Konkurrencen på markedet for pension

December 2019

Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen

Konkurrencen på markedet for pension

Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen
Carl Jacobsens Vej 35
2500 Valby
Tlf.: +45 41 71 50 00
E-mail: kfst@kfst.dk

Online ISBN 978-87-7029-711-0

Analysen er udarbejdet af
Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

December 2019

Indhold

Kapitel 1
Resumé og anbefalinger 6

1.1 Indledning 6
1.2 Behov for performanceevaluering 15
1.3 Konkurrencen om forvaltning af arbejdsmarkedspensionerne kan blive mere effektiv 16
1.4 Konkurrencen om forvaltning af firmapensionsordninger kan blive mere effektiv 18
1.5 Mobiliteten på pensionsmarkedet er lav 25
1.6 Pensionsforhold er svære at gennemskue 33

Kapitel 2
Markedsbeskrivelse 36

2.1 Sammenfatning 36
2.2 Det danske pensionssystem 37
2.3 De tre søjler i pensionssystemet 40
2.4 Særlig efterspørgselsside på pensionsmarkedet 65
2.5 Produkter på det danske pensionsmarked 69
2.6 Aktører på det danske pensionsmarked 82

Kapitel 3
Priser, omkostninger og indtjening 93

3.1 Sammenfatning 93
3.2 Pensionsselskabernes priser 96
3.3 Indirekte udgifter fylder mere end direkte udgifter 109
3.4 Pensionsselskabernes omkostninger 114
3.5 Lønpræmier i pensionsbranchen 118
3.6 Stordriftsfordele 125
3.7 Pensionsselskabernes indtjening 135
3.8 Kommercielle selskaber tjener penge på visse forretningsområder og taber på andre 144

Kapitel 4
Kapitalforvaltning 149

4.1 Sammenfatning 149
4.2 Pensionsselskabernes kapitalforvaltning 151
4.3 Ikke tegn på at nogle pensionsselskaber systematisk "slår markedet" 159
4.4 Aktiv og passiv investeringsstrategi 169
4.5 Krydsejerskab 175

Kapitel 5
Lav mobilitet på pensionsmarkedet 179

5.1 Sammenfatning 179
5.2 Pensionsmarkedets særlige karakteristika påvirker muligheden for mobilitet. 180
5.3 Mobiliteten i pensionsindbetalingerne 184
5.4 Mobiliteten i pensionsdepoterne 186

Kapitel 6
Arbejdsmarkedets parter og virksomhedernes rolle 191

6.1 Sammenfatning 191
6.2 Arbejdsmarkedets parter 193
6.3 Virksomhederne på det private marked 203
6.4 Forsikrings- og pensionsmæglere spiller en væsentlig rolle på pensionsmarkedet 212

Kapitel 7
Opsparernes rolle på pensionsmarkedet 224

7.1 Sammenfatning 224
7.2 Opsparernes rolle på pensionsmarkedet 225
7.3 Danske og internationale erfaringer med øget individuel valgfrihed 236

Kapitel 8
Adgangs- og ekspansionsbarrierer 239

8.1 Sammenfatning 239
8.2 Der er store adgangs- og ekspansionsbarrierer på pensionsmarkedet 241
8.3 Kollektive midler kan fungere som adgangs- og ekspansionsbarriere 244
8.4 Regulatoriske krav om rimelighed begrænser selskabernes evne til at konkurrere 250
8.5 Selskabsformerne for visse AMP-selskaber fungerer som en ekspansionsbarriere 253
8.6 Regulering af garantier er en begrænsning på konkurrencen 257

Kapitel 9
Pensionsopsparinger i pengeinstitutter 259

9.1 Sammenfatning 259
9.2 Pensionsopsparing i et pengeinstitut 260
9.3 Konkurrencen mellem pengeinstitutter og pensionsselskaber 261
9.4 Konkurrencen mellem pengeinstitutter 267

Kapitel 10
Anbefalinger 269

10.1 Indledning 269
10.2 Løbende performanceevaluering 271
10.3 Konkurrencen om forvaltning af arbejdsmarkedspensionsordningerne 273
10.4 Konkurrencen om forvaltning af firmapensionsordningerne 275
10.5 Mobiliteten på pensionsmarkedet 281
10.6 Retvisende og rettidig information 290

Kapitel 11
Litteraturliste **294**

11.1 Rapporter 294
11.2 Artikler 296
11.3 Hjemmesider 298

Kapitel 12
Bilag **299**

Bilag 1: Internationale erfaringer 299
Bilag 2: Metoder for undersøgelser på efterspørgselssiden 306
Bilag 3: Pengestrømme i pensionsprodukter 308
Bilag 4: Oversigt over tildelingskriterier 310
Bilag 5: Beregning af skattesubsidiers betydning for prisen 311
Bilag 6: Beregning af afkastkrav via Solvens II 317
Bilag 7: Robusthedstjek af modelspecifikation i analysen af skalafordele 321
Bilag 8: Udvidet regressionstabel afkast mellem selskaber 331
Bilag 9: Beregningsmetode for vækst i et gennemsnitligt selskab 333
Bilag 10: Økonomisk model for effekten af kollektive midler 334
Bilag 11: Beregning af betydning af prisen 336
Bilag 12: Udvidet regressionstabel for lønpræmier inkl. alle brancheestimater 338

Kapitel 1
Resumé og anbefalinger

1.1 Indledning

Det danske pensionssystem er med til at sikre, at de fleste borgere kan opretholde en levestandard som pensionist, der ikke afviger betydeligt fra levestandarden i den arbejdsdygtige alder.

Pensionssystemet kan overordnet opdeles i tre søjler. Søjle 1 består af lovpligtige pensioner som folkepension og ATP. Søjle 2 omfatter pensionsordninger, som er tegnet gennem et ansættelsesforhold. Her skelnes mellem arbejdsmarkedspensioner, som er tegnet gennem en kollektiv overenskomst, og firmapensioner som er tegnet af en arbejdsgiver for sine ansatte. Indbetalingerne til pensionsordningerne gennem ansættelsesforhold er i langt de fleste tilfælde obligatoriske for den enkelte medarbejder og andrager typisk 12-18 pct. af lønnen. Søjle 3 omfatter individuelle pensionsordninger, som er oprettet frivilligt af den enkelte. Over 85 pct. af indbetalingerne til pensionsordninger, som ikke er lovpligtige, ligger i søjle 2.[1]

Det danske pensionssystem er velfungerende og er blevet fremhævet internationalt. Bl.a. har konsulentvirksomheden Mercer kåret det danske system til verdens bedste hvert år fra 2012-2017, mens det danske system blev kåret til verdens næstbedste i 2018 og 2019. Systemet får især ros for de obligatoriske og opsparingsbaserede ordninger, som i vidt omfang forvaltes af arbejdsmarkedets parter, samt at systemet er kendetegnet af en relativt stærk finansiel holdbarhed.[2] Det opsparingsbaserede pensionssystem har samtidig væsentlig makroøkonomisk betydning, blandt andet i forhold til at understøtte den private opsparing i Danmark.

Boks 1.1
Om analyser og anbefalinger i rapporten

Analysen og dens anbefalinger bygger på en række forskellige datakilder og metoder. Herunder en omfattende dataindsamling fra pensionsselskaberne på markedet, surveys til virksomheder, fagforeninger og kunder; individdata fra Danmarks Statistiks forskerdatabase; generel statistik fra Finanstilsynet, F&P og Danmarks Statistik samt national og international forskning vedrørende pensionsmarkedet. Derudover er der afholdt møder med en række af markedets aktører.

Forud for offentliggørelsen af denne analyse har analysen været sendt i høring til en lang række af markedets aktører. Høringsprocessen har bidraget med vigtige input til analysen, og Konkurrencerådet vil gerne takke for de værdifulde bidrag til analysen.

[1] Forsikring og Pension.
[2] Melbourne Mercer Global Pension Index, 2018.

Det opsparingsbaserede pensionssystem har medført, at der i Danmark er opbygget en meget stor pensionsformue, som i vidt omfang administreres af en række pensionsselskaber. Den samlede pensionsformue udgjorde i 2017 næsten 3.700 mia. kr.[3], hvilket svarer til ca. 170 pct. af BNP. Heraf var knap 2.500 mia. kr.[4] placeret i pensionsselskaber, mens resten administreres af ATP, LD og pengeinstitutterne. Danmark er dermed det land i den vestlige verden, hvor det private marked for pensionsopsparing er størst i forhold til den samlede økonomi.

Det er den enkelte lønmodtager, som betaler til og finansierer sin pensionsordning under søjle 2, mod at den disponible løn til privatforbrug og andre former for opsparing bliver reduceret. Beslutningerne om pensionsindbetalingernes størrelse, pensionsprodukternes overordnede sammensætning og hvem, der skal administrere midlerne, bliver i vidt omfang truffet af de relevante fagforeninger og arbejdsgiverorganisationer eller af lønmodtagerens arbejdsgiver. Den enkelte opsparer har dog typisk visse muligheder for at vælge mellem investeringsstrategier med forskellig risiko, forskellige udbetalingsformer samt evt. at tilvælge ekstra forsikringsdækninger.

Det er i mange tilfælde ikke muligt for den enkelte opsparer at flytte sin opsparing til et andet selskab. Hvis pensions*indbetalingen* skifter til et nyt selskab, fx på grund af jobskifte, har opspareren, inden for rammerne af jobskifteaftalen[5], mulighed for at beslutte, hvorvidt den allerede opsparede pension skal flyttes til det nye selskab. Det gælder også for ordninger tegnet gennem et ansættelsesforhold.

Det opsparingsbaserede pensionssystem er – med udgangspunkt i Fælleserklæringen[6] fra 1987 – udbygget væsentligt og modnet over de seneste 30 år. Det er ikke mindst arbejdsmarkedets parter, der har taget ansvar for etableringen af de overenskomstbaserede ordninger, der sikrer opsparingsbaserede pensionsordninger til meget brede lønmodtagergrupper. I slutningen af 80'erne var der således relativt få, der var omfattet af en pensionsordning, som var oprettet gennem deres arbejdsgiver. Op igennem 90'erne blev arbejdsmarkedspensionerne kraftigt udbygget, og i dag er hovedparten af de danske lønmodtagere dækket af en pension gennem et ansættelsesforhold.

Den samlede pensionsformue, som er placeret i pensionsselskaber i søjle 2 og 3, er steget fra 58 pct. af BNP i 1999 til 116 pct. af BNP i 2017, jf. figur 1.1.

---

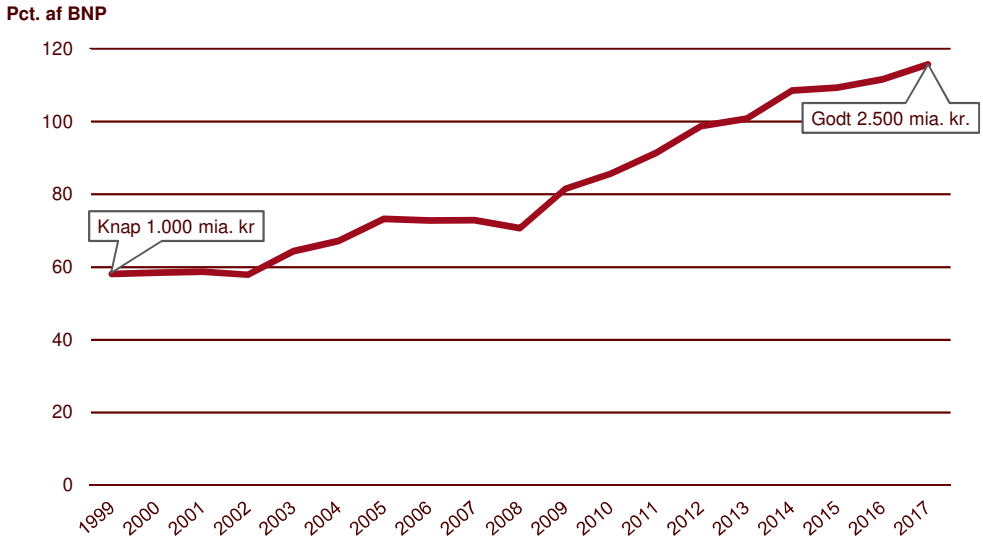
[3] Den samlede pensionsformue er her opgjort som pensionsselskabernes samlede hensættelser til forsikrings- og pensionskontrakter. Hertil er lagt den samlede pensionsopsparing i pengeinstitutter samt de samlede aktiver i ATP og LD fratrukket gæld.

[4] Formuen er opgjort som de samlede hensættelser i pensionsselskaber, som administrerer pensionsordninger i Danmark. Tallet indeholder således ikke særlige bonushensættelser og egenkapital i kundeejede selskaber, som reelt også kan betragtes som en del af pensionsformuen.

[5] Jobskifteaftalen er en brancheaftale om overførsel af pensionsmidler mellem selskaber i forbindelse med forsikredes overgang til anden ansættelse. Jobskifteaftalen omfatter både obligatoriske og frivillige ordninger.

[6] Fælleserklæringen fra 1987 er en trepartsaftale mellem den daværende regering og arbejdsmarkedets hovedorganisationer. Fælleserklæringen var startskuddet til indførelsen af de arbejdsmarkedspensioner, der senere blev realiseret via overenskomstsystemet på både det offentlige og det private arbejdsmarked.

Figur 1.1 **Udviklingen i den samlede pensionsformue placeret i pensionsselskaber**



Anm.: Figuren er ekskl. ATP og LD samt pensionsopsparinger i pengeinstitutter.

Anm.: Pensionsformuen er opgjort som de samlede hensættelser til forsikrings- og pensionskontrakter over tid.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra Finanstilsynet og Danmarks Statistik

Stigningen i pensionsformuen afspejler flere forhold. Stadig flere har en pensionsordning gennem deres ansættelsesforhold, den enkelte har sparet op i længere tid, indbetalingen som andel af lønnen er steget og der sker en løbende forrentning af den investerede kapital. Det forventes, at pensionsformuen vil fortsætte med at stige, i takt med at pensionssystemet bliver fuldt udbygget.

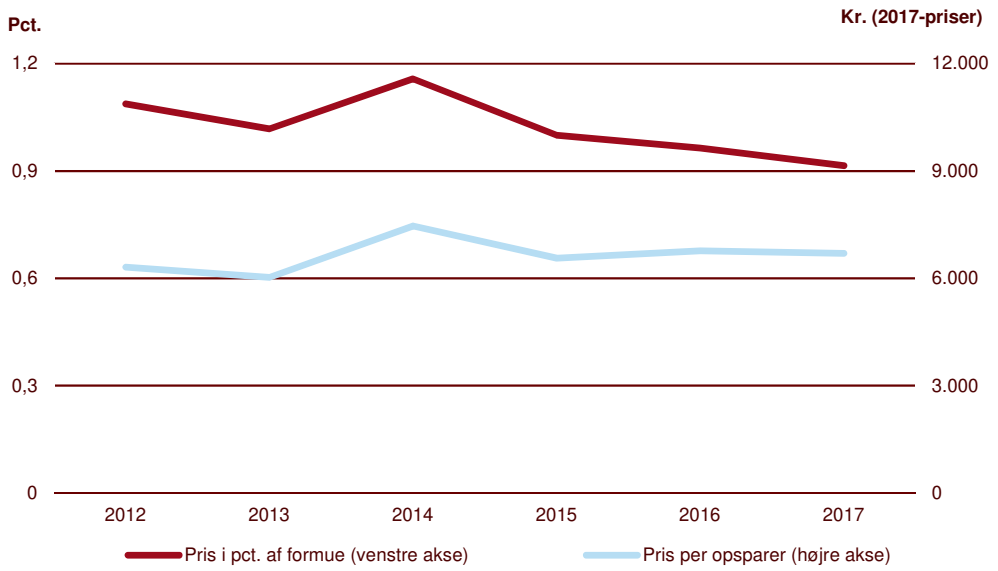
En stor del af den samlede pensionsformue, som forvaltes af pensionsselskaberne, kan ses som et statsligt aktiv i form af udskudte skattebetalinger – skønsmæssigt 60 pct. af BNP i 2017[7]. Det skyldes, at en stor del af opsparingen først beskattes (og modregnes) ved udbetaling. Velfungerende konkurrence og effektiv forvaltning af pensionsmidlerne har derfor også stor betydning for de offentlige finanser.

