frac{(1 + R_u)^{N-n} * (1 - S_I) * \left(1 - \frac{t}{T} \right) - (1 - S_I) * \left(1 - \frac{t}{T} \right)}{T - t} * S_r$$

Vedlegg 5 – Kalibrering av førsteordensbetingelser

$$\frac{\partial U_t^p}{\partial K_n} = \left((1 - 14,1\%) * (1 + 9,7\%)^{18-n} * \left(\left(\frac{1}{10} \right) + \left(1 - \frac{t}{10} \right) * (9,7\%) \right) \right) * (1 - 39,07\%)$$

$$\frac{\partial U_t^u}{\partial K_n} = (1 + 13\%)^{18-n} * (1 - 46,62\%) * \left(\frac{1}{10} + \left(1 - \frac{t}{10} \right) * 13\% * (1 - 24\%) \right) - \frac{(1 + 13\%)^{18-n} * (1 - 46,62\%) * \left(1 - \frac{t}{10} \right) - (1 - 46,62\%) * \left(1 - \frac{t}{10} \right)}{10 - t} * 24\%$$

$$\frac{\partial U_t^l}{\partial K_n} = (1 + 13\%)^{18-n} * (1 - 49,88\%) * \left(\frac{1}{10} + \left(1 - \frac{t}{10} \right) * 13\% * (1 - 24\%) \right) - \frac{(1 + 13\%)^{18-n} * (1 - 49,88\%) * \left(1 - \frac{t}{10} \right) - (1 - 49,88\%) * \left(1 - \frac{t}{10} \right)}{10 - t} * 24\%$$

Vedlegg 6 – Beregning av gjennomsnittlig arbeidsinntekt

Stilling	Månedslønn	Årslønn
Adm. dir. innen finans og forsikring	kr 155 900	kr 1 714 900
Adm. dir. i bank- og forsikring	kr 152 200	kr 1 674 200
Adm. dir. i IT-bransjen	kr 98 700	kr 1 085 700
Adm. dir. kommunikasjon	kr 97 500	kr 1 072 500
Adm. dir. i forlag	kr 91 900	kr 1 010 900
Adm. dir. (bygg og anlegg)	kr 69 400	kr 763 400
Industrileder	kr 69 000	kr 759 000
Gjennomsnitt	kr 104 943	kr 1 154 371

Vedlegg 7 – Beregning av sparebeløp

Stilling	Innskuddssats		Innskuddspensjon		Tillegg	Økt sparing
	0-7,1G	7,1-12G	0-7,1G	7,1-12G		
Adm. dir. innen finans og forsikring	3,0 %	4,1 %	kr 19 719	kr 18 599	8,2 %	kr 37 197
Adm. dir. i bank- og forsikring	3,0 %	4,1 %	kr 19 719	kr 18 599	8,2 %	kr 37 197
Adm. dir. i IT-bransjen	3,0 %	4,1 %	kr 19 719	kr 17 565	8,2 %	kr 35 130
Adm. dir. kommunikasjon	3,0 %	4,1 %	kr 19 719	kr 17 024	8,2 %	kr 34 047
Adm. dir. i forlag	3,0 %	4,1 %	kr 19 719	kr 14 498	8,2 %	kr 28 996
Adm. dir. (bygg og anlegg)	3,0 %	4,1 %	kr 19 719	kr 4 351	8,2 %	kr 8 701
Industrileder	3,0 %	4,1 %	kr 19 719	kr 4 170	8,2 %	kr 8 340
Gjennomsnitt	3,0 %	4,1 %	kr 19 719	kr 13 543	8,2 %	kr 27 087

Vedlegg 8 – “Kitchen sink” – regresjon

Metoden går ut på at det kjøres en regresjon som inneholder alle de uavhengige variablene i datasettet. Deretter utelates de variablene som ikke er tilstrekkelig signifikante, og en ny regresjon kjøres. Fremgangsmåten gjentas frem til regresjonen bare inneholder signifikante variabler. Metoden ble brukt for å teste statistisk sammenheng mellom variablene i form av påvirkningsgrad og avhengighet.

Vedlegg 9 – Danicas Pensjon: Innskudd over 2%

Innskuddssats 1-7,1G	Antall	I prosent
2,1 %	1	0,3 %
2,5 %	3	0,8 %
2,6 %	1	0,3 %
3,0 %	35	9,8 %
3,4 %	1	0,3 %
3,5 %	1	0,3 %
4,0 %	191	53,2 %
4,4 %	1	0,3 %
4,5 %	1	0,3 %
5,0 %	96	26,7 %
5,4 %	1	0,3 %
5,5 %	1	0,3 %
5,8 %	2	0,6 %
6,0 %	2	0,6 %
7,0 %	22	6,1 %
Totalt	359	100,0 %

Innskuddssats 7,1-12G	Antall	I prosent
2,5 %	3	0,8 %
3,0 %	26	6,7 %
4,0 %	181	46,9 %
4,2 %	1	0,3 %
4,5 %	1	0,3 %
5,0 %	29	7,5 %
5,1 %	1	0,3 %
5,4 %	1	0,3 %
5,5 %	2	0,5 %
5,8 %	2	0,5 %
6,0 %	11	2,9 %
7,0 %	17	4,4 %
8,0 %	77	20,0 %
9,0 %	1	0,3 %
14,0 %	3	0,8 %
15,0 %	3	0,8 %
17,0 %	1	0,3 %
18,1 %	1	0,3 %
20,1 %	7	1,8 %
21,1 %	1	0,3 %
21,5 %	1	0,3 %
22,1 %	6	1,6 %
23,1 %	3	0,8 %
25,1 %	7	1,8 %
Totalt	386	100,0 %

Vedlegg 10 – Sparebeløpets stigningstall ($t = 1$)

n	Innskuddspensjon	Utbytte	Lønnsøkning
0	0,5	0,8	0,7
1	0,5	0,7	0,6
2	0,4	0,6	0,6
3	0,4	0,6	0,5
4	0,4	0,5	0,4
5	0,3	0,4	0,4
6	0,3	0,4	0,3
7	0,3	0,4	0,3
8	0,2	0,3	0,3
9	0,2	0,3	0,2
10	0,2	0,2	0,2
11	0,2	0,2	0,2
12	0,2	0,2	0,2
13	0,2	0,2	0,2
14	0,1	0,2	0,1
15	0,1	0,1	0,1
16	0,1	0,1	0,1
17	0,1	0,1	0,1

Vedlegg 11 – Sensitivitet for netto avkastning ($t = 1$)

R	Innskuddspensjon	Utbytte	Lønnsøkning
1 %	kr 35 388	kr 30 040	kr 26 324
2 %	kr 42 047	kr 34 869	kr 30 556
3 %	kr 49 733	kr 40 492	kr 35 484
4 %	kr 58 612	kr 47 038	kr 41 220
5 %	kr 68 877	kr 54 657	kr 47 897
6 %	kr 80 752	kr 63 521	kr 55 665
7 %	kr 94 493	kr 73 829	kr 64 698
8 %	kr 110 397	kr 85 811	kr 75 197
9 %	kr 128 807	kr 99 731	kr 87 395
10 %	kr 150 115	kr 115 893	kr 101 559
11 %	kr 174 775	kr 134 648	kr 117 994
12 %	kr 203 306	kr 156 399	kr 137 055
13 %	kr 236 306	kr 181 607	kr 159 144
14 %	kr 274 458	kr 210 801	kr 184 728