



FINANSTILSYNET

THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

Kapitalforvaltning i innskuddspensjonsordninger

12. desember 2025



1. Innledning og oppsummering	3
1.1. Innledning	3
1.2. Oppsummering av analysen.....	4
2. Forvaltning av kundens pensjonskapital.....	4
2.1. Pensjonsprofiler	5
2.2. Kostnader i privatmarkedet	6
2.3. Kostnader i bedriftsmarkedet	7
3. Om implementering av kapitalforvaltningen.....	8
3.1. Strategisk aktivaallokering	8
3.2. Aldersbetinget nedtrapping av aksjeandel.....	9
3.3. Nærmere om aktiv forvaltning vs. indeksforvaltning	10
3.4. Valutasikring av pensjonskapital	11
3.5. Investeringer i unotert eiendom og private equity	12

1. Innledning og oppsummering

1.1. Innledning

Da Norge innførte obligatorisk tjenstepensjon (OTP) i privat sektor fra og med 1. januar 2006, ble det stilt krav om at OTP måtte etableres i henhold til foretakspensjonsloven (ytelsesbasert pensjon) eller innskuddspensjonsloven (innskuddsbasert pensjon). I 2013 ble det også mulig å etablere pensjonsordning etter den nye tjenstepensjonsloven (hybrid pensjon). Innskuddssatsene for årlig pensjonsinnskudd varierer fra arbeidsgiver til arbeidsgiver, men må holde seg innenfor visse rammer. Årlig innskudd skal minst utgjøre 2 prosent av lønn opp til 12 G. En stor andel av ordningene som ble etablert som følge av krav til obligatorisk tjenstepensjon, var innskuddsbaserte ordninger. Ulike forhold har også bidratt til at mange ytelsesbaserte pensjonsordninger er lukket eller avvirket, og erstattet med innskuddsbaserte ordninger.

Per 31. oktober 2025 var 622,2 milliarder kroner oppspart i aktive innskuddsordninger ifølge Finans Norge. Beløpet inkluderer midler i egen pensjonskonto (EPK). Omtrent 11,6 prosent av pensjonskapitalen i egen pensjonskonto kan tilordnes midler på egen pensjonskonto selvvalgt leverandør. I tillegg var det per 30. september 2025 112,8 milliarder kroner oppsparte midler i pensjonskapitalbevis som holdes utenfor egen pensjonskonto. Etter at det i 2022 kom regler om pensjon fra første krone, er antall medlemmer i ordningene økt betydelig. Det er ventet at kapitalen i kollektive innskuddsbaserte pensjonsordninger vil stige mye fremover.

Et særtrekk ved markedet er at (minimum) pensjonsavtaler er obligatoriske for alle ansatte, samtidig som det er et relativt begrenset antall tilbydere av privat pensjon. Finanstilsynet har gjennomført en analyse basert på data for de fem største tilbyderne og i noen tilfeller for alle tilbydere som leverer data til Finansportalen. I analysen benyttes også annen offentlig tilgjengelig informasjon (nettsted til forsikringsforetak, Avkastningsportalen, data om pensjonsprofiler og fond fra Morningstar og FundConnect, markedsstatistikk fra Finans Norge og Verdipapirfondenes forening) samt rapportering til Finanstilsynet, for å gjøre en systematisk analyse av kapitalforvaltning knyttet til innskuddspensjonsordninger.

Det er vanlig innen kapitalforvaltning å anta at strategisk aktivaallokering bestemmer 90–95 prosent av avkastning og risiko. Aktiv forvaltning utgjør de resterende 5–10 prosent. Ved innskuddsbaserte pensjonsordninger er det derfor viktig at kundene gjør bevisste valg ved fastsettelse av strategisk aktivaallokering, og at pensjonsmidlene forvaltes kostnadseffektivt.

Fokuset i rapporten ligger derfor på valg av aksjeandel, forvaltningsstil (aktiv forvaltning, ansvarlig forvaltning (ESG) eller indeksforvaltning) og kostnader knyttet til de ulike pensjonsprofilene både i privatkundemarkedet og i bedriftsmarkedet. Analysen omfatter ikke pensjonsleverandørenes informasjon og rådgiving til kundene.

I dag er rapportering om priser for fond- og pensjonstjenester til Finansportalen basert på frivillighet. Våren 2025 sendte Barne- og familiedepartementet på høring forslag om plikt for ytere av henholdsvis fonds- og pensjonstjenester til å rapportere sine gebyrer til Finansportalen. Finanstilsynet støtter dette forslaget.

1.2. Oppsummering av analysen

Ifølge Avkastningsportalen finnes det for bedriftsmarkedet 109 ulike pensjonsprofiler som tilbys av til sammen fem pensjonsleverandører (livsforsikringsforetak), til dels via distribusjonsavtaler med andre aktører. Når man ser på de pensjonsprofilene som har mest forvaltningskapital, så viser det seg at det er etablert en praksis for strategisk aktiva-allokering hvor det anbefales høy aksjeandel i ung alder med gradvis nedtrapping av aksjeandelen de siste årene før pensjonsalder. Blant pensjonsprofiler som er inkludert i Finanstilsynets kartlegging er gjennomsnittlig målsatt aksjeandel 66,0 prosent og gjennomsnittlig grad av valutasikring 72,9 prosent. Forskjeller i aksjeandel på tvers av leverandører er ikke betydelig, mens det er større forskjeller i graden av valutasikring.