Den enkelte opsparer betaler pensionsselskaberne for at få administreret sine indbetalinger og forvaltet sin pensionsformue. Den samlede betalte pris var skønsmæssigt på 22,6 mia. kr. i 2017 (godt 1 pct. af BNP). Den pris, som blev betalt til pensionsselskaberne, svarede dermed til 6.700 kr. årligt per opsparer[8] i gennemsnit, jf. figur 1.2. Det svarer til godt 400.000 kr. over en 60-årig periode. Siden 2012 er prisen per opsparer steget med 6,1 pct. ud over den almindelige stigning i forbrugerpriserne. Det skal dog ses i sammenhæng med, at de gennemsnitlige formuer er stigende.

[7] Hvis det antages, at 50 pct. af formuen er udskudt skat, inkl. modregning som følger af udbetalingen.

[8] Antallet af opsparere er opgjort som antallet af unikke personer, som havde en pensionsformue i et pensionsselskab.

Figur 1.2 **Pris for administration og forvaltning af pensionsordninger**



Anm.: Prisen er beregnet som den gennemsnitlige totale betaling per person for de, der har en eller flere pensionsordninger i tværgående pensionskasser og livsforsikringsselskaber, dvs. ekskl. ATP, LD samt pensionsopsparinger i pengeinstitutter.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra selskaberne.

Den betalte pris for administration og forvaltning af pensionsordninger er faldet fra knap 1,1 pct. af formuen i 2012 til ca. 0,9 pct. i 2017. Dermed kræves en nominel forrentning på mindst 3,2 pct. for at opnå et positivt realafkast på opsparingen, når det lægges til grund, at pensionsafkastskatten er på 15,3 pct., og at inflationen er på 1,8 pct. om året[9]. For at opnå et forventet realafkast på pensionsformuen, som er positivt, kræves derfor, at der investeres med en vis risiko. Alene den betalte pris er væsentligt større end den aktuelle rente på en 10-årig statsobligation.

Effektiv konkurrence på pensionsmarkedet kan bidrage til, at omkostningerne holdes nede, og at indtjeningen i de kommercielle selskaber ikke bliver overnormal. Lave omkostninger og en indtjening, som ikke er overnormal, betyder desuden, at en større del af opsparernes indbetalinger rent faktisk ender som udbetalinger til forsikringstagere og pension. Effektiv konkurrence er på den måde til gavn for opsparerne.

Selv små omkostningsbesparelser har stor effekt. Således vil et fald i den årlige pris fra 0,9 pct. til 0,8 pct. af formuen i pensionsselskaberne ved en given indbetaling medføre en årlig samlet besparelse på omkring 2,5 mia. kr., som forrentes over tid. Heraf kan omtrent 50 pct. forventes at tilfalde staten i form af en forøgelse af værdien af det udskudte skatteaktiv og dermed skabe mulighed for at øge de offentlige udgifter eller sænke beskatningen.

[9] Nominel forrentning for at opnå et break-even realafkast = (0,9+1,8) / (1-0,15,3) = 3,2 pct.

De selskaber, der udbyder eller "sælger" pensionsordninger i søjle 2, kan overordnet opdeles i to grupper. Den ene gruppe er *arbejdsmarkedspensionsselskaber (AMP-selskaber)*, som er oprettet af arbejdsmarkedets parter. AMP-selskaberne administrerer med få undtagelser kun pensioner oprettet gennem overenskomst (søjle 2). De enkelte AMP-selskaber administrerer typisk kun ordninger for en enkelt eller få faggrupper. Det er arbejdsmarkedets parter, der – typisk i forbindelse med overenskomstforhandlingerne – træffer beslutning om, hvilket selskab der skal modtage og administrere pensionsindbetalingerne. AMP-selskaberne er ejet af arbejdsmarkedets parter og/eller opsparerne i selskabet. Visse AMP-selskaber administrerer primært pensionsordninger for offentligt ansatte, mens andre primært administrerer ordninger for overenskomstansatte i den private sektor.

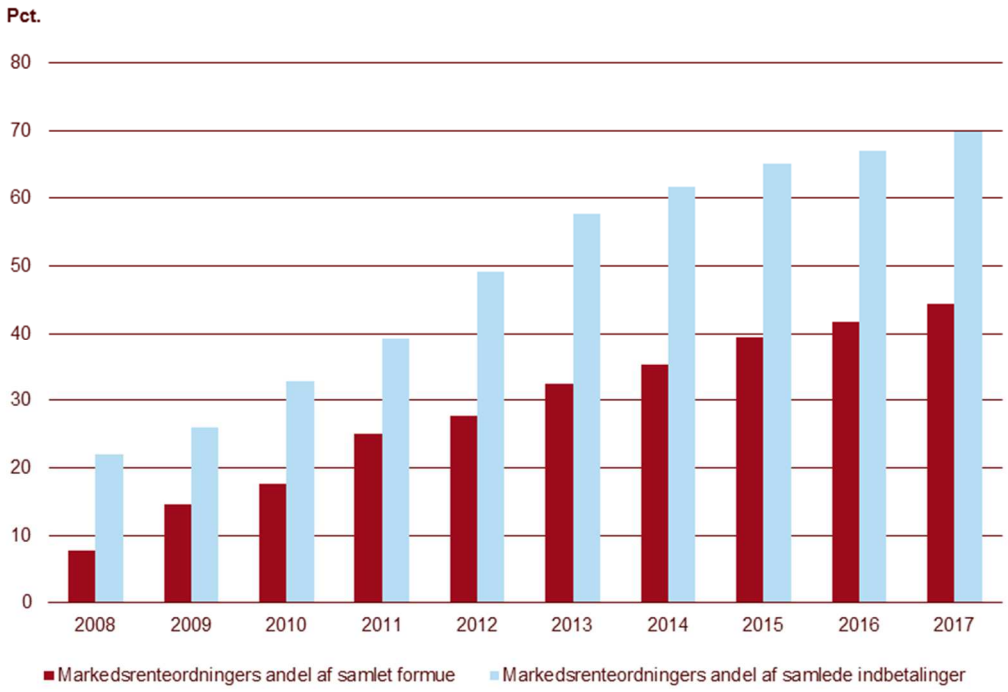
Den anden gruppe omfatter *kommercielle pensionsselskaber,* som primært opererer på firmapensionsmarkedet samt på markedet for individuelle pensioner (dvs. søjle 3). Nogle af de kommercielle selskaber er helt eller delvist ejet af repræsentanter fra kundesiden. For firmaordninger er det først og fremmest arbejdsgiveren, som vælger, hvilket selskab der skal modtage og administrere indbetalingerne fra de pågældende medarbejdere.

Pensionsprodukterne kan overordnet opdeles i to typer – markedsrenteprodukter og gennemsnitsrenteprodukter. For markedsrenteprodukter følger rentetilskrivningen til ordningen direkte afkastet på en række aktiver, som formuen er placeret i. For gennemsnitsrenteprodukter indgår den enkelte opsparer i et investeringsfællesskab med andre, og rentetilskrivningen udglattes over tid gennem en kollektiv "buffer" (deraf navnet *gennemsnitsrent*eprodukt).

Traditionelt har alle pensionsordninger været placeret i gennemsnitsrenteprodukter med garantier til opsparerne om en bestemt mindsteydelse. Gennem de senere år har markedsrenteprodukter, som typisk ikke indeholder garantier, vundet væsentligt frem på bekostning af gennemsnitsrenteprodukter, jf. figur 1.3. Samtidig er der også kommet flere gennemsnitsrenteprodukter uden reelle garantier.

Bevægelsen mod markedsrenteprodukter uden garantier – og regelændringer i pensionssystemet i øvrigt – betyder, at risikoen ved pensionsopsparingen i højere grad er flyttet til den enkelte opsparer, som dermed har mindre sikkerhed for sin økonomi som pensionist. Til gengæld er det forventede afkast normalt højere end for garanterede produkter, hvor det typisk er nødvendigt at følge en relativt sikker investeringsstrategi fra selskabets side, fordi selskabet skal have sikkerhed for at kunne leve op til garantien. Skiftet mod markedsrenteprodukter uden garantier bidrager således til, at der kan investeres i mere risikable aktiver med et større forventet afkast, men også at den enkelte opsparer bærer en større del af risikoen. Beskatningen og samspillet med de skattefinansierede ordninger, herunder modregningsreglerne, indebærer dog samtidig, at en del af den øgede risiko bæres af staten.

Figur 1.3 **Andel af markedsrenteordninger i danske pensionsselskaber**



Note: Andelen af samlet formue er opgjort som andelen af samlede hensættelser, mens andelen af indbetalinger er opgjort som andelen af samlede bruttopræmier.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra pensionsselskaberne.

Skiftet mod markedsrenteprodukter kan potentielt bidrage til at styrke konkurrencen, da det generelt er nemmere at flytte sin opsparing, når den ikke er forbundet med garantier eller retten til kollektive midler. Samtidig medfører skiftet mod ikke-garanterede produkter, at den risiko, som selskaberne isoleret set påtager sig, aftager. Det bør alt andet lige trække i retning af lavere afkastkrav til selskaberne i sektoren og dermed også lavere priser[10], hvis konkurrencen ellers er effektiv.

Det er som nævnt ofte arbejdsmarkedets parter eller virksomheder, der træffer beslutning om størrelsen på pensionsindbetalingen og hvilket pensionsselskab, der skal modtage opsparerens pensionsindbetaling. Den uddelegerede beslutningskompetence kan være med til at professionalisere efterspørgselssiden og samtidig skabe købermagt. Omvendt kan uddelegering af beslutningskompetencen eventuelt også bidrage til, at den enkelte opsparer ser pensionsopsparing som et lavinteresseområde. Når beslutningskompetencen er uddelegeret, er det selv

[10] Omvendt vil skiftet mod ugaranterede produkter også typisk medføre en mere risikofyldt investeringsstrategi, hvilket kan trække i retning af højere priser, da det typisk er forbundet med større omkostninger at investere i mere risikofyldte aktiver.

sagt vigtigt, at beslutningstagerne varetager opsparernes interesser professionelt, hvilket blandt andet kan understøttes af mere effektiv konkurrence på markedet.

De overordnede rammer for pensionssystemet er med til at begrænse nogle af de klassiske markedsfejl, som kan opstå på sådan et marked. Pensionsordninger indeholder typisk en række forsikringselementer, både i form af tilknyttede risikodækninger mod tab af erhvervsevne, men også i form af ordninger, som udbetales som livrenter. Livsvarige livrenter er en opsparingsform, som kan give sikkerhed for en indkomst i den sidste del af livet på en billig måde. Det er derfor vigtigt, at markedet for livrenter fungerer effektivt.

Siden 2008, hvor Konkurrencestyrelsen undersøgte konkurrencen på pensionsmarkedet[11], er der sket ændringer, som har haft en positiv indvirkning på effektiviteten og konkurrencen. Der er kommet større gennemsigtighed på markedet. Bl.a. blev det fra 2011 muligt at se prisen på sin pensionsordning, idet branchen indførte et personligt ÅOK- og ÅOP-tal[12], som selskaberne skal opgøre for hver opsparer. Herudover er der sket en vis konsolidering i sektoren, idet en del af de mindre selskaber løbende er fusioneret eller har etableret administrationsfællesskaber.[13] Det har bidraget til at reducere omkostningerne. Endelig er der skabt lidt bedre forudsætninger for mobilitet på markedet. Fx er skifteomkostningerne reduceret, og en større andel af pensionsformuen er fordelt til den enkelte opsparer, bl.a. som følge af skiftet mod markedsrenteprodukter.

Selv om det opsparingsbaserede pensionssystem samlet set er velfungerende, er det vurderingen, at der på en række områder er mulighed for at forbedre konkurrencen, og den måde markedet fungerer på, ved at forbedre grundlaget for benchmarking, opsparernes inddragelse i beslutningsprocesserne og reducere unødige barrierer for mobilitet i markedet. I det følgende skitseres nogle af de analytiske resultater, som indikerer, at konkurrencen er relativt begrænset. Derefter fokuserer kapitlet på udfordringer og anbefalinger på forskellige delområder. Anbefalingerne er beskrevet mere detaljeret i kapitel 10.

Indtjening og lønpræmier

Det kan være en indikation på svag konkurrence, hvis der i et marked er en overnormal indtjening. Samtidig kan svag konkurrence medføre mindre fokus på effektiv drift og dermed relativt høje omkostninger. Konsekvensen af svag konkurrence kan også være, at serviceniveauet – fx rådgivning – og produktudbuddet er begrænset i forhold til det, pensionsopsparerne kunne opnå i et mere dynamisk marked.

Pensionsmarkedet består af AMP-selskaber og kommercielle selskaber, som er kundeejede, samt kommercielle aktieselskaber, hvor der er eksterne ejere, som skal have en af forrentning af deres investerede kapital. Den samlede pris, som pensionsopsparerne betaler til de kommercielle selskaber for deres pensionsprodukt, er en del højere end den pris, som betales til AMP-selskaberne, selv om de opgjorte omkostninger til administration og kapitalforvaltning samlet set i gennemsnit er ret ens på de to delmarkeder.

I de kommercielle selskaber med ekstern ejer afspejler den højere pris bl.a. en normalforrentning af den kapital, ejerne stiller til rådighed. De kommercielle selskaber har i højere grad end

[11] Konkurrencestyrelsen (2008). Administration af pensioner. Kapitel 4 i "Konkurrenceredegørelse 2008".

[12] ÅOK er de årlige omkostninger i kroner. Tallet inkluderer administrationsomkostninger, omkostnings- og risikoresultat, investeringsomkostninger, risikoforrentning til basiskapital, garantibetaling samt mægleromkostninger. ÅOP er de årlige omkostninger i pct. af formuen.

[13] Administrationsfællesskaber er fællesskaber, hvor to eller flere pensionsselskaber går sammen om dele af de administrative og/eller investeringsmæssige opgaver.

AMP-selskaberne afgivet garantier, som kunderne har fordel ved og skal betale for. Garantierne indebærer bl.a., at kapitalen, som ejere har stillet til rådighed, er udsat for mere risiko, hvilket på et velfungerende marked vil afspejle sig i en større aflønning af ejerne.

Det er dog ikke hele forskellen mellem prisen og de opgjorte omkostninger, som afspejler normal aflønning af kapitalen. Hvis der tages udgangspunkt i almindeligt anvendte modeller til at beregne, hvornår et afkast kan siges at være overnormalt, er der således tegn på, at de kommercielle selskabers indtjening er forholdsvis høj. Det indikerer, at der er et potentiale for øget konkurrence på det kommercielle marked, som kan reducere omkostningerne og de priser, som opsparerne betaler for at få administreret firmapensionsordningerne. Analysen af evt. overnormal indtjening omfatter alene selskaber, der har ekstern ejer. De repræsenterer ca. halvdelen af de kommercielle selskabers formuer og ca. 25 pct. af de samlede formuer i branchen.

Som nævnt kan svag konkurrence også medføre høje omkostninger herunder høje lønomkostninger i hele sektoren. Pensionsbranchen – dvs. de kommercielle selskaber og AMP-selskaberne set under et – er blandt de brancher, som har et relativt højt lønniveau, efter der er taget hensyn til uddannelsesniveau og forskellige forsøg på at korrigere for såkaldte medfødte evner, dvs. individuelle karakteristika, som der ikke foreligger gode omlysninger om. Konkret er lønpræmien i branchen således inden for top 10 pct. af alle brancher i alle de modelspecifikationer, som estimeres i rapporten.

Lønpræmien opgøres til mellem 8 pct. og 26 pct. i forhold til lønpræmien i medianbranchen[14], med et skøn i den lave ende af intervallet som det mest realistiske. Det kan være en indikation på svag konkurrence. Samtidig skal det nævnes, at det i analysen findes, at den finansielle sektor generelt også har en relativt høj lønpræmie.