Medianverdien for forskjell i forvaltningskostnader mellom aktiv forvaltning og indeksforvaltning for de største bedriftene utgjør kun 0,08 prosentpoeng. En mulig forklaring på dette er at foretakene anvender en moderat grad av aktiv forvaltning som er kostnadseffektiv. Finanstilsynet registrerer videre at prisforskjell for kapitalforvaltning mellom de største og de minste bedriftene er store. Det er uklart for tilsynet om forskjellene representerer faktiske forskjeller i forvaltningskostnader siden det langt på vei brukes underliggende fondsløsninger i pensjonsprofilene.

Etter dagens regelverk skal arbeidsgivere gi veiledning til sine ansatte om pensjonsspørsmål. Finanstilsynet har i Rundskriv 14/2016 forutsatt at livsforsikringsforetakene gir opplæring til bedriftene slik at disse kan gi råd til sine ansatte om strategisk aktiva-allokering og valg av forvaltningsstil.

Fordelingen på forvaltningsstil viser en høy preferanse for aktiv forvaltning og kun 19,7 prosent av pensjonskapitalen i pensjonsprofiler forvaltes via indeksforvaltning. Alt som ikke er ren indeksforvaltning, klassifiseres imidlertid som aktiv forvaltning. Det antas at størsteparten av pensjonsmidlene i aktivt forvaltede pensjonsprofiler forvaltes med en indekxnær aktiv forvaltning.

Ved investeringer i unotert eiendom og private equity i både kollektivporteføljen og i investeringsvalgporteføljen kan det oppstå interessekonflikter. Finanstilsynet forventer at pensjonsleverandøren har retningslinjer for valg av eiendeler og endring av porteføljer for å unngå at det oppstår interessekonflikter mellom kunder og kundegrupper eller mellom kunder og livsforsikringsforetak.

2. Forvaltning av kundens pensjonskapital

Innskuddsbaserte pensjonsprodukter (stort sett med investeringsvalg) skiller seg fra ytelsesbaserte produkter (stort sett uten investeringsvalg) ved at arbeidstaker eller arbeidsgiver bestemmer den strategiske aktiva-allokeringen for investeringene av pensjonskapitalen. Samtidig bærer arbeidstakeren ansvaret for resultatene av investeringsstrategien. Pensjonsleverandøren legger til rette for gjennomføring av kundens overordnede investeringsvalg, i all hovedsak ved at kunden kan velge fra et sett av pensjonsprofiler som livsforsikringsforetaket tilbyr. I tillegg til pensjonsprofiler tilbys det ofte fritt fondsvalg.

Ved opphør av arbeidsforholdet og utmelding fra innskuddspensjonsordningen utstedes det et pensjonskapitalbevis som er en kontrakt direkte mellom pensjonsleverandøren og eieren av beviset, som er den forhenværende arbeidstakeren. Dersom eier meldes inn i en

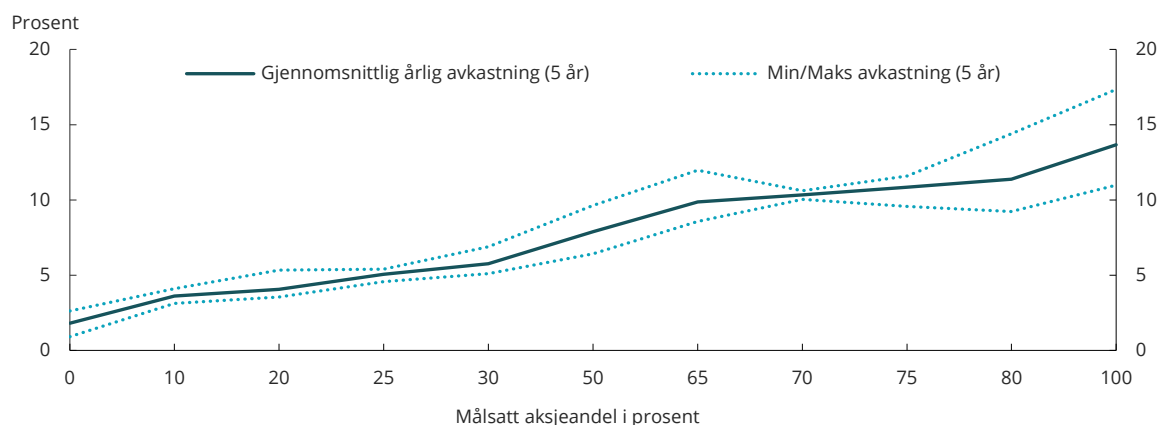
innskuddspensjonsordning hos ny arbeidsgiver, flyttes pensjonskapitalbeviset til egen pensjonskonto (med mindre eier reserverer seg) og pensjonskapitalbeviset blir belastet med samme kostnader som i ny innskuddspensjonsordning. Dersom den utmeldte arbeidstakeren ikke meldes inn i ny innskuddspensjonsordning, vil opptjente rettigheter sikres gjennom pensjonskapitalbeviset. Innehaver av pensjonskapitalbeviset dekker administrative kostnader og forvaltningskostnader.