Mobilitet

En forholdsvis høj indtjening og lønpræmie kan bl.a. afspejle, at der er begrænsede muligheder for at flytte indbetalinger og depot. Begrænset mobilitet kan således reducere tilskyndelsen til at sætte lave priser, og til at forbedre kvalitet, effektivitet og produktsortiment.

Overordnet er mobiliteten – dvs. andelen af henholdsvis indbetalinger og depoter som hvert år flyttes fra et selskab til et andet – relativt lav sammenlignet med andre markeder med komplekse produkter. Det skal bl.a. ses i lyset af produkternes langsigtede karakter og forsikringselementerne i pensionssystemet. Men der er også en række regler og institutionelle forhold, som begrænser muligheden for at flytte en ordning.

Virksomheder og arbejdsmarkedets parter har årligt (i 2015 og 2016) skiftet pensionsselskab på vegne af 2,5 pct. af de danske pensionsopsparere med en ordning gennem et ansættelsesforhold. Det svarer årligt til lige under 3 pct. af værdien af de samlede indbetalinger. Samtidig er mobiliteten målt for depoterne steget fra ca. 1,1 pct. af formuerne i 2002 til ca. 2 pct. i 2017. En stor del af disse skift sker dog i forbindelse med et jobskifte, dvs. inden for jobskifteaftalen, hvor opsparerne kan skifte til det selskab, hvor deres indbetaling er flyttet til. I disse tilfælde er skiftet imidlertid primært drevet af jobskifte og ikke af et selvstændigt ønske om at skifte selskab. Hvis der alene ses på skift, som ikke er knyttet til jobskifte, var depot-mobiliteten på 1,2 pct. i 2017. Mobiliteten er således begrænset, men er dog steget fra ca. 0,6 pct. i 2008.

[14] Medianbranchen angiver den branche, som har en lønpræmie i midten af fordelingen. Således har halvdelen af brancherne en højere lønpræmie end medianbranchen, mens den anden halvdel har en lavere lønpræmie end medianbranchen.

Når man ser bort fra de depoter, der flyttes i forbindelse med et jobskifte, er det primært på det kommercielle marked, at der er en vis mobilitet. Der er således meget få skift fra (og til) selskaber i AMP-sektoren. Det understøtter, at der er en vis konkurrence om kunderne i den kommercielle del af markedet, mens konkurrencen er mere fraværende i AMP-sektoren. AMP-selskaberne deltager desuden kun i begrænset omfang i konkurrencen om firmapensionsordningerne på det kommercielle marked.

Skalafordele i kapitalforvaltning

Pensionsmarkedets karakteristika og erfaringer fra andre lande peger i retning af, at det danske pensionsmarked burde være præget af betydelige økonomiske stordriftsfordele ved forvaltning af pensionsopsparingen. Det er imidlertid ikke tilfældet for kapitalforvaltning.

Analyserne i denne rapport viser således, at der er stordriftsfordele af et vist omfang i administration af pensionsopsparinger (dvs. målt ved administrationsomkostninger per indbetalt krone). Derimod er der ikke fundet stordriftsfordele i kapitalforvaltningen, som står for mere end 70 pct. af de samlede omkostninger ved pensionsopsparingen. Det betyder konkret, at selskabernes omkostninger per investeret krone, ved at investere/forvalte 10 mia. kr. ikke er mindre, end når man fx investerer 5 mia. kr. Det peger på, at pensionsselskaberne ikke fuldt ud formår at udnytte stordriftsfordele til at nedbringe omkostningerne på kapitalforvaltning og dermed også priserne for opsparerne.

For de kommercielle selskaber er der endda tegn på såkaldte skalaulemper i kapitalforvaltningen. Dette resultat skal ses i lyset af, at de opgjorte omkostninger ved kapitalforvaltning er højere i de selskaber, hvor kapitalen forvaltes eksternt men inden for samme koncern. Det kan pege i retning af, at de kommercielle selskaber, som får en stor del af opsparernes formuer forvaltet eksternt men inden for samme koncern, tager en relativt høj pris, og at en evt. indtjening herved kanaliseres til det koncernforbundne selskab.

Hvis selskaberne, som har koncernintern kapitalforvaltning[15], udelades af analysen, er der ikke længere signifikante stordriftsulemper – men heller ikke skalafordele – i kapitalforvaltningen for de kommercielle selskaber. Det indikerer samlet set, at der er et effektiviseringspotentiale i de kommercielle pensionsselskabers kapitalforvaltning, som evt. kan fremmes ved at styrke kundernes muligheder for at flytte depoter m.v. til de selskaber, som er mest omkostningseffektive.

Også for AMP-selskaberne gælder, at der ikke findes skalafordele i kapitalforvaltningen. I AMP-selskaberne er omkostningerne ved kapitalforvaltning desuden større end i de kommercielle selskaber. Der er sket en konsolidering blandt AMP-selskaberne de seneste 10-15 år, hvor de fleste mindre selskaber er fusioneret ind i større selskaber eller er indgået i administrationsfællesskaber med andre selskaber.[16] Analyserne peger på, at selskaber, der er indgået i administrationsfællesskaber, har lavere omkostninger til administration af pensionsordningerne. Det er sandsynligt, at der også for AMP-selskaberne er et potentiale for at høste yderligere stordriftsfordele, særligt inden for kapitalforvaltning, herunder set i lyset af at AMP-selskaberne er noget mindre end de kommercielle selskaber i gennemsnit. Det kan medføre fordele for opsparerne fx i form af lavere priser.

[15] Ved koncernintern kapitalforvaltning i analysen af skalafordele forstås de kommercielle selskaber, hvor koncernen investerer andre midler end pensionsopsparernes hos et koncernforbundet selskab.

[16] Således er den samlede formue i AMP-selskaberne i samme periode steget med ca. 120 pct.

1.2 Behov for performanceevaluering

Pension er et kompliceret område for langt de fleste. Det gælder både for den enkelte pensionsopsparer, men også for de fagforeninger, arbejdsgiverorganisationer og virksomheder, der skal træffe beslutninger om pension på vegne af hhv. deres medlemmer og medarbejdere. Der er fx betydelige prisforskelle mellem pensionsselskaber på pensionsmarkedet i dag. Det er på nuværende tidspunkt vanskeligt at vurdere, om disse prisforskelle kan henføres til forskelle i kvaliteten af fx kapitalforvaltningen og produkternes egenskaber, eller om de dækker over ineffektiv drift og/eller overnormal indtjening i nogle selskaber.

Det er vigtigt, at beslutningstagere på pensionsmarkedet har så gode forudsætninger som muligt for at træffe oplyste valg om, hvordan der sikres den mest effektive forvaltning af hhv. medlemmers og medarbejderes pensionsmidler. Det kan både styrke den indirekte og direkte konkurrence på pensionsmarkedet og dermed gavne den enkelte opsparer.

Beslutningstagernes forudsætninger for at træffe optimale valg kan styrkes ved at etablere "et institut", som skal foretage uafhængige evalueringer og benchmarking af pensionsselskaber, som forvalter obligatoriske pensionsordninger (søjle 2). Det omfatter både AMP-selskaber og kommercielle selskaber. Desuden anbefales, at ATP indgår.

Behovet for en løbende evaluering skal også ses i lyset af, at indbetalingerne fra borgerne til pension er obligatoriske (de kan ikke fravælges), og at de centrale beslutninger på pensionsområdet som nævnt i vidt omfang er uddelegeret til tredjeparter.

Den løbende evalueringen kan desuden bidrage til at skabe et indirekte konkurrencepres via peer-pressure og større fokus på udbredelse af bedste praksis. Der er således gode erfaringer med at indføre benchmarking på markeder, hvor det er vanskeligt at etablere effektiv konkurrence. Evalueringerne af pensionsselskaberne vil samtidig give pensionsopsparerne en bedre mulighed for at sætte sig ind i og tage aktivt stilling til deres pensionsopsparing. Samtidig kan evalueringen bidrage til et fokus på, hvorvidt selskaberne formår at sikre en opsparingssammensætning som tager hensyn til den enkelte opsparers skatteforhold.

Behovet for en løbende evaluering skal også ses i sammenhæng med, at pensionsselskaberne efterhånden forvalter en meget stor del af den danske nationalformue. En væsentlig del af pensionsformuen kan desuden som nævnt ses som et statsligt aktiv i form af udskudte skattebetalinger. Velfungerende konkurrence og effektiv forvaltning af pensionsmidlerne har derfor også stor betydning for det fremtidige skattegrundlag og dermed for finansieringen af velfærdssamfundet i fremtiden.

Boks 1.2
Anbefaling om en løbende performanceevaluering

1. Løbende performanceevaluering

1.1 Der foretages løbende en uafhængig performanceevaluering af alle pensionsselskaber, der administrerer obligatoriske ordninger i søjle II
Det anbefales, at der løbende gennemføres en systematisk, uafhængig, tværgående evaluering af pensionsselskaber, der forvalter pensionsordninger med obligatoriske bidrag. Denne evaluering vil inkludere både AMP-selskaber og kommercielle selskaber og omfatte omkostninger, afkast, udbud af ydelser m.v. og inddrage kundernes præferencer. Evalueringen skal offentliggøres i en passende form, og formidles direkte både til pensionsselskaberne, de relevante repræsentanter for arbejdsmarkedets parter, virksomheder med firmapensionsordninger samt til de enkelte opsparere. Evalueringen skal gennemføres og offentliggøres med passende mellemrum og fx en gang hvert andet år.

Anbefalingen er gengivet i dens fulde længde i kapitel 10.

1.3 Konkurrencen om forvaltning af arbejdsmarkedspensionerne kan blive mere effektiv

Hele det offentlige arbejdsmarked samt store dele af det private arbejdsmarked er omfattet af overenskomster, hvor arbejdstager- og arbejdsgiverorganisationer bl.a. har aftalt de overordnede rammer for pensionsopsparing. I mange overenskomster er det også fastlagt hvilket pensionsselskab, der rent faktisk skal administrere midlerne. Knap 90 pct. af de adspurgte fagforbund oplyser, at der er nævnt et fast pensionsselskab i overenskomsten.

Opsparerne har således begrænset direkte indflydelse på, hvor deres pensionsopsparing skal placeres. Opsparerne kan dog påvirke beslutningerne gennem den demokratiske proces, der er i de forskellige fagforbund og i de enkelte pensionsselskaber. Her kan opsparerne fx få indflydelse på, hvem der skal sidde i bestyrelsen i pensionsselskabet, og de kan bringe pensionsrelaterede emner op på generalforsamlingen. Samtidig kan arbejdsmarkedets parter inddrage medlemmerne i deres beslutninger på anden vis. Ifølge en spørgeskemaundersøgelse er det omkring 20 pct. af fagforbundene, som oplyser, at de direkte har inddraget medlemmerne i beslutninger om pension fx gennem en urafstemning eller via tillidsrepræsentanter, der har repræsenteret medlemmerne.

På det overenskomstdækkede område fremgår pensionsselskabet som nævnt ofte af overenskomsten, og der er derfor normalt et relativt tæt forhold mellem arbejdsmarkedets parter og det pensionsselskab, som administrerer pensionsordningerne på det pågældende overenskomstområde. Det viser sig bl.a. ved, at der i hovedparten af AMP-selskaberne er minimum ét bestyrelsesmedlem, som både sidder i fagforbundets bestyrelse og i det tilknyttede pensionsselskabs bestyrelse. Denne organisationsform kan gøre det nemmere for fagforeningerne at varetage deres medlemmers interesser, når der træffes beslutninger i det pågældende selskab. På arbejdsgiversiden er der ligeledes personsammenfald mellem ledelserne i arbejdsgiverorganisationerne og pensionsselskabernes bestyrelser.

Denne organisationstradition kan imidlertid gøre det mindre nærliggende at arbejde med konkurrenceudsættelse som et instrument til at forbedre medlemmernes vilkår. Hovedparten af AMP-selskaberne bliver ikke udsat for direkte konkurrence fra andre selskaber. Således svarer 15 pct. af fagforbundene, at de på et tidspunkt har sendt deres pensionsordninger i udbud. For hovedparten af de adspurgte fagforeninger er det mere end otte år siden, at de har taget beslutning om at anvende det nuværende pensionsselskab. På det private arbejdsmarked er det i nogle overenskomster, under visse betingelser, muligt for den enkelte arbejdsgiver at flytte medarbejdernes pensionsindbetalinger til et andet selskab, end det som er nævnt i overenskomsten. Det er ikke muligt på det offentlige område. En offentlig arbejdsgiver/institution eller koncern kan således ikke flytte medarbejdernes pensionsindbetalinger. Det er en af forklaringerne på, at mobiliteten er relativt lav for pensionsordninger på det offentlige arbejdsmarked.

AMP-selskaberne har relativt høje omkostninger til kapitalforvaltning. Det kan afspejle, at de har færre ordninger med tilknyttede garantier end de kommercielle selskaber, hvilket isoleret set indebærer, at AMP-selskaberne kan investere i mere risikofyldte aktiver end de kommercielle selskaber. Det kan være en del af forklaringen på, at AMP-selskaberne har højere omkostninger ved kapitalforvaltning end de kommercielle selskaber.

Hvis konkurrenceudsættelse ikke udnyttes som et instrument til at udfordre AMP-selskabernes forvaltning, vil det alt andet lige være vanskeligere at sikre effektiv drift og lave omkostninger. Som nævnt ovenfor fremstår omkostningerne ved kapitalforvaltning høje i AMP-selskaberne, ligesom der er tegn på, at AMP-selskaberne ikke høster stordriftsfordele i kapitalforvaltningen og der er høje lønpræmier i sektoren. Disse forhold peger på, at der kan være et potentiale for at nedbringe omkostningerne på især kapitalforvaltning.

Det bekræftes i analysen, at AMP-selskaberne almindeligvis har et smallere og enklere (og billigere) produktudbud end kommercielle selskaber. Det kan afspejle, at AMP-selskaberne ofte har en mere homogen gruppe af kunder, som har mere ensartede behov, ligesom det ikke kan udelukkes, at der i de kommercielle selskaber kan være et element af såkaldt overforsikring, jf. afsnit 1.3.

Forskellen på produktudbuddet i AMP- og kommercielle selskaber kommer således især til udtryk på forsikringsområdet. Alle kommercielle selskaber tilbyder sundhedsforsikringer, mens det i mindre grad tilbydes af AMP-selskaberne[17]. Samtidig er tab-af-erhvervsevne dækningen i kommercielle selskaber normalt mere omfattende. Fx er der i AMP-selskaber typisk krav om to tredjedele nedsættelse af erhvervsevnen, før forsikringen udløses, og i nogle tilfælde er udbetalingen betinget af, at opspareren er tildelt offentlig førtidspension, hvor reglerne er strammet væsentligt de senere år. Til sammenligning starter dækningen typisk ved en nedsættelse af erhvervsevnen på 50 pct. i de kommercielle selskaber. Samtidig tilbyder mange kommercielle selskaber, at dækningen udløses, når opspareren kommer i ressourceforløb, hvilket ikke er tilfældet i AMP-selskaberne.

Der er næppe så betydelige behovsforskelle mellem opsparerne i kommercielle selskaber og AMP-selskaberne, at det alene kan forklare disse forskelle i forsikringsdækning.[18] Forskellene kan derfor afspejle, at der i firmapensionsordningerne lægges vægt på forsikringselementer, som måske især tilgodeser virksomheden og de ansattes mere kortsigtede behov. Men forskellene kan også pege på, at det for nogle af AMP-selskaberne kan være relevant at overveje, om pensions- og forsikringsprodukterne i højere grad skal udvikles efter forholdene, og om fx invalidedækning samt fleksibilitet og service er afstemt efter medlemmernes ønsker og behov.

Hvis arbejdsmarkedets parter i højere grad konkurrenceudsætter deres ordninger, vil det kunne bidrage til at lægge et øget pres på AMP-selskaberne både fra andre AMP-selskaber, men også fra kommercielle selskaber, som kan være med til at byde ind på ordningerne. Konkurrenceudsættelse skal her ses som et instrument til at skabe bedre pensionsvilkår for medlemmerne, herunder ved at reducere driftsomkostningerne og skabe flere valgmuligheder og bedre service. Det kan, bl.a. sammen med den uafhængige evaluering og benchmarking beskrevet i anbefaling 1.1, medvirke til at forøge det indirekte konkurrencepres i retning af effektiv drift og et produktudbud, som i endnu højere grad afspejler medlemmernes behov.

De anbefalinger, som primært er rettet mod at øge det direkte og især indirekte konkurrencepres på forvaltning af arbejdsmarkedspensionsordningerne, er angivet i boks 1.3.

[17] Selvom mange AMP selskaber ikke tilbyder sundhedsforsikringer som en integreret del af pensionsordningen, er der en del selskaber, som har indgået en samarbejdsaftale med en ekstern udbyder af sundhedsforsikring, der giver opspareren og/eller dens arbejdsgiver mulighed for at oprette sundhedsforsikring på gunstige vilkår.

[18] En anden faktor, som delvist kan forklare forskellen i forsikringsdækninger, er, at kunderne i visse AMP-selskaber har en forholdsvis lav indkomst, hvilket kan gøre det optimalt at have mindre forsikringsdækninger, end den typiske kunde i et kommercielt selskab.

Boks 1.3
Anbefalinger målrettet konkurrencen om arbejdsmarkedspensionsordninger

2. Konkurrencen om forvaltning af arbejdsmarkedspensionsordningerne

2.1 Arbejdsmarkedets parter opfordres til at introducere og kommentere evalueringen af pensionsselskaberne som fast punkt på dagsordenen i de styrende organer
Det anbefales, at arbejdsmarkedets parter i deres styrende organer redegør for resultaterne af evalueringen af pensionsselskabet (jf. anbefaling 1.1), når den foreligger, og de overvejelser som organisationen har gjort sig i den forbindelse. Dette vil styrke medlemmernes mulighed for at deltage i diskussionen om pensionsforvaltning. Det anbefales desuden, at arbejdsmarkedets parter indfører en følg-eller-forklar model, hvorefter arbejdsmarkedets parter, hvis pensionsselskabet systematisk performer mindre godt, forpligter sig til enten at arbejde for at konkurrenceudsætte ordningen eller at redegøre for, hvordan man ellers vil sikre, at performance kan styrkes til gavn for opsparerne.

2.2 På det private arbejdsmarked opfordres arbejdsmarkedets parter til i højere grad at tænke konkurrenceudsættelse af pensionsselskaber ind i overenskomstforhandlingerne
Det anbefales, at arbejdsmarkedets parter på det private arbejdsmarked i højere grad i forbindelse med overenskomstforhandlingerne sætter fokus på effektiv forvaltning af lønmodtagernes pensionsordninger bl.a. via styrkede muligheder for konkurrenceudsættelse. Parterne kan fx vælge at sende hele ordningen i udbud eller i højere grad at åbne op for, at den enkelte arbejdsgiver kan vælge et andet pensionsselskab, end standardvalget i overenskomsten. Det er allerede i dag i et vist omfang muligt på visse overenskomster på det private arbejdsmarked.

2.3 Konkurrencen om forvaltning af pensionsordningerne på det offentlige arbejdsmarked styrkes
Det anbefales, at arbejdsmarkedets parter på det offentlige arbejdsmarked i højere grad i forbindelse med overenskomstforhandlingerne sætter fokus på effektiv forvaltning af lønmodtagernes pensionsordninger. Konkret anbefales, at arbejdsmarkedets parter i højere grad eksplicit tager stilling til, om andre selskaber kan tilbyde en bedre og billigere løsning end det valgte pensionsselskab. En model kunne være, at arbejdsmarkedets parter forpligter sig til at sætte en pensionsordning i udbud eller etablere et administrationsfællesskab, hvis der i evalueringen findes belæg for, at det valgte pensionsselskab i en længere periode har haft en utilfredsstillende performance.

Det anbefales også, at der gennemføres initiativer, som kan bidrage til, at de offentlig ansatte mere aktivt tager stilling til deres pension, fx ved at etablere en struktureret proces, hvor offentlige ansatte med afsæt i relevante evalueringer (jf. anbefaling 1.1), og med jævne mellemrum skal tage eksplicit stilling til administrationen af deres pensionsordninger, samt at resultatet af denne proces videreformidles til de relevante parter.

Anbefalingerne er gengivet i deres fulde længde i kapitel 10.

1.4 Konkurrencen om forvaltning af firmapensionsordninger kan blive mere effektiv

De kommercielle selskaber administrerer især firmapensionsordningerne, og der er på markedet for firmaordninger en vis konkurrence. Det sker ofte ved, at virksomheder kontakter en mægler på markedet med henblik på at sende virksomhedens pensionsordninger i et udbud, som de kommercielle selskaber herefter kan byde ind på. Der er ca. 40 pct. af de adspurgte virksomheder, som svarer, at deres nuværende ordning har været i udbud. Nogle, særligt mindre virksomheder, bruger i stedet rammeaftaler hos en mægler, hvor mægleren på forhånd har forhandlet vilkår med pensionsselskaberne.

Det samlede indtryk er dog, at konkurrencen om firmapensionsordningerne kan blive mere effektiv. Det bygger – som nævnt ovenfor – på, at der ses tegn på, at de kommercielle selskabers indtjening er forholdsvis høj, at pensionsbranchen er blandt de brancher, der har den højeste lønpræmie, samt at de kommercielle pensionsselskaber ikke har været i stand til at høste stordriftsfordele i kapitalforvaltningen.

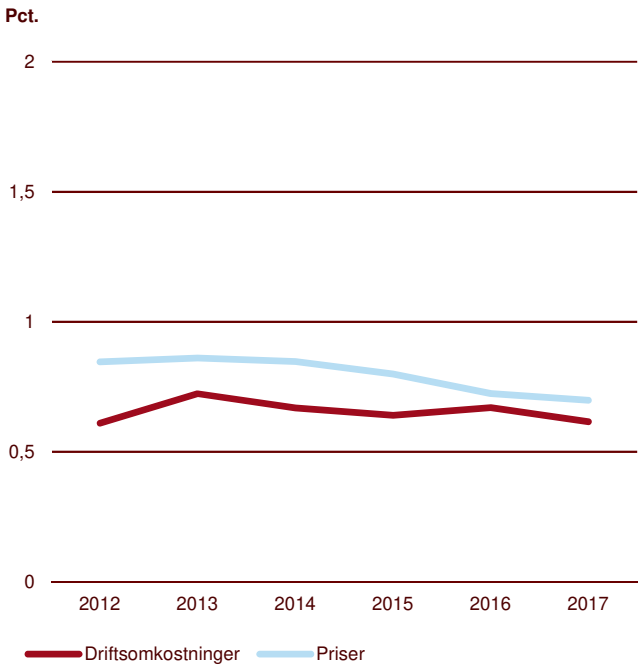
De kommercielle selskabers samlede opgjorte driftsomkostninger er omtrent på samme niveau som i AMP-selskaberne, jf. figur 1.4. De kommercielle selskaber har på den ene side relativt høje omkostninger til administration af indbetalingerne m.v., mens AMP-selskaberne på den anden side har relativt høje omkostninger til investering og forvaltning af opsparernes formue.

De relativt høje omkostninger ved administration af indbetalinger m.v. i de kommercielle selskaber skal ses i lyset af, at de typisk giver flere valgmuligheder til opsparerne og mere rådgivning, og at produkterne også omfatter flere forsikringsydelser. Kommercielle selskaber skal desuden blandt andet afholde omkostninger for at tiltrække og fastholde kunder. De relativt lave omkostninger i de kommercielle selskaber ved kapitalforvaltning skal som nævnt ovenfor ses i lyset af, at de kommercielle selskaber har flere ordninger med tilknyttede garantier end AMP-selskaberne.

Den samlede pris, som pensionsopsparerne betaler for deres pensionsprodukt, er dog væsentligt højere i de kommercielle selskaber end i AMP-selskaberne, selv om de samlede opgjorte driftsomkostninger som nævnt er ret ens, jf. figur 1.4b. I de kommercielle selskaber med en ekstern ejer er det som nævnt vurderingen, at indtjeningen umiddelbart er i den høje ende sammenlignet med et rimeligt bud på en normal forrentning.

Figur 1.4 **Driftsomkostninger og samlet pris som pct. af hensættelser opdelt på AMP-selskaber og kommercielle**

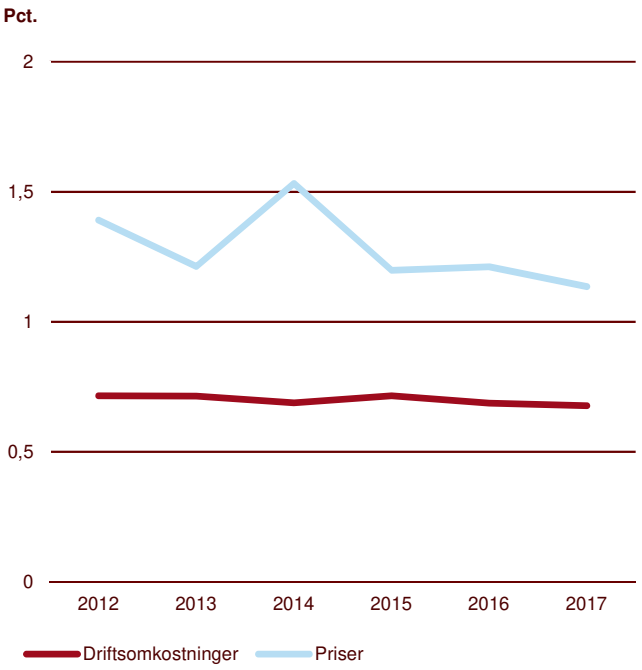
(a) AMP-selskaber



Note: Driftsomkostninger indeholder selskabernes omkostninger til investering og administration.

Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af pensionsselskaberne.

(b) Kommercielle selskaber



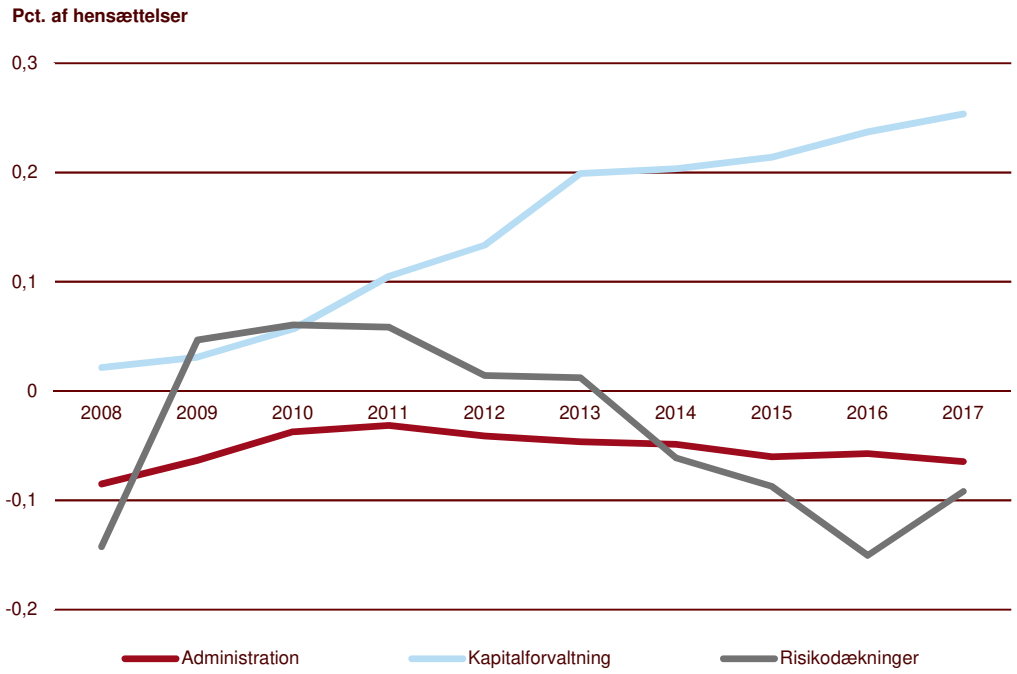
Note: Driftsomkostninger indeholder selskabernes omkostninger til investering og administration.

Anm.: *Figuren omfatter også individuelle ordninger, som typisk er dyrere, da det ikke er muligt at opdele driftsomkostningerne på individuelle ordninger og ordninger gennem ansættelsesforhold.*

Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af pensionsselskaberne.

De kommercielle selskabers samlede pris dækker desuden over, at de sætter relativt lave, og i mange tilfælde tabsgivende, forsikringspræmier og priser på administration, mens der omvendt sættes højere priser på kapitalforvaltningen, jf. figur 1.5. Således har kommercielle selskaber i perioden 2008-2017, i gennemsnit, isoleret set haft et stigende overskud på kapitalforvaltning, mens de til gengæld har realiseret et underskud på administration. Siden 2014 har de kommercielle selskaber ligeledes haft underskud på deres risiko-/forsikringsdækninger.

Figur 1.5 **Indtjening for kommercielle selskaber på udvalgte områder**



Note: Risikodækninger omfatter både risikoresultatet på livsforsikring og det samlede resultat for syge- og ulykkesforsikring.

Anm.: Indtjeningen på administration, kapitalforvaltning og risikodækninger er opgjort i forhold til selskabernes samlede hensættelser.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra pensionsselskaberne.

De kommercielle selskabers prissætning kan pege på, at pensionsselskaberne konkurrerer om at tiltrække firmakunder ved at sætte lave priser på forsikringer og administration, mens de opnår indtjening på kapitalforvaltningen. Denne prissætning kan være velbegrundet ud fra et indtjeningsperspektiv, hvis virksomhedernes efterspørgsel efter forsikringer og administration er relativ prisfølsom, mens placeringen af selve formuen, som især er samlet hos de ældre opsparere, omvendt påvirkes mindre af ændringer i prisen på kapitalforvaltning. Prisen på kapitalforvaltning er desuden ikke så synlig for opspareren som prisen på administration.

De kommercielle selskabers prissætning kan også ses i sammenhæng med, at de virksomheder, som træffer beslutninger om pension på vegne af sine ansatte, kan have et særligt ønske om at sikre, at medarbejderne hurtigt kan vende tilbage til arbejde efter fx sygdom. Det vil indebære et større fokus på fx sundhedsforsikring og lignende ordninger, der kan understøtte virksomhedens arbejdsstyrke og mindre fokus på medarbejdernes pensionisttilværelse, hvor

de ikke længere er ansat i virksomheden. Det kan sammen med den 'skæve' prisstruktur medføre overforsikring i opsparingsperioden, og dermed at medarbejdernes alderspension bliver lavere, end hvad der kan være optimalt.

Prissætningen kan i den forbindelse indebære, at de – typisk erhvervsaktive – personer, som fortsat indbetaler til deres pensionsordning, betaler en relativt mindre pris for deres ordning (ift. omkostningerne) end de personer, der ikke længere indbetaler til ordningen, fx fordi de er gået på pension. For de ordninger, hvor indbetalingerne er ophørt, vil forsikringerne i ordningen typisk ikke længere dække, og disse personer vil således ikke få fordel af de lave forsikringspræmier, men skal fortsat betale for bl.a. kapitalforvaltningen. Prisen på kapitalforvaltning fastlægges desuden typisk som en procentandel af formuen, uanset formuens størrelse, hvilket skal ses i sammenhæng med, at det som nævnt er vanskeligt at identificere stordriftsfordele i kapitalforvaltningen.

Prissætning skal også ses i sammenhæng med, at virksomhederne typisk køber forsikring og pension til medarbejderne hos samme pensionsselskab, og at ydelserne således sælges i en samlet pakke. Denne form for "bundling" kan i sig selv svække konkurrencen. For aktører som fx kun kan tilbyde forsikringer på konkurrencedygtige vilkår, vil det således være svært at komme ind på markedet, fordi forsikringspræmierne er så lave, at de medfører tab. For en aktør, som ikke tilbyder pensionsopsparing og derved ikke kan tjene penge på kapitalforvaltning, vil det derfor være tæt på umuligt at konkurrere med pensionsselskaberne på forsikringspræmierne. Det kan være med til at svække konkurrencepresset fra potentielle udbydere af forsikringsdækninger.