2.1. Pensjonsprofiler

Gjennom nettstedene Finansportalen (Forbrukerrådet) og Avkastningsportalen (Finans Norge) er informasjon om pensjonsprofiler lett tilgjengelig.

Ifølge Avkastningsportalen finnes det for *bedriftsmarkedet* 109 ulike pensjonsprofiler som tilbys av til sammen fem pensjonsleverandører (livsforsikringsforetak). Pensjonsprofilene grupperes der etter lav (aksjeandel 0–39 prosent), medium (aksjeandel 40–69 prosent) og høy (aksjeandel 70–100 prosent) risiko. 41 pensjonsprofiler har lav risiko, 24 profiler har medium risiko og 44 profiler har høy risiko.

Figur 1 Gjennomsnittlige brutto årlig avkastning etter målsatt aksjeandel for 82 pensjonsprofiler i bedriftsmarkedet



Figuren er basert på 5 års-avkastningshistorikk (august 2020–juli 2025) for 82 pensjonsprofiler sortert etter målsatt aksjeandel. Min/Maks avkastning (5 år) er laveste (høyeste) gjennomsnittlige årlig avkastning over 5 år. Kilde: Avkastningsportalen

Gjennomsnittlig årlig bruttoavkastning stiger gradvis fra 1,8 prosent årlig for profiler uten aksjer til 13,7 prosent årlig for profiler med 100 prosent aksjer. Samtidig øker gjennomsnittlig avkastningsvariasjon (realisert volatilitet) fra 2,9 prosent for pensjonsprofiler uten aksjer til 12,0 prosent for pensjonsprofiler med 100 prosent aksjer. Minimum gjennomsnittlig årlig avkastning blant 6 pensjonsprofiler uten aksjer var 0,9 prosent og maksimum gjennomsnittlig årlig avkastning var 2,6 prosent. Minimum gjennomsnittlig årlig avkastning blant 16 pensjonsprofiler med 100 prosent aksjer var 11,0 prosent og maksimum gjennomsnittlig årlig avkastning var 17,3 prosent. Forskjeller kan være blant annet drevet av valg av referanseindeks, pensjonsleverandørenes investeringsbeslutninger og forskjeller i grad av valutasikring. Gjennomsnittlig realisert 5 års-avkastning for pensjonsprofiler med 100 prosent aksjer i perioden august 2020–juli 2025 er høyt sett i et historisk perspektiv.

2.2. Kostnader i privatmarkedet

Finansportalen¹ viser kostnader for 92 ulike pensjonsprofiler fra de fem leverandørene. Forvaltningskostnader for pensjonsprofiler med lav aksjeandel (25 prosent eller lavere) varierer mellom 0,4 prosent og 1 prosent for pensjonsprofiler med aktiv forvaltning i EPK selvvalgt leverandør, og 0,19 prosent og 0,4 prosent for indeksprofiler. Enkelte leverandører har samme pris for aktiv forvaltning og indeksforvaltning i EPK selvvalgt leverandør. Andre leverandører tilbyr kun profiler som kombinerer indeks- og aktiv forvaltning. For leverandører som tilbyr både rene indeksprofiler og pensjonsprofiler med aktiv forvaltning til forskjellige priser, utgjør denne forskjellen opp til 0,3 prosentpoeng for pensjonsprofiler med lav aksjeandel. For aktiv forvaltning med høyest mulig aksjeandel (100 prosent) varierer kostnadene mellom 0,59 prosent og 1,8 prosent, og mellom 0,19 prosent og 0,4 prosent for indeksprofiler. Prisforskjellen mellom aktiv og indeksforvaltning utgjør opp til 0,75 prosentpoeng blant de forskjellige leverandørene av pensjonsprofiler med 100 prosent aksjer.

Ved flytting av pensjonsbeholdningen til selvvalgt leverandør dekker medlemmet i tillegg eventuelle administrasjonskostnader som varierer mellom 0 prosent og 0,2 prosent av pensjonskapitalen. Et medlem som flytter pensjonsbeholdningen til selvvalgt leverandør, får en kompensasjon fra arbeidsgiver tilsvarende kostnadssats for standard forvaltning i foretakets pensjonsordning multiplisert med saldo på medlemmets pensjonskapital knyttet til aktiv opptjening.

I tillegg til pensjonsprofiler tilbys det ofte fritt fondsvalg. Dette gjelder særlig for egen pensjonskonto selvvalgt leverandør og for pensjonskapitalbevis. I Finansportalen er det derfor også informasjon om priser for indeksforvaltning via aksjefond med lavest mulig kostnad. Dette kan være enten indeksprofiler eller indeksfond som tilbys via fritt fondsvalg. Vi har basert ytterligere analyser av kostnadene i privatmarkedet også på disse dataene i tillegg til enkelte opplysninger fra pensjonsleverandørenes nettsteder. Rabatterte priser knyttet til medlemskap i fagforening rapporteres ikke systematisk til Finansportalen. Det kan derfor forekomme priser som er lavere enn den laveste rapporterte prisen.