Endelig kan reglerne for beskatning have betydning for prissætningen af de forskellige ydelser. Pensionsopsparernes udgifter til investering/kapitalforvaltning er således fradragsberettigede i PAL-skatten, hvilket ikke er tilfældet for fx administrationsomkostningerne. Det kan skabe en økonomisk tilskyndelse til at tage en større del af den samlede pris som betaling for investering. Der er værnsregler i skattelovgivningen, som medfører, at tilskyndelsen hertil kun vil være til stede, indtil selskabet ikke længere har overskud på administration og forsikringsdækninger.

AMP-selskaberne styrker ikke konkurrencen på firmapensionsmarkedet

AMP-selskaberne bidrager stort set ikke til at skabe konkurrence på markedet for firmaordninger. I AMP-selskaberne var det således kun 2 pct. af indbetalingerne, der stammede fra firmaordninger i 2017.[19] AMP-selskaberne deltager normalt ikke i de udbud, som virksomhederne afholder, og er heller ikke med i mæglernes rammeaftaler. Det øger isoleret set de kommercielle selskabers mulighed for at opnå en høj indtjening på at forvalte formuer m.v., ligesom det kan begrænse AMP-selskabernes mulighed for at høste stordriftsfordele.

Der kan være flere årsager til, at AMP-selskaber ikke konkurrerer mere intensivt på det kommercielle marked. Fx kan deres produktudbud og pensionsmæglernes adfærd virke som en barriere, jf. nedenfor om mæglernes rolle.

Flere AMP-selskaber har endvidere selskabsformer, som medfører, at de ikke umiddelbart kan træde ind på det kommercielle marked uden at ændre selskabsform eller oprette et datterselskab. De fleste AMP-selskaber (tværgående pensionskasser) er således kendetegnet ved, at de

[19] Egne beregninger baseret på data indleveret af selskaberne.

kun kan administrere ordninger for et bestemt fagområde, mens enkelte selskaber (arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber) kun udbyder ordninger tegnet gennem overenskomst (dog evt. for flere fagområder).

For både tværgående pensionskasser og arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber gælder, at de er undtaget for selskabsskat. I stedet beskattes overskud med PAL-skattesatsen, som er lavere en selskabsskattesatsen. Hvis disse selskaber skal træde ind på det kommercielle marked kræves således en omlægning til en selskabsform, som antageligt medfører hårdere beskatning. Alternativet er at etablere et datterselskab, hvilket imidlertid også er forbundet med omkostninger. Det betyder, at tilskyndelsen til at deltage i konkurrencen på det kommercielle marked svækkes.

Ofte vil AMP-selskabernes valg af selskabsform afspejle selskabets overordnede strategi og vedtægter, som ofte er historisk betingede. Således er mange AMP-selskaber kun oprettet med henblik på at administrere ordninger for bestemte overenskomstområder, og det er således ikke en del af selskabets strategi at konkurrere på firmapensionsmarkedet. Der er dog i de senere år sket en bevægelse, hvor flere AMP-selskaber har forsøgt at indtræde på det kommercielle marked.

Ud over de nævnte organisatoriske og skattemæssige barrierer kan de kommercielle selskabers prissætning også gøre det svært for AMP-selskaberne at komme ind på det kommercielle marked. Visse AMP-selskaber har således anført, at de har svært ved at komme ind på det kommercielle marked, fordi de ikke vil prissætte visse ydelser (som forsikringsdækninger) med tab, for til gengæld at sætte en relativ høj pris på andre ydelser (fx kapitalforvaltning).

Forsikringsmæglere spiller en vigtig rolle for konkurrencen på firmapensionsmarkedet
Mange virksomheder, som skal tegne en pensionsordning for sine medarbejdere, vælger at kontakte en pensionsmægler. Mægleren har markedskendskab og kan hjælpe med fx at udbyde medarbejdernes pensionsordning på markedet og vælge pensionsselskab. Mæglerne er med til at skabe konkurrence på markedet og har således en central betydning for, hvordan markedet for firmapensioner fungerer.

Pensionsopsparernes betaling til pensionsmæglerne for deres ydelser udgjorde godt 500 mio. kr. i 2017. Betalingen fra pensionsopspareren aftales normalt mellem mægleren og virksomheden, som vælger pensionsordning på medarbejdernes vegne og overføres typisk fra pensionsopsparerens depot. I mange tilfælde overfører det pensionsselskab, der får opgaven, dog penge til de nye opspareres depot som kompensation eller betaling for mægleromkostningen. Modstykket hertil må dog antages at være, at den pris på ordningen, som selskabet har budt ind med, bliver højere.

Opsparerne, som i sidste ende betaler regningen for mæglerens ydelser, har således ikke nogen direkte indflydelse på salæret til pensionsmægleren. Opsparernes interesser varetages i den forbindelse af virksomheden, som de er ansat hos. Når den part, der køber en ydelse, ikke er den samme som den, der aflønner leverandøren – og betalingsstrukturen i øvrigt er meget uigennemskuelig – er der en risiko for, at opmærksomheden omkring mæglernes salær bliver meget nedtonet. Det understøttes af, at det kun er 28 pct. af de adspurgte virksomheder, som har benyttet en mægler, der samtidig har forhandlet pris med mægleren.

De fleste mæglere tilbyder ligeledes - ud over rådgivning om og afvikling af udbud af pensionsordningen - at stå for den løbende servicering/rådgivning af virksomhedernes medarbejdere efter udbuddet er gennemført. Det er hovedparten af mæglernes omsætning, som stammer fra denne løbende rådgivning.

Typisk aftaler virksomheden og mægleren, at rådgivningen skal varetages af mægleren, *inden* selve udbuddet foretages. Det medfører en risiko for, at mæglerens rådgivningsydelse ikke bliver tilstrækkeligt konkurrenceudsat. Det er kun 22 pct. af de adspurgte virksomheder, der har benyttet en mægler, som har forhandlet pris om den løbende rådgivning af medarbejderne.

Når virksomheder kontakter en mægler, er det almindeligvis i forventning om at få uvildig rådgivning om sammensætning af ordningen og valg af pensionsselskab. Men når det kommer til placering af den efterfølgende rådgivning af virksomhedens medarbejdere, som mægleren selv kan stå for, vil mægleren naturligt nok ikke være uvildig. Det kan medføre uheldige incitamenter i lyset af, at en stor del af mæglernes indtjening kommer fra rådgivningen. Der er blandt andet risiko for, at virksomheden bliver rådgivet til at vælge mæglerens rådgivningsydelse uden at have det fulde overblik over, hvilke alternative rådgivningsmuligheder der er på markedet, og om prisen er rimelig. Desuden begrænses mæglernes økonomiske incitament til at pege på pensionsselskaber, der evt. kunne give et godt samlet tilbud på både rådgivning og forvaltning af pensionsmidlerne.

Mæglerne henviser sjældent til AMP-selskaber, når de rådgiver virksomheder om, hvem der skal inviteres til at byde på virksomhedernes firmapensionsordninger. Det er en af årsagerne til, at AMP-selskaberne i meget begrænset omfang konkurrerer direkte om virksomhedsordningerne. En analyse af 114 udbud, som de fem største mæglere i Danmark har gennemført i årene 2015-2017, viser således, at der kun i fem af disse udbud deltog et AMP-selskab i øvrigt uden at vinde.[20] Desuden har de fire største mæglere, der tilsammen dækker omtrent 85 pct. af udbud, gennemført 18 udbud med deltagelse af et AMP-selskab i perioden 1. januar 2018 til ultimo september 2019. I tre af tilfældene blev pensionsordningen placeret hos AMP-selskabet. I stort set alle de pågældende udbud siden 2015 er der tale om de to samme AMP-selskaber.[21]

Der er peget på to årsager til, at mæglerne ikke i højere grad vælger at inddrage AMP-selskaberne i konkurrencen. På den ene side anfører mæglerne, at AMP-selskabernes har et "smalt" produktudbud, og at det er årsagen til, at AMP-selskaber sjældent inviteres til eller vinder udbud, som er udført af en mægler.

På den anden side anfører nogle af de AMP-selskaber, der ønsker at træde ind på det kommercielle marked for firmapensioner, at det netop er mæglernes krav i udbudsmaterialet om at skulle stå for den efterfølgende rådgivning af medarbejderne, som forhindrer, at AMP-selskaberne kan deltage i og vinde udbud. Således anføres det, at mæglernes rådgivning er et fordyrende, unødvendigt led. Det skal også ses i sammenhæng med, at AMP-selskaberne typisk udbyder et mere standardiseret produkt, hvor der er mindre behov for rådgivning af den enkelte opsparer.

Nogle mæglere er alene udbudsmæglere. Dvs. at de ikke står for den løbende rådgivning af medarbejderne efter udbuddet. Disse mæglere er dog små i forhold til de traditionelle mæglere, som også står for den efterfølgende rådgivning.

Siden 2006 har der været provisionsforbud for mæglerne i Danmark. Det betyder, at pensionsselskaberne ikke må betale mægleren direkte for at vælge det pågældende selskab. Provisi-

[20] Jf. Konkurrencerådets afgørelse i Danica/SEB-fusionen, maj 2018.

[21] Oplyst af Forsikringsmæglerforeningen i forbindelse med høringen af denne analyse.

onsforbuddet skal være med til at sikre mæglernes uvildighed, og at mæglerne ikke har økonomisk interesse i at vælge bestemte selskaber. Uafhængige mæglere kan være med til at skabe bedre konkurrence mellem pensionsselskaber.

En udfordring ses i forhold til investeringsfonde, hvor en enkelt mægler har sin egen fond. Da mægleren kan forvente at tjene penge på at kunne forvalte flere midler i investeringsfonden, har mægleren haft et særligt incitament til at vælge de pensionsselskaber, som tilbød mæglerens fond. Dermed forsvinder uafhængigheden til skade for den enkelte opsparer og konkurrencen. Finanstilsynet har den 30. august 2019 afgjort, at denne praksis udgjorde en interessekonflikt, som mægleren blev pålagt at afværge.[22] Der er den 15. november 2019 sendt et lovforslag i høring, der indskærper, at denne praksis er ulovlig. Lovforslaget forventes fremsat i februar 2020.

Derudover tilbyder visse mæglere også andre ydelser, som sælges direkte til pensionsselskaberne. Det kan fx være rådgivning i forbindelse med udbud, hvor mægleren kan rådgive virksomheden om, hvordan de kan forbedre deres chance for at vinde udbud. Disse former for ydelser kan give et indirekte økonomisk incitament for mægleren til at vælge visse pensionsselskaber frem for andre, hvilket kan hæmme konkurrencen og skade opsparerne.

Anbefalinger målrettet konkurrencen om forvaltning af firmapensionsordninger fremgår af boks 1.4.

[22] Afgørelsen: Söderberg & Partners Danmark forsikringsmæglervirksomhed A/S – påbud for overtrædelse af §§ 16, stk. 1, nr. 1 og nr. 5, i lov om forsikringsformidling, Finanstilsynet, 30. august 2019.

Boks 1.4
Anbefalinger målrettet konkurrencen på firmapensionsmarkedet

3. Konkurrencen om forvaltning af firmapensionsordningerne

3.1. Krydssubsidiering mellem forsikrings- og pensionsprodukter begrænses
Det anbefales, at der nedsættes en arbejdsgruppe, som udvikler tiltag til at sikre en mere omkostningsnær prissætning af forsikrings- og pensionsprodukter. En prisstruktur uden krydssubsidiering kan skabe et mere gennemsigtigt marked, og gøre det lettere at sammenligne pris, produktudvalg m.v. Samtidig vil det styrke mulighederne for, at AMP-selskaber samt nye, mindre aktører, som er gode til forsikring men ikke tilbyder kapitalforvaltning, kan komme ind på markedet og lægge pres på de etablerede virksomheder.

3.2. Virksomheder opfordres til i højere grad at inddrage medarbejderne i forbindelse med beslutninger om udbud af pensionsordning
Det anbefales, at virksomhederne i højere grad inddrager medarbejderne ved udbud af pensionsordning. Medarbejderne kan fx få bedre medindflydelse på, hvilke krav og ønsker der indgår i udbudsmaterialet. Medarbejderne bør også være opmærksomme på både fordele og ulemper (herunder omkostninger) ved at foretage udbuddet gennem en mægler, herunder prisen for rådgivning. Ved det endelige valg af pensionsselskab kan medarbejderne ligeledes involveres. Medarbejderen kan eventuelt inddrage deres faglige repræsentanter i denne proces.

3.3. Arbejdsmarkedspensionsselskabernes incitament til - og mulighed for - at konkurrere på det kommercielle marked styrkes

Det anbefales bl.a., at fjerne de skattemæssige barrierer, som AMP-selskaberne møder, hvis de ønsker at konkurrere om virksomhedskunderne på det kommercielle marked. Det kan fx ske ved, at afkastet på egenkapitalen i tværgående pensionskasser og arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber overgår til at blive selskabsbeskattet. Tværgående pensionskasser og arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber kan, som følge af deres selskabsform, ikke indtræde på det kommercielle marked uden at ændre selskabsform eller uden at oprette et datterselskab. Det kan begrænse deres incitament til og muligheder for at konkurrere med de kommercielle selskaber. Det er samtidig et hensyn, at konkurrencen sker på lige vilkår.

3.4. Der indføres forbud mod, at det på forhånd er fastlagt i udbuddet af en pensionsordning, at den pågældende mægler står for den efterfølgende rådgivning af opspareren

Det anbefales, at der indføres forbud mod, at det på forhånd er fastlagt i udbuddet af en pensionsordning, at det er den pågældende mægler, som skal stå for den efterfølgende rådgivning. Det skal åbne for, at pensionsselskaber kan vælge at afgive tilbud med og uden tilbud om rådgivning. Dermed får virksomhederne bedre mulighed for at sammenligne priser og vilkår for den efterfølgende rådgivning af medarbejderen. Samtidig kan det i højere grad åbne muligheden for, at AMP-selskaber kan byde ind på udbud, som er foretaget gennem en mægler.

3.5. Mægleres uvildighed skal styrkes

Det anbefales, at der indføres forbud mod, at mæglere sælger egne fonde gennem pensionsselskaber og samtidig kan kalde sig uafhængige. Det skal sikre mæglernes uvildighed, og at mægleren har incitament til at varetage virksomheder og medarbejderes interesser. Det anbefales også, at tilsynsmyndighederne skærper sit fokus på, hvorvidt uafhængige mægleres salg af diverse ydelser til pensionsselskaber har samme skadelige virkninger som en direkte provision. Sådanne betalinger kan hæmme konkurrencen markant, og det foreslås, at betalinger med sådanne virkninger skal forbydes af Finanstilsynet.

Anbefalingerne er gengivet i deres fulde længde i kapitel 10.

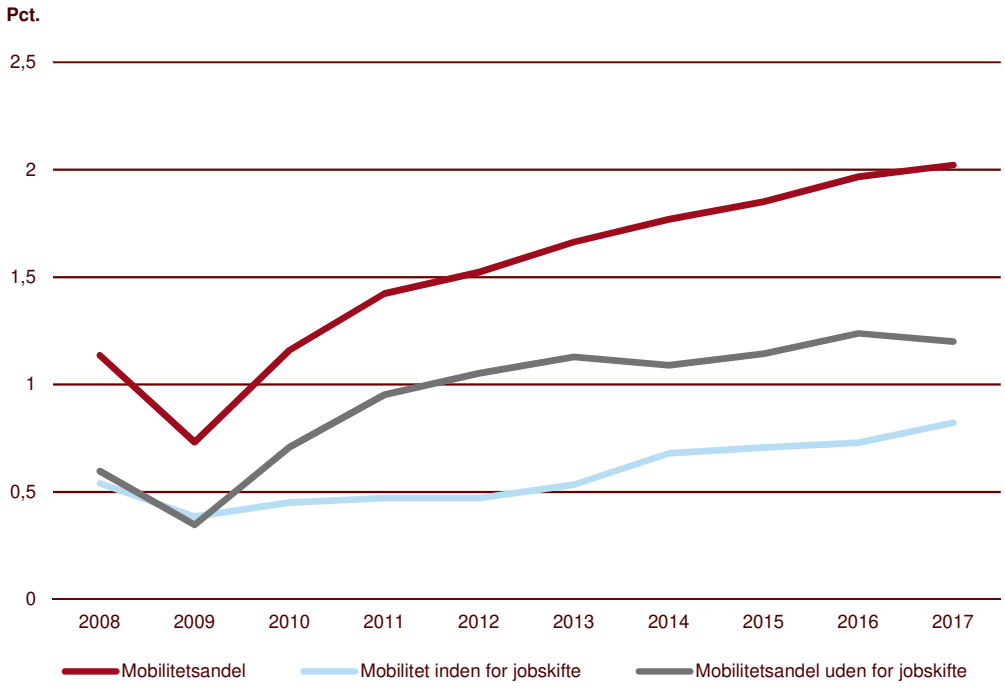
1.5 Mobiliteten på pensionsmarkedet er lav

Den enkelte opsparer, som indbetaler til en ordning gennem sin arbejdsgiver, har i de fleste tilfælde ingen direkte indflydelse på placeringen af ordningen. Dette ansvar varetages af arbejdsmarkedets parter samt virksomhederne, og det er derfor primært disse aktører, som kan bidrage til at skabe effektiv konkurrence.

Når indbetalingen til en ordning stopper, fx i forbindelse med jobskifte, hvis arbejdsgiveren skifter pensionsleverandør, eller opspareren går på pension, har opspareren dog større råderet over det depot, som er blevet opbygget gennem indbetalinger og forrentning. Den enkelte opsparer kan i disse tilfælde understøtte effektiv konkurrence ved at træffe et aktivt valg om, hvorvidt depotet skal blive i det nuværende selskab eller flyttes til et andet selskab.

Mobiliteten i *depoterne* mellem selskaberne er som nævnt lav. I 2017 var det ca. 2 pct. af den samlede pensionsformue, som blev flyttet fra et pensionsselskab til et andet, jf. figur 1.6. En væsentlig del af disse flytninger skete endvidere i forbindelse med et jobskifte, hvor flytningen i højere grad kan betragtes som en konsekvens af jobskiftet. Den lave mobilitet er også forenelig med, at depoterne ikke er specielt prisfølsomme, og dermed at priserne på især kapitalforvaltning/investering isoleret set kan sættes relativt højt, uden at der mistes mange kunder.

Figur 1.6 **Mobilitet i depoter som andel af den samlede formue**



Note: Mobiliteten er beregnet som værdien af overførsler (fordelt mellem hhv. inden for og uden for jobskifte) mellem pensionsselskaber som andel af de samlede pensionshensættelser.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra Forsikring og Pension og pensionsselskaberne.

Den lave mobilitet på det danske marked skal bl.a. ses i lyset af, at den enkelte opsparer i de fleste tilfælde ikke har nogen direkte indflydelse på placeringen af ordningen. I Sverige har derimod historisk været en større grad af individuel valgfrihed i pensionsordningerne end Danmark. Det gælder både mulighederne for at flytte depot og indbetalinger m.v. og i forhold til at bestemme, hvordan pensionsopsparingen skal investeres. De såkaldte valgcentraler, som koordinerer arbejdsmarkedspensionsaftalerne på vegne af aftaleparterne, kan have skabt en stærk forhandlingsposition over for de valgbare pensionsselskaber gennem det kollektive udgangspunkt. Et synligt resultat er, at det løbende er lykkedes for valgcentralerne at forhandle

sig frem til stadig lavere opkrævede omkostninger til kapitalforvaltning.[23] Endvidere er der i takt med indførelsen af det frie valg set en stigning i pensionsordninger, som bliver flyttet inden for det overenskomstbaserede pensionssystem mod unit-link forsikring hos kommercielle - især bankdrevne – udbydere.[24] De fleste opsparere, som flytter pensionsordning, bliver således umiddelbart ført hertil af deres bank, selvom anledningen ofte har været rådgivning om boliglån eller anden rådgivning.

Konkurrencen om hvilende ordninger er ikke effektiv

Overordnet er der to situationer, hvor man som opsparer har mulighed for at flytte sit depot til et andet selskab. For det første kan indbetalingerne til en ordning være stoppet, uden at opspareren er gået på pension fx pga. ny pensionsleverandør enten ved jobskifte, eller hvis virksomheder og arbejdsmarkedets parter træffer beslutning herom. Hvis man ikke flytter depotet, siger man i disse tilfælde, at ordningen er hvilende. For det andet kan opspareren være gået på pension og således være i gang med bruge af sin opsparing (dvs. være i gang med nedsparingsdelen af ordningen).[25]

Der er i disse situationer en betydelig risiko for, at opsparerne ikke får taget aktivt stilling til, om prisen på en hvilende ordning er 'rimelig', og hvor deres depot skal placeres. Det skal bl.a. ses i lyset af, at pensionsmarkedet er komplekst, og at de fleste har begrænset erfaring med det. Kompleksitet kan ofte betyde, at man som forbruger vælger status quo. Det kan være medvirkende til, at en relativt stor del af pensionsordningerne er hvilende.

I 2017 var 43 pct. af det samlede antal pensionsopsparinger hvilende. En tredjedel af disse hvilende ordninger var såkaldte "klatpensioner" med et samlet depot på mindre end 25.000 kr. Der var næsten 7 mia. kr. på hvilende ordninger med depoter på under 25.000 kr., mens de hvilende ordninger med beløb over 25.000 kr. samlet udgjorde næsten 500 mia. kr.

Ofte vil det være en klar fordel for opspareren at flytte sit depot til det pensionsselskab, hvor indbetalingen foregår, især hvis depotet er lille, da administrationsgebyrerne kan være væsentligt større end forrentningen. I mange kommercielle selskaber overgår den enkelte opsparer desuden til individuelle vilkår, når indbetalingerne gennem arbejdsgiveren stopper. Det medfører typisk noget højere priser på både administration og evt. kapitalforvaltning, samt på forsikringsdækninger, hvis opspareren ønsker at videreføre dem.

Der kan være en række konkrete begrænsninger i mulighederne for at flytte hvilende ordninger. Bl.a. er der i nogle overenskomster visse betingelser, som skal være opfyldt, også hvis depotet flyttes til et nyt selskab. Det kan fx være krav om, at den nye ordning skal have tilknyttet børnepension[26]. Hvis det nye selskab ikke kan opfylde betingelserne i overenskomsten, kan depotet således ikke flyttes.

Der kan også være andre forsikringselementer i ordningen, som begrænser muligheden for at flytte depotet. Fx kan livrenter være svære at flytte, da der er et forsikringselement i ordningerne, som medfører, at selskaberne indfører restriktioner på flytninger for at undgå spekula-

[23] Beier Research: Tjänstepensionerne i det svenske pensionssystem.

[24] AMF (2016). Flyttrapport - Hur sker flyttar inom kollektivavtalad tjänstepension?

[25] I denne situation er det kun opsparere i de kommercielle selskaber, der har mulighed for at flytte sit depot til et andet selskab.

[26] En børnepension er en forsikringsdækning, hvor opsparerens børn får udbetalt et beløb i en årrække, hvis opspareren dør. Børnepension kan i visse kollektive ordninger også udbetales ved opsparerens alderspensionering eller invalidepensionering.

tion mod selskabet. Dette kan fx være tilfældet, når livrenten ikke har tilknyttet opsparingssikring[27]. En livrente vil som udgangspunkt ikke have opsparingssikring, når den er under udbetaling. I visse AMP-selskaber er der heller ikke opsparingssikring under opsparingsperioden.

Livsvarige livrenter udgør hovedparten (52 pct. i 2017[28]) af indbetalinger til pensionsordninger, bl.a. fordi der ikke er loft over, hvor stort et skattefradrag der kan opnås på indbetalinger til (livsvarige) livrenter.[29] Livrenter har særligt fordelagtige karakteristika, da de er en billig måde for den enkelte opsparer at skabe sikkerhed for en indkomst resten af livet.

Endelig kan der også være en række omkostninger ved at flytte sit depot. Ud over de direkte skifteomkostninger, som kan være af stor betydning, hvis opsparingen er forholdsvis lille, er der også en række mere indirekte omkostninger ved at flytte. Det gør sig især gældende for ældre gennemsnitsrenteprodukter med høje garantier. Som det primære vil opspareren således miste garantierne, hvis depotet flyttes.[30] Derudover kan selskabet have foretaget ekstra hensættelser for at kunne leve op til de garantier, de har givet til opsparerne. Selvom disse midler er hensat med henblik på at afdække den enkelte ordning, kan opspareren i de fleste tilfælde ikke tage disse midler med ved skift. Hertil kommer det kollektive bonuspotentiale, som opspareren i de fleste tilfælde heller ikke kan tage en andel af med ved skift. Mange opsparere med ældre ordninger har således ikke incitament til at skifte, uanset om prisen på ordningen eventuelt måtte være meget høj, da skiftet reelt ville medføre et betydeligt tab af midler.

Restriktionerne og omkostninger ved at flytte depoter betyder, at der kan sættes en høj pris på forvaltningen af midlerne, uden pensionsselskaberne mister kunder/depoter, og kan også have en afledt effekt på konkurrencen om *indbetalinger*. En virksomhed, som har mange ansatte med ældre garanterede ordninger, kan således være mindre tilbøjelig til at sende deres ordning i udbud, hvis de ved, at det vil være forbundet med store omkostninger/ulemper for de ældre ansatte at flytte deres depot til den nye leverandør.

Det vil understøtte en mere effektiv konkurrence, hvis opsparere med hvilende ordninger i højere grad får taget aktiv stilling til deres ordning, og at de får de rette forudsætninger for at vælge hvilket selskab, der skal administrere deres ordning. En vigtig forudsætning for, at opsparerne kan træffe de rigtige aktive valg, er samtidig, at det er nemt og ikke forbundet med store omkostninger at flytte ordningen, samt at det er muligt at sammenligne ordningen med konkurrerende produkter fra andre selskaber.

Anbefalinger målrettet hvilende ordninger fremgår af boks 1.5.

---

[27] Opsparingssikring er en forsikring, som medfører, at depotet kommer til udbetaling til de efterladte, hvis opspareren dør.

[28] Skat gennem Forsikring og Pension.

[29] Så længe, at der ikke indbetales et større beløb end hvad der er indeholdt i lønnen for arbejdsmarkedspensioner. For individuelle ordninger er der kun fradrag for 1/10 af indbetalingen i indbetalingsåret, mens de resterende 9/10 fordeles over de følgende 9 år. Der kan dog opnås fradragsret for hele årets indbetaling, såfremt der indgås aftale om at indbetale samme beløb i 10 år.

[30] Hvis opsparerens nye selskab tilbyder garantiprodukter, kan opspareren få garanteret ydelser på baggrund af det overførte depot. Denne garanterede ydelse vil dog i langt de fleste tilfælde være noget lavere end den garanterede ydelse, opspareren havde i det gamle selskab.

Boks 1.5
Anbefalinger målrettet hvilende ordninger

4. Mobiliteten på pensionsmarkedet – hvilende ordninger

4.1 Der skal arbejdes på at komme eksisterende klatpensioner til livs

Det anbefales, at eksisterende små hvilende ordninger uden tilknyttede rettigheder automatisk overføres til det selskab, hvor opspareren aktivt indbetaler til. Hvis opspareren derimod har tilknyttede rettigheder til pensionsordningen, fx garantier, skal opspareren have rådgivning af det modtagende selskab. De tilknyttede rettigheder skal opfylde et vist rimelighedskrav, før der er krav om rådgivning. Opspareren skal informeres, inden en klatpension er ved at blive flyttet, og det skal være let for opspareren at stoppe overførslen. I 2017 var der samlet set næsten 7 mia. kr. i klatpensioner. Værdien af disse klatpensioner risikerer at blive spist op af gebyrer.

4.2 Fremadrettet skal det fremgå af pensionskontrakter, at hvilende ordninger overføres som default

Det anbefales, at 'default' for hvilende ordninger ændres for fremtidige kontrakter. I stedet for, at hvilende ordninger forbliver i det eksisterende pensionsselskab, skal de fremadrettet automatisk overføres til det selskab, opspareren indbetaler til, med mindre opsparerne aktivt beslutter noget andet. Den automatiske overførsel skal ske senest halvandet år efter den seneste indbetaling til ordningen og skal gælde indtil fx 5 år før man går på pension. Hvis opspareren har tilknyttede rettigheder til pensionsordningen, skal opspareren have rådgivning af det modtagende selskab inden overførslen eventuelt sker. De tilknyttede rettigheder skal stå mål med de samlede omkostninger ved at fastholde den hvilende ordning før der skal være krav om rådgivning. Det skal være med til at sikre, at der ikke tilknyttes rettigheder til fremadrettede ordninger uden særlig værdi for opspareren, for at bremse den automatiske overførsel.

Vilkårene skal indarbejdes som en standard i nye pensionskontrakter, således at den gælder for disse ordninger når og hvis de på et tidspunkt bliver hvilende. Den automatiske overførsel skal ikke gælde hvis opspareren er tæt på pensionsalderen når ordningen bliver hvilende. Det er således ikke nødvendigvis til opsparerens fordel at flytte et (stort) depot over til en ny ordning tæt på pensionering. Anbefalingen vil formentlig kræve, at pensionsselskaberne i nytegnede pensionskontrakter indfører, at ordningen kan flyttes med passiv accept, når indbetalingen ophører, givet at opspareren har en ny ordning gennem ansættelsesforhold, hvor der indbetales til.

4.3 Der udvikles sammenligningsværktøj til hvilende ordninger

Det anbefales, at der udvikles et sammenligningsværktøj, som kan bruges til at informere om priser, tilknyttede rettigheder, afkast og risiko på de hvilende ordninger man har, samt de fordele og ulemper der er ved at flytte ordningen til et andet selskab. Sammenligningsværktøjet kan placeres som en del af PensionsInfo. Det er i den forbindelse et vigtigt hensyn at fastholde, at PensionsInfo skal være enkelt og tilgængeligt.

4.4 Det gøres muligt for det afgivende selskab at kontakte opsparere, der aktivt har besluttet at flytte deres depot

Det anbefales, at der skal være en stand-still periode fra opspareren har truffet en aktiv beslutning om at overføre et depot til den faktiske overførsel sker. I denne periode skal det være muligt for det afgivende selskab at henvende sig til opspareren med henblik på at fastholde opspareren. Henvendelsen skal tage udgangspunkt i alle relevante oplysninger for opspareren, således at opspareren får en reel mulighed for at vurdere hvilket selskab, der er mest attraktivt. Det skal kun være muligt for det afgivende selskab at stoppe overførslen, hvis opspareren aktivt har givet tilladelse hertil. Hvis opspareren ikke giver en sådan tilladelse, overføres depotet til det nye selskab efter stand-still perioden. Det er en betingelse, at det afgivende selskab overholder reglerne om uanmodede henvendelser i markedsførings- og forbrugeraftaleloven.

4.5 Der skabes mere fleksibilitet i kravene til ydelsessammensætning, når indbetalingerne stopper

Det anbefales, at arbejdsmarkedets parter gennemgår betingelserne i overenskomsterne for at sikre, at de ikke indeholder unødigt fastlåsende vilkår, og at der også indføre mere fleksibilitet i kravene til ydelsessammensætning. På den måde kan opsparerne lettere flytte deres hvilende ordninger, hvis de ønsker det. Det er samtidig et hensyn, at markedet for livrenter skal fungere effektivt. Det kan betyde, at kravene for så vidt angår livrenter må fastholdes, eller at der etableres bedre adgang til at flytte livrenteordninger mellem selskaber mod betaling/kompensation.

4.6 Gebyret ved overførsel af depoter gøres omkostningsbaseret

Det anbefales, at gebyret ved overførsel af depotet gøres omkostningsbaseret. Det medfører, at selskaberne ikke kan tage et højere gebyr for overførsel af depoter, end de omkostninger selskabet har ved overførslen. Desuden anbefales, at det fortsat er gebyrfrit at overføre små klatpensioner, sådan som det blev anbefalet af arbejdsgruppen om sikring af små hvilende pensioner i 2017.