Dataene fra Finansportalen viser at totale kostnader ved 100.000 kroner investert mest mulig kostnadsgunstig via et globalt aksjefond, indeksprofil eller pensjonsprofil med høyest mulig aksjeandel varierer mellom 0,15 prosent og 0,5 prosent for pensjonsleverandører som tilbyr indeksforvaltning, og mellom 0,7 prosent og 1,25 prosent for leverandører som tilbyr kun aktivt forvaltede pensjonsprofiler ved egen pensjonskonto (EPK selvvalgt leverandør). Dette gjelder arbeidstakere som ikke benytter seg av rabatter knyttet til medlemskap i fagforening. Det finnes totalt ti leverandører ifølge Finansportalen, hvorav åtte tilbyr indeksforvaltning.

For pensjonskapitalbevis varierer totale kostnader ved 100.000 kroner investert i et globalt aksjefond, indeksprofil eller pensjonsprofil med høyest mulig aksjeandel, mellom 0,15 prosent og 1,74 prosent. Det finnes 11 leverandører ifølge Finansportalen, hvorav to tilbyr kun aktiv forvaltning. For pensjonskapitalbevis som utstedes med lav saldo (10.000 kroner), varierer summen av forvaltnings- og administrasjonskostnader mellom 0,15 prosent og 7,48 prosent ved høyest mulig aksjeandel.

Når man hensyntar kun pensjonsprofiler med høyest mulig aksjeandel (pensjonsprofiler med indeksforvaltning eller aktiv forvaltning) varierer den laveste og den høyeste totalprisen for

¹ Analyse av data fra Finansportalen ble gjennomført i august 2025.

pensjonskapitalbevis blant de fem store leverandørene mellom 0,8 prosent og 2,44 prosent ved en opptjent saldo av 100.000 kroner og mellom 1,05 prosent og 6,05 prosent for 10.000 kroner opptjent pensjonskapital.

Finanstilsynet observerer at det er store forskjeller mellom de billigste og de dyreste tilbydere ved en opptjent pensjonskapital på 100.000 kroner i privatmarkedet, særlig for pensjonskapitalbevis. Videre kan det være forskjell i pristariffer for administrasjonskostnader mellom EPK selvvalgt leverandør og pensjonskapitalbevis for to kunder som har en sammenliknbar sparesaldo hos samme tilbyder. Arbeidstakere som går ut av arbeid i privat sektor, og som får utstedt pensjonskapitalbevis med lav sparesaldo (10.000 kroner), kan i enkelte tilfeller redusere total kostnader med over 90 prosent ved leverandørbytte i tillegg til et bytte fra aktivt forvaltede pensjonsprofiler til indeksforvaltning. Dette vil særlig gjelde unge arbeidstakere som kan ha pensjonskapitalbevis med lav sparesaldo fra jobb ved siden av utdanning. Eldre arbeidstakere med lav sparesaldo (mindre enn 20 prosent av folketrygdens grunnbeløp) kan bytte leverandør eller alternativt ta ut pensjonen som et engangsbeløp etter fylte 62 år.

2.3. Kostnader i bedriftsmarkedet

Administrasjonskostnader

Finanstilsynet har kartlagt administrasjonskostnader for bedrifter basert på produktmeldinger fra livforsikringsforetakene. Små bedrifter har betydelig høyere kostnader per ansatt, og en eksempelbedrift med 5 ansatte har typisk administrasjonskostnader mellom 4 og 5 prosent av grunnbeløpet i Folketrygden. Bruk av rabatter knyttet til medlemskap i arbeidsgiverforening, medlemskap i fagforening (for små arbeidsgivere og selvstendig næringsdrivende) eller bruk av andre tjenester (f.eks. banktjenester) kan føre til betydelig reduserte administrasjonskostnader. For større bedrifter med 500 ansatte vil kostnadsnivået typisk være mellom 50 og 80 prosent av grunnbeløpet i Folketrygden.

Forvaltningskostnader

Vi har videre brukt produktmeldinger til å analysere forvaltningshonorarer for aktiv forvaltning og indeksforvaltning for store bedrifter (forvaltningskostnader tilknyttet en marginal krone ved mer enn 1 mrd. kroner i pensjonskapital) og små bedrifter (forvaltningskostnader for mindre enn 1 mill. kroner i pensjonskapital). Enkelte leverandører hensyntar kun aktiv opptjening i EPK ved disse trappebaserte satsene, mens andre også inkluderer tilflyttet beløp via EPK. For *store bedrifter* er medianverdien for aktiv forvaltning og indeksforvaltning henholdsvis 0,26 prosent og 0,16 prosent. Forskjellen mellom laveste forvaltningshonorar og høyeste forvaltningshonorar på tvers av forskjellige leverandører utgjorde 0,07 prosentpoeng for aktiv forvaltning og 0,05 prosentpoeng for indeksforvaltning.