4.7 Det sikres, at opsparere med ældre garantier får mulighed for at medtage flere midler ved skift, herunder en andel af de akkumulerede værdireguleringer og det kollektive bonuspotentiale

Det anbefales, at opsparere, som indgår i rentegrupper, hvor der ikke optages nye medlemmer, får mulighed for at få en andel af de akkumulerede værdireguleringer og en andel af det kollektive bonuspotentiale med ved skift til et andet selskab. Det er vigtigt, at de opsparere, der skifter væk fra en lukket rentegruppe, ikke opnår en gevinst på bekostning af de opsparere, der forbliver i den lukkede rentegruppe. Derfor skal det være muligt at fratrække et risikotillæg fra de akkumulerede værdireguleringer/det kollektive bonuspotentiale ved en flytning.

Anbefalingerne er gengivet i deres fulde længde i kapitel 10.

Når en opsparer er gået på pension, kan der stadig være restriktioner på flytning af ordningen

Når en opsparer går på pension og begynder at modtage udbetalinger fra ordningen, er opspareren ikke i samme grad bundet til ét bestemt selskab. Det skal ses i sammenhæng med, at tilknyttede forsikringsdækninger som tab-af-erhvervsevne og sundhedsforsikring typisk udløber ved overgang til pension. Derfor kan der i nedsparingsperioden være mere plads til, at pensionsselskaberne kan konkurrere om den enkeltes ordning. Samtidig vil interessen for pension naturligt være større for en person, som allerede er på pension, eller tæt på pensionsalderen, end for en person som netop er begyndt at spare op.

Der er fortsat nogle barrierer for mere effektiv konkurrence i nedsparingsperioden. I mange overenskomster er det således ikke muligt at flytte ordningen, selvom man er gået på pension og dermed er udtrådt af det ansættelsesforhold, som medførte indbetalingerne til ordningen i første omgang. I nogle tilfælde, fx når det handler om livrenter, kan det dog være velbegrundet som følge af risiko for spekulative flytninger.

Konkurrencen i nedsparingsperioden kan styrkes ved at stille opsparerne mere frit, når de påbegynder udbetalingen fra deres ordning. Det anbefales, at rate- og aldersopsparing kan flyttes til andre pensionsselskaber, efter man er gået på pension, jf. boks 1.6.

Boks 1.6
Anbefaling målrettet nedsparing

4. Mobiliteten på pensionsmarkedet – nedsparing

4.8 Der skabes mere frihed til at flytte ratepension og aldersopsparing efter overgang til pension

Det anbefales, at personer, som har sparet op gennem en ordning tegnet gennem et ansættelsesforhold, får mulighed for at flytte sin ratepension og aldersopsparing til et andet pensionsselskab, når personen er gået på pension. Når opspareren er gået på pension, er der ikke nødvendigvis længere på samme måde et tilhørsforhold til arbejdsgiveren eller overenskomstområdet. Samtidig udløber mange af de tilknyttede forsikringsdækninger, hvilket betyder, at det er lettere at åbne op for muligheden for at flytte ordningen.

Hvis der åbnes op for, at livrenter frit kan flyttes ved overgangen til pension er der risiko for, at opsparere kan spekulere i at flytte pensionsopsparingen til et selskab, hvor medlemmerne har en kortere forventet levetid. Det anbefales, at der nedsættes en arbejdsgruppe, som ser på, om det er muligt at åbne op for at livrenter kan flyttes uden at det giver anledning til den form for spekulation.

Anbefalingen er gengivet i dens fulde længde i kapitel 10.

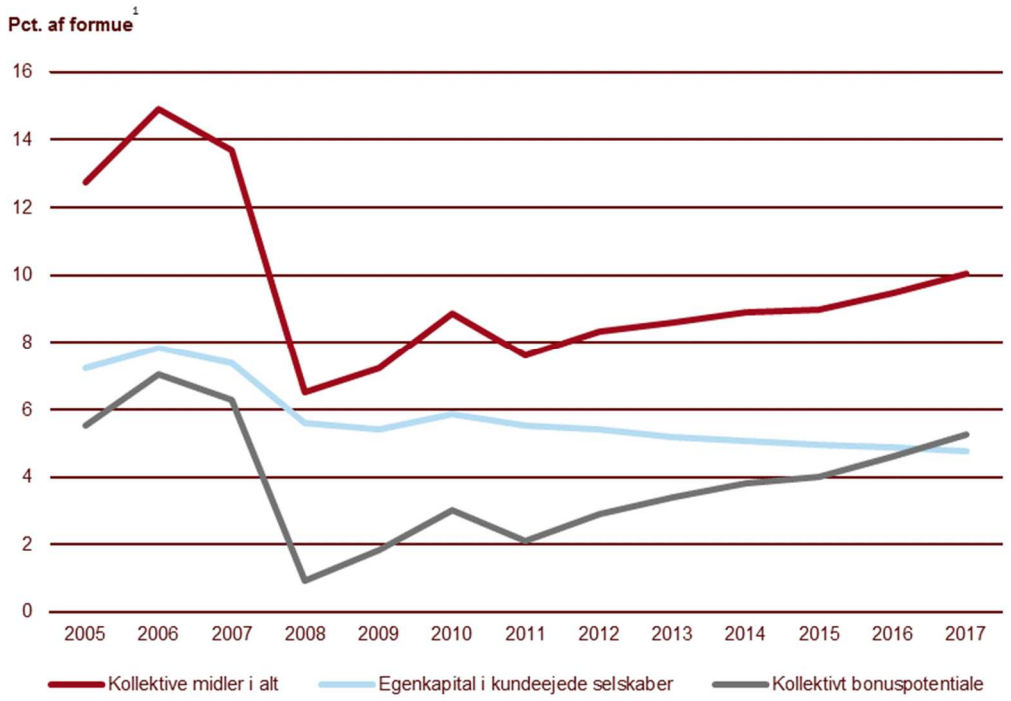
Kollektive midler er med til at begrænse konkurrencen på pensionsmarkedet
I pensionsselskaber tilhører[31] en del af kapitalen typisk en gruppe af opsparere i fællesskab. Det kan bl.a. være kollektivt bonuspotentiale i gennemsnitsrenteprodukter men også egenkapital i kundeejede selskaber. Den enkelte opsparer har som udgangspunkt ikke ret til at tage en del af de kollektive midler med, hvis kunden skifter til et andet selskab. Det betyder, at de kollektive midler kan have en fastlåsende effekt.

Hvis en opsparer skifter væk fra et selskab, vil der desuden være færre tilbage i det pågældende selskab til at deles om de kollektive midler. Det medfører også, at et selskab ikke vil miste så mange kunder, hvis de hæver prisen. Det kan også betyde, at de ikke driver selskabet så effektivt, som hvis alle midler var individuelle og kunne medtages ved skift. Kollektive midler kan således sænke mobiliteten og svække konkurrencen.

De kollektive midler som andel af den samlede formue er faldet fra ca. 13 pct. i 2005 til ca. 10 pct. i 2017. Faldet kan bl.a. tilskrives et skifte mod markedsrenteprodukter, samt at mange kundeejede selskaber i højere grad opbygger kapital knyttet til opspareren i stedet for egenkapital. Der er dog siden 2008 sket en løbende stigning i de kollektive midler, da selskaberne har genopbygget kollektivt bonuspotentiale efter finanskrisen.

[31] Teknisk set ejes disse midler typisk af selskabet, men midlerne er i sidste ende til stede for at komme opsparerne til gavn.

Figur 1.7 **Kollektive midler som pct. af samlet formue**



Note: Formuen er opgjort som samlede hensættelser.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra Finanstilsynet.

Det er i et vist omfang reguleret, hvor store kollektive puljer pensionsselskaberne må opbygge. Denne regulering er baseret på et hensyn om en "rimelig" fordeling mellem de enkelte opsparere. Kravet om rimelighed medfører, ud over en begrænsning af de kollektive midler, at opsparernes midler, både kollektive og individuelle, som udgangspunkt ikke må bruges til at tiltrække nye kunder med fx særlige rabatter. Derfor kan kravet om rimelighed også fungere som en begrænsning for konkurrencen særligt for kundeejede selskaber.

Et øget fokus på at individualisere pensionsmidler ville kunne øge det konkurrencetryk, som efterspørgselssiden kan lægge på pensionsselskaberne, jf. boks 1.7.

Boks 1.7
Anbefaling målrettet kollektive midler

4. Mobiliteten på pensionsmarkedet – kollektive midler

4.9 Det sikres at opsparere får en større andel af den kollektive kapital med, hvis depotet flyttes til et andet pensionsselskab

Det anbefales, at opsparerne kan få en større del af den kollektive kapital med, hvis depotet flyttes til et andet pensionsselskab. Anbefalingen retter sig både mod det kollektive bonuspotentiale i gennemsnitsrenteprodukter samt egenkapitalen i kundeejede selskaber. Som et alternativ til egenkapital kan selskaberne benytte individuelle særlige bonushensættelser, som på lige fod med egenkapitalen tæller med i selskabernes solvensgrundlag. Således kan selskaberne i højere grad end i dag individualisere egenkapitalen, uden at dette svækker selskabets solvensgrundlag. Hvis opsparerne kan få en større andel af den kollektive kapital med ved skift, kan det øge det konkurrencetryk, som efterspørgselssiden kan lægge på pensionsselskaberne. Hvis det bliver muligt at medtage en større del af det kollektive bonuspotentiale skal det overvejes, hvordan det undgås, at opsparere kan spekulere i at skifte ind i et selskab alene for at få del i den kollektive kapital i selskabet. Det kan fx sikres ved, at opsparerne ved indtrædelse i ordninger med kollektiv kapital skal betale en pris for at træde ind. Dermed erstattes det såkaldte "nøgen-ind-nøgen-ud" princip med et "noget-ind-noget-ud" princip i disse tilfælde.

Anbefalingen er gengivet i dens fulde længde i kapitel 10.

1.6 Pensionsforhold er svære at gennemskue

Et marked, hvor kunderne aktivt søger mod det bedste og billigste produkt, er en vigtig forudsætning for velfungerende konkurrence.

Selvom mange beslutninger for opspareren er uddelegeret og professionaliseret, er det fortsat svært at være beslutningstager på pensionsmarkedet. Således angiver knap 60 pct. af de adspurgte virksomheder i en spørgeskemaundersøgelse gennemført i forbindelse med denne analyse, at det er svært at sammenligne firmaordningens forsikringer og omkostninger med andre pensionsordninger. Samtidig angiver en tredjedel af de adspurgte fagforbund, at det er svært at sammenligne forskellige udbydere.

Det kan samtidig være vanskeligt for fx virksomheder og arbejdsmarkedets parter at afdække opsparernes præcise præferencer og uddrage konsekvenserne heraf for de beslutninger, der skal træffes. Det skyldes ikke mindst, at pensionsområdet er vanskeligt at navigere i for mange mennesker, bl.a. fordi det kræver finansiel indsigt og vanskelige afvejninger af risici og forbrugsbehov nu og i fremtiden. Samtidig er pensionsreglerne, herunder samspillet med diverse skattebegunstigede ordninger, overordentligt kompliceret, og det er i stigende grad opsparerne selv, som bærer den risiko, som selskaberne vælger at tage i deres investeringer m.v. Det er derfor vigtigt at overveje, hvordan hensynet til opsparerne kan blive bedre repræsenteret, når der træffes beslutninger, både i virksomheder, fagforbund, arbejdsgiverorganisationer og pensionsselskaber.

Risiko for overforsikring og dobbeltforsikring
Pensionsordninger indeholder som nævnt typisk en række tilknyttede forsikringer. Mange opsparere har dog ikke overblik over, hvilke forsikringer der er knyttet til deres pensionsordning. Det kan bl.a. være et resultat af, at beslutningen om sammensætningen af ordningen ikke er foretaget af opspareren selv.

Det manglende overblik over forsikringsdækninger kan medføre, at den enkelte ikke får benyttet forsikringer, når det er relevant. Samtidig opstår der en risiko for overforsikring, hvor den samme opsparer fx er dækket to forskellige steder (fx gennem sin pensionsordning og

gennem en privat forsikring i et skadeforsikringsselskab), eller hvor der købes forsikringer, som opsparerne reelt ikke har noget behov for.

Ikke noget tegn på at nogle pensionsselskaber systematisk slår markedet
Det er naturligt at ville vælge det pensionsselskab, som giver det bedste nettoafkast. Det er imidlertid særdeles vanskeligt og måske umuligt med nogen sikkerhed at udpege selskaber, der er i stand til at levere et signifikant højere afkast end markedet i en længere periode. Det billede understøttes af analyserne i kapitel 4. De fleste internationale studier peger tilsvarende på, at aktivt forvaltede investeringsfonde ikke synes at generere et højere nettoafkast end mere passivt forvaltede investeringsfonde. Det afspejler, at aktiv forvaltning er forbundet med større omkostninger end de mere passive strategier. Høje omkostninger som ikke ledsages af et større afkast (fx som følge af ineffektivitet) kan have markant betydning for rådighedsbeløbet som pensionist.

En vurdering af et pensionsselskab kræver derfor en helhedsvurdering, herunder med særligt fokus på omkostningerne, priserne på administration og kapitalforvaltning, omkostning ved hvilende ordninger, serviceniveau i form af fx rådgivning og mulighed for individuel tilpasning af produkter m.v. Det er bl.a. på den baggrund, at det anbefales, at der skal gennemføres regelmæssige, uafhængige evalueringer og benchmarking af samtlige pensionsselskaber, som forvalter pensionsordninger i søjle II. Disse pensioner er netop kendetegnet ved, at indbetalingerne er obligatoriske, og at man derfor ikke kan hæve sit depot, hvis man bliver utilfreds.

Retvisende og rettidig informationer kan styrke konkurrencen på pensionsmarkedet
Det er vigtigt, at alle informationer omkring pensionsselskaberne og deres produkter er så retvisende som muligt, og at de samtidig præsenteres på den rigtige måde og på de rigtige tidspunkter, så de kan anvendes i beslutningsprocesserne.

Den pris, som den enkelte opsparer betaler for at få administreret og investeret sin opsparing, har stor indflydelse på, hvor store pensionsudbetalingerne bliver i sidste ende. Samtidig er der en tydelig tendens til, at de selskaber der er billigst i ét år, typisk også er de billigste det næste år. Derfor er prisen og dens komponenter også en vigtigt parameter, når der skal vælges pensionsselskab.

Det bedste bud på en samlet pris på en pensionsordning er de ÅOK- og ÅOP-tal, som hver opsparer får præsenteret for det foregående år i henhold til Forsikring og Pensions brancheinitiativ på området. De personlige ÅOK- og ÅOP-tal kan være med til at give den enkelte opsparer overblik over, hvad pensionsordningen koster.

Det kan dog være problematisk, at en stor del af investeringsomkostningerne opgøres vha. standardsatser, som ikke afspejler de reelle omkostninger i det enkelte selskab. For mange aktivklasser kan det være besværligt at opgøre præcise omkostningssatser. Pensionsselskaberne har derfor tilladelse til at benytte standardsatser til at opgøre investeringsomkostningerne for visse aktivklasser. Disse tal opfanger selv sagt ikke de forskelle i investeringsomkostningerne, som der kan være mellem selskaber.

Det er vigtigt, at ÅOP og ÅOK opgøres så retvisende som muligt, og at opgørelserne er troværdige. Samtidig skal alle informationer om selskabernes performance så vidt muligt kunne bruges til at foretage meningsfulde sammenligninger på tværs af selskaber. Endelig kan informationer omkring performance til den enkelte opsparer styrkes. Et oplagt sted at præsentere informationer for den enkelte er PensionsInfo, hvor mange andre informationer omkring den enkeltes pensionsforhold allerede er samlet. Anbefalinger målrettet en mere retvisende og rettidig information fremgår af boks 1.8.