For *små bedrifter* er medianverdien for aktiv forvaltning og indeksforvaltning henholdsvis 0,70 prosent og 0,40 prosent. Forskjellen mellom laveste forvaltningshonorar og høyeste forvaltningshonorar utgjorde 0,30 prosentpoeng for aktiv forvaltning og 0,39 prosentpoeng for indeksforvaltning. Differansen i forvaltningshonorar mellom aktiv forvaltning og indeksforvaltning ligger i intervallet 0,20–0,60 prosentpoeng for små bedrifter. Medianverdien er 0,29 prosentpoeng. I flere tilfeller betaler små bedrifter rundt 1,5–2 ganger høyere forvaltningskostnader ved aktiv forvaltning framfor indeksforvaltning.

For store bedrifter er tilsvarende intervall 0,08–0,14 prosentpoeng. For disse er medianverdien 0,08 prosentpoeng. En mulig forklaring på dette er at foretakene anvender en

moderat grad av aktiv forvaltning som er kostnadseffektiv (for eksempel strategier hvor kjente svakheter ved standardindekser kompenseres for ved moderat aktiv forvaltning). En annen mulig forklaring er at foretakene priser indeksforvaltning høyt i forhold til aktiv forvaltning.

Det er mulig at markedet for kollektiv innskuddspensjon ikke reagerer veldig følsomt på forskjeller i forvaltningskostnader. Dette skyldes trolig at selskapene som tegner pensjonsavtaler, vurderer totalpris for avtalen som omfatter administrasjonskostnad, forvaltningskostnad og forsikringspremie som skal dekke innskuddsfritak ved uførhet. Rabatterte totalkostnader for indeksbaserte pensjonsprofiler som markedsføres mot enkelte fagorganiserte arbeidstakere (pensjonskapitalbevis, EPK selvvalgt leverandør) kan være lavere enn forvaltningskostnader for indeksprofiler som faktureres store bedrifter for innskuddspensjonsavtaler hos andre leverandører.

Finanstilsynet registrerer videre at prisforskjell for kapitalforvaltning mellom de største og de minste bedriftene er store. Det er uklart for tilsynet om forskjellene representerer faktiske forskjeller i forvaltningskostnader siden det langt på vei brukes underliggende fondsløsninger i pensjonsprofilene. I de enkelte fondene er det livsforsikringsforetaket som står som investor for alle fondsinvesteringer til alle forsikringskunder. Det antas at aggregeringen av investeringene på tvers av bedrifter og arbeidstakere gjør det mulig for livsforsikringsforetaket å investere i andelsklasser som har lavere forvaltningshonorarer enn det den enkelte bedrift eller arbeidstaker vil kunne gjøre.

3. Om implementering av kapitalforvaltningen

Det er vanlig innen kapitalforvaltning å anta at strategisk aktivaallokering bestemmer 90–95 prosent av avkastning og risiko for investeringer med lang tidshorisont, slik som pensjonssparing. En kostnadsbevisst implementering av strategisk aktivaallokering og selektiv bruk av aktiv forvaltning forklarer vanligvis de resterende 5–10 prosent. Ved strategisk aktivaallokering regnes aksjeandelen som en sentral parameter. Videre kan beslutninger om valg av andre aktivaklasser som kan erstatte enten aksje- eller obligasjonsandelen, og grad av valutasikring være relevante. Dersom flere aktivaklasser inngår i strategisk aktivaallokering, vil markedsbevegelser kunne føre til at aktivaandeler som for eksempel aksjeandel drifter bort fra strategisk vekt. Det er derfor vanlig å fastsette en rebalanseringsregel for strategisk aktivaallokering.

3.1. Strategisk aktivaallokering

Markedsstatistikk fra Verdipapirfondenes forening per 31. juli 2025 viser en aksjeandel på 68,6 prosent for pensjonsmidler med fondsvalg. Kombinasjonsfond av aksjer og obligasjoner utgjør 1,9 prosent og rene obligasjonsfond 29,5 prosent. I all hovedsak implementeres den strategiske aktivaallokeringen ved at kundene kan velge fra et sett av pensjonsprofiler som livsforsikringsforetakene tilbyr. Gjennomsnittlig målsatt aksjeandel vektet med forvaltningskapital er 66,0 prosent for 109 pensjonsprofiler som er inkludert i Finanstilsynets kartlegging. Vektet gjennomsnitt på tvers av foretakene ligger mellom 64,1 prosent og 72,2 prosent.

Tabell 1: Aksjeandel i pensjonsprofiler

	Målsatt aksjeandel i prosent				Totalsum
	0–25	26–74	75–99	100	
Forvaltningskapital i mrd. kroner	111,5	176,5	242,9	178,3	709,2
Andel i prosent	15,7	24,9	34,2	25,1	100,0

Målsatt aksjeandel for 109 pensjonsprofiler. Forvaltningskapital i mrd. kroner er hentet fra faktaark som er offentlig tilgjengelig for hver pensjonsprofil. Faktaarkene ble hentet i løpet av August 2025, men enkelte opplysninger kan være tall per 30. juni 2025 eller 31. juli 2025. Noen profiler inngår også som spareprofiler i IPS-avtaler, Fondskonto e.l. Derfor kan totalsummen være noe større enn beløpene som kan tilordnes innskuddspensjonsavtaler.

Kilde: Avkastningsportalen, Morningstar, FundConnect, Finanstilsynet

Rundt 59,3 prosent av samlet pensjonskapital er investert i pensjonsprofiler med en målsatt aksjeandel på 75 prosent eller høyere. Det er investert 15,7 prosent av samlet pensjonskapital i pensjonsprofiler med målsatt aksjeandel opptil 25 prosent. Resten av kapitalen er investert i profiler med 26–74 prosent aksjeandel. Enkelte foretak ser ut til å implementere aldersbetinget nedtrapping basert på en kombinasjon av pensjonsprofiler (med 0 prosent og 100 prosent aksjeandel).

3.2. Aldersbetinget nedtrapping av aksjeandel

Samlet pensjonskapital tilhører både yngre og eldre arbeidstakere. Yngre arbeidstakere har relativ lang investeringshorisont på sin pensjonssparing, og deres arbeidsgivere vil foreta mange fremtidige innbetalinger til pensjonskontoen. Eldre arbeidstakere har en mye kortere investeringshorisont på sin pensjonssparing, og deres arbeidsgivere vil foreta langt færre fremtidige innbetalinger til pensjonskontoen.

Det finnes forskjellige løsninger for nedtrapping av aksjeandel over livssyklusen, men forskjellene på tvers av foretak er forholdsvis små. Det er likevel noen forskjeller når det gjelder startalder og endepunkt for nedtrappingen. Det er vanlig at livsforsikringsforetakene tilbyr en pensjonsprofil med relativ høy aksjeandel som trappes ned gradvis fra rundt 10 til 20 år før pensjoneringstidspunktet. I praksis reduserer enkelte leverandører aksjeandelen i sin "alderstilpasset spareprofil" som standard fra fylte 40 år, mens andre har automatisk nedtrapping av aksjeandel fra fylte 60 år. De fleste foretak tilbyr løsninger som gjør det mulig at kundene selv kan utsette eller framskyve tidspunkt for nedtrappingen. Noen foretak holder aksjeandelen konstant i utbetalingsfasen etter pensjoneringstidspunktet mens andre foretak fortsetter nedtrappingen av aksjeandel. Nedtrapping av aksjeandel i portefølje bør åpne for reduserte forvaltningskostnader over tid basert på at renteforvaltning gjennomgående har lavere kostnader.

Statistikk fra Finans Norge per 31. august 2025 viser at 92,1 prosent av arbeidstakere med pensjonskonto som bruker arbeidsgiverens leverandør av kapitalforvaltning, har en aldersavhengig profil. Det samme tallet for arbeidstakere med pensjonskonto med selvvalgt leverandør av kapitalforvaltning er 54,7 prosent.

3.3. Nærmere om aktiv forvaltning vs. indeksforvaltning

Etter valg av strategisk aktivaallokering er valg av forvaltningsstil (aktiv eller indeks/passiv) det viktigste valget som en arbeidstaker må treffe for innskuddspensjonen sin. For pensjonsprofiler fra de fem største pensjonsleverandørene utgjør aktiv forvaltning 76,9 prosent av pensjonskapitalen. Andelen utgjør 80,3 prosent hvis man også tilordner ansvarlig forvaltede fond (ESG) til aktiv forvaltning. Ren indeksforvaltning har en andel på 19,7 prosent. Pensjonsleverandøren med lavest indeksandel har en indeksandel på 12,7 prosent og høyest indeksandel blant de fem største leverandørene er 28,4 prosent, sannsynligvis drevet av attraktiv prising og en noe større andel av forvaltningskapitalen som kan tilordnes EPK selvvalgt leverandør.

Tabell 2: Forvaltningsstil i pensjonsprofiler

	Forvaltningsstil			Totalsum
	Aktiv	ESG	Indeks	
Forvaltningskapital i mrd. kroner	545,6	24,0	139,5	709,2
Andel i prosent	76,9	3,4	19,7	100,0

Forvaltningsstil for 109 pensjonsprofiler. Forvaltningskapital i mrd. kroner er hentet fra faktaark som er offentlig tilgjengelig for hver pensjonsprofil. Faktaarkene ble hentet i løpet av August 2025, men enkelte opplysninger kan være tall per 30. juni 2025 eller 31. juli 2025. Noen profiler inngår også som spareprofiler i IPS-avtaler, Fondskonto e.l. Derfor kan totalsummen være noe større enn beløpene som kan tilordnes innskuddspensjonsavtaler.

Kilde: Avkastningsportalen, Morningstar, FundConnect, Finanstilsynet

Pensjonsprofilene inkludert i kartleggingen dekker en stor del av markedet for innskuddspensjon(. Flere forsikringsforetak tilbyr, som en del av aktivt forvaltede pensjonsprofiler, investeringer i unotert eiendom, infrastruktur og private equity. Dette er omtalt nærmere i avsnitt 3.5.

Tilsvarende tall per 31. august 2025 fra Finans Norge viser at blant arbeidstakere med pensjonskonto som bruker arbeidsgivers kapitalforvalter, utgjør indeksforvaltning 18,8 prosent. Det tilsvarende tallet for arbeidstakere med pensjonskonto med selvvalgt leverandør for kapitalforvaltning er 47,2 prosent.

Markedsstatistikk per årsslutt 2024 fra Verdipapirfondenes forening viser at indeksandelen for pensjonsmidler med fondsvalg var på 32 prosent og dermed lavere enn for totalmarkedet (40 prosent). Andel indeksfond i bruttotegning i 2024 var på 20 prosent for pensjonsmidler med fondsvalg (39 prosent i totalmarkedet).

Den høye andelen av aktiv forvaltning kan skyldes blant annet standardvalget som selges til arbeidsgivere. Alt som ikke er ren indeksforvaltning, klassifiseres imidlertid som aktiv forvaltning. Aktiv forvaltning omfatter derfor et bredt spekter av forvaltningsstrategier som spenner seg fra en indeksnær aktiv forvaltning (aktive strategier som utnytter kjente

svakheter ved standardindekser, moderat relativ volatilitet sammenliknet med indeks) til svært aktive strategier med flere prosentpoeng relativ volatilitet.

Ifølge avsnitt 2.3 er differansen i forvaltningskostnader mellom indeksforvaltning og aktiv forvaltning 0,08 prosentpoeng for store bedrifter og 0,29 prosentpoeng for små bedrifter. Dette tyder på at størsteparten av pensjonsmidlene forvaltes med en indekxnær aktiv forvaltning.

Finanstilsynet vil bemerke at valg av referanseindeks i seg selv er en aktiv beslutning, enten referanseindeksen brukes som grunnlag for et indeksfond eller som benchmark for et aktivt forvaltet fond som meravkastning måles mot. Ved gjennomgang av pensjonsprofilene har tilsynet registrert at det brukes et bredt spekter av referanseindekser som benchmark for aktivt forvaltede pensjonsprofiler.

Ansvarlig forvaltning brukes som norsk begrep for ESG. Det framgår av Tabell 2 at pensjonsprofiler med ansvarlig forvaltning utgjør 3,4 prosent av pensjonskapitalen. Pensjonsprofiler med ansvarlig forvaltning skal tilbys etter kundenes ønske.

Pensjonsleverandørene med lavest andel pensjonsmidler som forvaltes i pensjonsprofiler med ansvarlig forvaltning forvalter mindre enn 1 prosent av pensjonskapitalen via ESG-profiler, den leverandøren med høyest andel har 13,1 prosent i pensjonsprofiler som markedsføres som ESG-profiler. I tillegg brukes det delvis ansvarlig forvaltning og eksklusjonslister for underliggende fond ved aktiv forvaltning og indeksforvaltning.

3.4. Valutasikring av pensjonskapital

Avkastningsportalen viser målsatt valutasikringsgrad per pensjonsprofil. Hoveddelen av pensjonskapitalen er investert i pensjonsprofiler med forholdsvis høy grad av valutasikring, vanligvis via investeringer i fond som er valutasikret. Vektet med forvaltningskapital så er rundt 72,9 prosent av forvaltede midler via pensjonsprofiler valutasikret.

Tabell 3: Valutasikring i pensjonsprofiler (Prosentandel av forvaltede midler som er valutasikret)

	Valutasikringsgrad i prosent				Totalsum
	0–25	26–50	51–75	76–100	
Forvaltningskapital i mrd. kroner	50,7	9,0	345,2	304,3	709,2
Andel i prosent	7,2	1,3	48,7	42,9	100,0

Valutasikring per pensjonsprofil for 109 pensjonsprofiler som er inkludert i Finanstilsynets kartlegging. Prosentandel som er valutasikret er stort sett basert på pensjonsprofilenes referanseindeks. Alle investeringer i norske kroner regnes med som investeringer som er "valutasikret". Forvaltningskapital i mrd. kroner er hentet fra faktaark som er offentlig tilgjengelig for hver pensjonsprofil. Faktaarkene ble hentet i løpet av august 2025, men enkelte opplysninger kan være tall per 30. juni 2025 eller 31. juli 2025. Noen profiler inngår også som spareprofiler i IPS-avtaler, Fondskonto e.l. Derfor kan totalsummen være noe større enn beløpene som kan tilordnes innskuddspensjonsavtaler.

Kilde: Avkastningsportalen, Finansportalen, Morningstar, FundConnect, Finanstilsynet

Forskjeller i valutasikring på tvers av foretakene er betydelig: Lavest gjennomsnittlig valutasikringsgrad per leverandør (vektet med forvaltningskapital per pensjonsprofil) er 46,5 prosent og høyest valutasikringsgrad er 89,3 prosent.² Median er 72,7 prosent. Forskjeller er særlig drevet av pensjonsprofiler med moderat til høy aksjeandel. Gjennomsnittlig valutasikringsgrad avtar med økende aksjeandel i pensjonsprofilene. Enkelte leverandører tilbyr større valgmuligheter når det gjelder valutasikring ved at samme pensjonsprofil tilbys i to versjoner med forskjellig grad av valutasikring.

Valutasikring av pensjonsprofiler med obligasjonsinvesteringer er generelt mer treffsikre enn valutasikring av pensjonsprofiler med aksjeinvesteringer. En obligasjon f.eks. i USD har klart definerte kontantstrømmer i USD. Valutasikring av NOK/USD vil derfor sikre eksponeringen i USD. En aksje i et multinasjonalt foretak notert i USD kan ha kontantstrømmer i en rekke valutaer og er derfor ikke nødvendigvis kun eksponert mot endringer i valutakursen NOK/USD.

Tabell 4: Valutasikringsgrad etter målsatt aksjeandel (vektet gjennomsnitt)

	Målsatt aksjeandel i prosent				Totalt
	0–25	26–74	75–99	100	
Gjennomsnittlig valutasikringsgrad i prosent	94,0	79,1	71,7	55,0	72,9
Leverandør med lavest gjennomsnitt	89,2	34,6	37,5	32,5	46,5
Leverandør med høyest gjennomsnitt	98,6	91,9	90,7	76,9	89,3

Valutasikring per pensjonsprofil for 109 pensjonsprofiler som er inkludert i Finanstilsynets kartlegging. Prosentandel som er valutasikret er stort sett basert på pensjonsprofilenes referanseindeks. Alle investeringer i norske kroner regnes med som investeringer som er "valutasikret". Forvaltningskapital i mrd. kroner er hentet fra faktaark som er offentlig tilgjengelig for hver pensjonsprofil. Faktaarkene ble hentet i løpet av August 2025, men enkelte opplysninger kan være tall per 30. juni 2025 eller 31. juli 2025. Noen profiler inngår også som spareprofiler i IPS-avtaler, Fondskonto e.l. Derfor kan totalsummen være noe større enn beløpene som kan tilordnes innskuddspensjonsavtaler.

Kilde: Avkastningsportalen, Finansportalen, Morningstar, FundConnect, Finanstilsynet

3.5. Investeringer i unotert eiendom og private equity

Unoterte eiendomsinvesteringer har vært og er en del av livsforsikringsforetakenes bredt diversifiserte kollektivporteføljer. I løpet av de siste årene har flere livsforsikringsforetak begynt å inkludere direkte eiendomsinvesteringer i pensjonsprofiler som inngår i investeringsvalgporteføljen. Det samme gjelder alternative investeringer som for eksempel private equity eller infrastrukturinvesteringer. Allokering til unotert eiendom vil vanligvis redusere obligasjonsandelen mens allokering til private equity og infrastruktur dels reduserer aksjeandelen og dels andelen alternative investeringer i obligasjonsandelen. Foretakene

² For enkelte pensjonsprofiler med mindre forvaltningskapital kan valutasikringsgrad være feilrapportert til Avkastningsportalen – mens effekten av feilrapporterte tall på disse aggregerte opplysningene synes å være noe begrenset.

begrunner ofte allokeringene til unotert eiendom og private equity med at arbeidstakerne på denne måten får mulighet til å investere i aktivaklasser som ellers kun institusjonelle investorer kan investere i.

Unoterte eiendomsinvesteringer

Basert på porteføljerapportering i Solvens II (skjema S.06.02) har vi sett på eiendomsselskaper som rapporteres både i kollektiv- og i investeringsvalgporteføljen hos de ulike pensjonsleverandørene (livsforsikringsforetakene). Rapportering pr. 31. desember 2024 viser at det samlet er investert 42,3 mrd. kroner i unotert eiendom i kollektiv- og selskapsporteføljen og 24,4 mrd. kroner i investeringsvalgporteføljen. Når et forsikringsforetak investerer i eiendom både gjennom kollektivporteføljen og investeringsvalgporteføljen oppstår det potensielle interessekonflikter.

Finanstilsynet forventer at styret i strategien sikrer at pensjonsleverandørens investeringer oppfyller forsvarlighetsprinsippet (forsvarlig likviditet, sikkerhet, risikospredning og inntjening, herunder hensynta bærekrafts-risiko) og at kundeporteføljer forvaltes i tråd med kundenes interesser. Investeringsprofilene og investeringsuniverset for investeringsvalgprodukter skal velges i kundenes beste interesse.

Finanstilsynet forventer videre at pensjonsleverandøren har retningslinjer for valg av eiendeler og endring av porteføljer for å unngå at det oppstår interessekonflikter mellom kunder og kundegrupper eller mellom kunder og foretak.

Finanstilsynet legger til grunn at styret sikrer forsvarlig daglig verdivurdering av investeringsvalgporteføljen siden porteføljen kan ha daglige transaksjoner initiert av kundene.

Private equity-investeringer

Vi har gjennomført en sammenliknbar analyse også for private equity-investeringer. Vi har grunn til å tro at det i flere tilfeller er tatt beslutninger om en private equity-investering skulle tilordnes investeringsvalgporteføljen eller kollektivporteføljen. Tilordning av enkeltinvesteringer når en har to eller flere porteføljer er en generell problemstilling, men er særlig fremtredende ved private equity fordi tilgangen til attraktive investeringer kan være noe begrenset. Finanstilsynet forventer at disse investeringene behandles etter samme prinsipper som vi refererte til i omtalen av unoterte eiendomsinvesteringer.

Finanstilsynet

Revierstredet 3
P.O. Box 1187 Sentrum
NO-0107 Oslo

Tel. +47 22 93 98 00
post@finansilsynet.no
finansilsynet.no