Boks 1.8
Anbefalinger målrettet mere retvisende og rettidig information

5. Retvisende og rettidig information

5.1 Branchen afskaffer løbende muligheden for at bruge standardsatser for visse aktivklasser i beregningen af ÅOP og ÅOK

Det anbefales, at branchen fortsætter indsatsen med at reducere anvendelsen af standardsatser i opgørelsen af investeringsomkostninger for de forskellige aktivklasser. Det vil øge gennemsigtigheden og mindske incitamentet til at flytte en større del af prisen over på forvaltnings/investeringssiden. I dag, hvor selskaberne for mange aktivklasser kan bruge standardsatser, får opsparerne ikke oplyst den reelle pris for forvaltning af deres opsparing. Det kan være med til at bidrage til den skæve prissætning af hhv. forsikring og kapitalforvaltning i de kommercielle selskaber.

5.2 Det gøres muligt for opspareren at se prognoseberegninger baseret på både standardiserede og faktiske investeringsomkostninger

Det anbefales, at selskaberne i deres prognoseberegninger som default bruger de standardiserede priser på kapitalforvaltning/investering. Det svarer til de principper, som anvendes i dag. Det er imidlertid et selvstændigt hensyn at synliggøre den mulige betydning af priserne på kapitalforvaltning i prognoserne. Derfor anbefales, at det også bliver muligt at se et prognoseforløb, hvor der anvendes faktiske priser for kapitalforvaltning/investering, som betales af opsparere i selskabet i stedet for de standardiserede investeringsomkostninger.

5.3 Der udarbejdes supplerende personlige nøgletal til anskueliggørelse af omkostninger

Det anbefales, at der udarbejdes supplerende personlige nøgletal som kan anskueliggøre konsekvenserne af høje omkostninger. De supplerende nøgletal skal anvendes, hvor det er relevant som forbrugeroplysning, fx på PensionsInfo og evt. på opsparerens brugerside på pensionsselskabets hjemmeside. Derudover kan det med fordel overvejes, om de nye nøgletal også kan bruges for pengeinstitutternes opsparingsprodukter.

Konkret kan man anvende de nøgletal, som en arbejdsgruppe under Penge- og Pensionspanelet foreslog i en rapport fra januar 2016. Arbejdsgruppen foreslog således to nøgletal, som angiver et skøn for effekten af investeringsomkostningerne på hhv. det livslange forbrug og tilbagetrækningsalderen.

5.4 PensionsInfo udbygges med mere fokus på selskabernes performance

Det anbefales, at PensionsInfo udbygges, så det bliver lettere for den enkelte opsparer at vurdere, om det pensionsselskab, der administrerer opsparerens pension, performer godt. Udbygningen af PensionsInfo indebærer, at opspareren skal kunne se personlige nøgletal for pensionsselskabets performance. Det kan fx omfatte omkostninger, afkast, risiko og produktvilkår. Sigtet er, at opspareren hurtigt kan skabe sig et overblik over, hvad prisen er på deres egen pensionsordning, og hvad en lignende ordning koster hos andre selskaber på markedet.

Det anbefales også, at det bliver muligt for opspareren at se personlige nøgletal for evt. hvilende ordninger. Det kan styrke opsparerens mulighed for at vurdere, om den hvilende ordning med fordel kan flyttes. Endelig kan det overvejes, om PensionsInfo kan udvikles, så det bliver muligt - med få tryk – at flytte (eller igangsætte en flytning af) den hvilende ordning til andet institut, hvis opspareren ønsker det.

Anbefalingerne er gengivet i deres fulde længde i kapitel 10.

Kapitel 2
Markedsbeskrivelse

2.1 Sammenfatning

Det danske pensionssystem består af en lang række forskellige ordninger, som alle skal være med til at sikre danske borgere en indkomst ved udtrædelse af arbejdsmarkedet samt risikodækning ved fx sygdom og død. Pensionssystemet omfatter både lovpligtige ordninger samt andre ordninger i form af arbejdsmarkedspensioner, firmapensioner og individuelt tegnede pensioner.

Det danske pensionssystem har gennemgået en lang række ændringer i de seneste 30 år. I slutningen af 80'erne var de færreste danskere dækket af en pensionsordning gennem deres arbejdsgiver. Med fælleserklæringen i 1987 blev det aftalt, at arbejdsmarkedets parter skulle tilføje pensionsindbetalinger til overenskomstvilkårene. Op igennem 90'erne blev arbejdsmarkedspensionerne kraftigt udbygget, og i dag er hovedparten af danske borgere i større eller mindre omfang dækket af en arbejdsgiveradministreret pension.

Forinden fælleserklæringen var pensionsmarkedet relativt småt. Efter den brede indførelse af opsparingsbaserede pensioner er markedet vokset kraftigt. Således udgjorde den samlede pensionsformue, som er administreret af pensionsselskaber i 2017 ca. 2.500 mia. kr.[32], hvilket svarer til ca. 116 pct. af Danmarks BNP. Hertil kommer en pensionsformue på ca. 400 mia. kr., der er administreret af pengeinstitutterne. Den store pensionsformue er med til at sikre, at de fleste pensionister kan opretholde en levestandard, som ikke afviger betydeligt fra levestandarden i den arbejdsdygtige alder.

En stor del af pensionsformuen er reelt udskudt skat, da hovedparten af pensionsformuerne er placeret på fradragsberettigede ordninger, hvor indbetalingerne kan fratrækkes i skat, mens udbetalingen af ordningen er skattepligtig og modregnes i offentlige ydelser. Det betyder også, at en effektiv administration af pensionsformuen ikke kun har betydning for den enkelte opsparer, men også for skatteindtægterne til staten. Hvis det antages, at 50 pct. af pensionsformuen i pensionsselskaberne er udsat skat (og modregning), vil en reduktion i den årlige pris fra 0,9 til 0,8 pct. af formuen ved given indbetaling medføre en samlet årlig besparelse på 2,5 mia. kr. som forrentes over tid. Heraf vil ca. 1,25 mia. kr. være ekstra skatteindtægt og 1,25 mia. kr. vil være direkte besparelse for opsparerne.

Bidragene til pension bliver i Danmark primært indbetalt til pensionsselskaber, som står for administration af ordningerne og investering af bidragene. Hovedparten af pensionsbidragene foretages gennem pensionsordninger, som er oprettet igennem et ansættelsesforhold, hvor arbejdsgiveren betaler en del af medarbejderens bruttoløn i form af et pensionsbidrag.

[32] Finanstilsynet. Formue er opgjort som pensionsselskabernes samlede hensættelser til forsikrings- og pensionskontrakter. Formuen er således ekskl. Pengeinstitutter, ATP og LD.

Ved pensioner oprettet igennem et ansættelsesforhold er det ikke den enkelte medarbejder/slutkunde, som foretager valget af pensionsselskab og den overordnede sammensætning af ordningen. Hvis medarbejderen er ansat gennem overenskomst, så er valget af selskab og sammensætning af ordningen oftest foretaget af arbejdsmarkedets parter.[33] Hvis medarbejderen er ansat uden for overenskomst, vil valget af pensionsselskab og sammensætning af ordningen være foretaget af arbejdsgiveren. Den enkelte medarbejder har begrænsede valgmuligheder, fx for at indbetale ekstra med fradrag indtil en vis grænse, tilkøbe ekstra forsikringsdækninger eller mulighed for at vælge mellem visse pensionsprodukter.

Den uddelegerede beslutningskompetence for pensioner gennem ansættelsesforhold skal bl.a. ses i lyset af, at pensionsforhold kan være meget svære at gennemskue for den enkelte. Pension omhandler beslutninger, som normalt først får effekt langt ude i fremtiden. Samtidig er pensionsprodukter generelt komplicerede og har en række tilknyttede forsikringsydelser. Hertil kommer offentlige regler om beskatning, modregning og ændringer i tilbagetrækningsalder, som gør det svært for den enkelte at gennemskue og planlægge sin pension.

I forbindelse med de tidligere pensionsordninger, tilbød pensionsselskaberne kun gennemsnitsrenteprodukter med garantier om en minimumsudbetaling, som den enkelte opsparer kunne forvente. I løbet af de seneste 10-15 år er der dog sket et skift mod ugaranterede gennemsnitsrente- og markedsrenteprodukter, som normalt vil have et større forventet afkast end et garanteret produkt, men hvor den enkelte samtidig påtager sig en større risiko. Som følge af beskatningsreglerne og reglerne for modregning, vil staten dog bære en del af denne forøgede risiko.

Ved indgåelse af fælleserklæringen og den efterfølgende udbygning af det opsparingsbaserede pensionssystem blev der oprettet en lang række pensionsselskaber. Der er siden sket en løbende konsolidering i branchen, hvor mange selskaber er fusioneret eller gået sammen i administrationsfællesskaber.

Markedsbeskrivelsen i dette kapitel beskriver de overordnede forhold ved det danske pensionssystem. Der er i beskrivelsen især lagt vægt på forhold, som har betydning for konkurrencen og opsparerne på pensionsmarkedet. Mange forhold omkring det offentlige pensionssystem har også indflydelse på markedet, men behandles kun mere overordnet.

2.2 Det danske pensionssystem

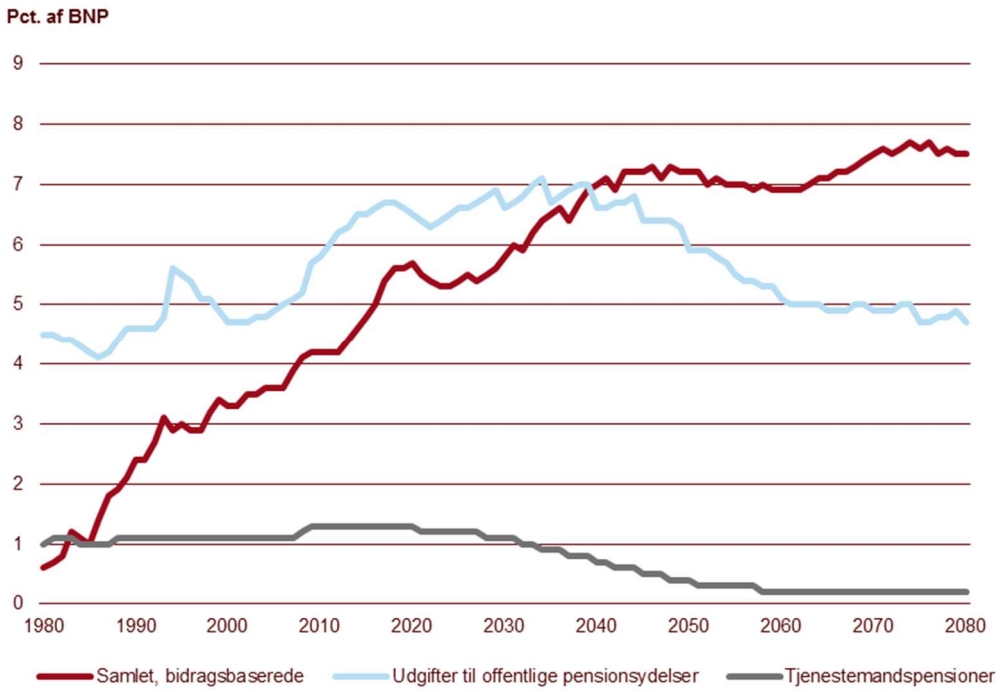
Det danske pensionssystem er kendetegnet ved et tæt samspil mellem offentlige, arbejdsgivertegnede og individuelt tegnede pensioner. I forbindelse med fælleserklæringen fra 1987 besluttede regeringen sammen med arbejdsmarkedets parter på LO-området at udbygge arbejdsmarkedspensionerne ved at arbejde mod obligatoriske pensionsbidrag i overenskomster. Siden slutningen af 80'erne er danskernes pensionsformue steget markant. Stigningen skyldes især stigende indbetalinger til arbejdsmarkedspensionerne. Pensionssystemet er således inde i en betydelig og langvarig udvikling, som overordnet set flytter vægten fra skattefinansierede offentlige pensionsydelser over mod pensionsordninger, som er baseret på privat opsparing.

Udbetalinger fra de offentlige ordninger, herunder folkepensionen, udgør fortsat hovedparten af danske pensionisters indkomst. I takt med, at pensionsformuerne vokser, og flere går på

[33] For visse overenskomster på det private arbejdsmarked er det muligt for den enkelte arbejdsgiver under visse vilkår, at placere ordningen i et andet selskab end det i overenskomsten specificerede selskab.

pension efter at have sparet op gennem hele arbejdslivet, vil bidragsbaserede arbejdsmarkedspensioner dog fylde stadigt mere. Ifølge fremskrivninger fra Finansministeriet vil udbetalinger fra bidragsbaserede ordninger overstige udbetalinger fra det offentlige i omkring 2040, jf. figur 2.1.

Figur 2.1 **Fremskrivning af udbetalinger fra forskellige typer af pensionsordninger**

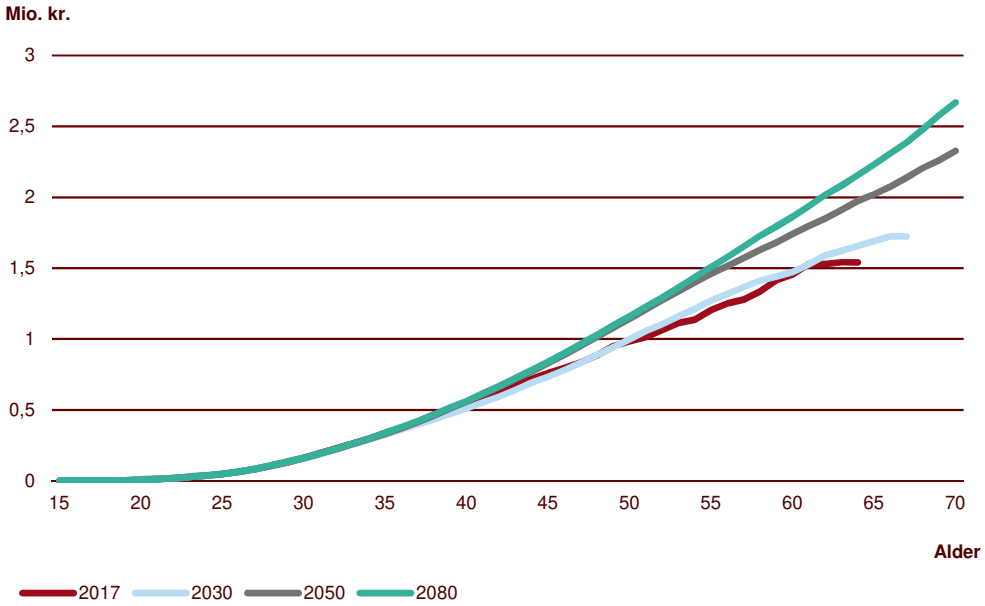


Note: De offentlige udgifter til pension indeholder folkepension og boligydelse.

Kilde: Finansministeriet: "Det danske pensionssystem nu og i fremtiden".

Den gennemsnitlige (og samlede) pensionsformue forventes samtidig også at vokse i fremtiden. Fx er den gennemsnitlige pensionsformue for en 60-årig i 2017 på ca. 1,5 mio. kr. Dette forventes at vokse til ca. 1,9 mio. kr. i år 2080, jf. figur 2.2.

Figur 2.2 **Fremskrivning af gennemsnitlig pensionsformue opdelt på alder (2017-niveau)**



Note: Pensionsformuen er opgjort på baggrund af værdien af ratepensioner, livrenter samt kapitaliseret værdi af ATP-tilsagn og tjenestemandsrettigheder.

Kilde: Finansministeriet "Det danske pensionssystem nu og i fremtiden".

Det danske pensionssystem fremhæves ofte som et af verdens bedste. Bl.a. har konsulentvirksomheden Mercer kåret det danske pensionssystem til verdens bedste hvert år fra 2012-2017 og verdens næstbedste i 2018, kun overgået af Nederlandene. Mercer bedømmer pensionssystemer på tre overordnede parametre – tilstrækkelighed, holdbarhed og integritet. Danmark scorer især højt på holdbarhed, men ligger også højt på de andre parametre.[34]

Den positive bedømmelse skyldes ikke mindst de meget store obligatoriske arbejdsgiverordninger. Da langt de fleste arbejdsgivere har pensionsordninger, som er obligatoriske for den enkelte medarbejder, sikres det, at langt de fleste lønmodtagere indbetaler til en pensionsordning. Pensioner tegnet gennem ansættelsesforhold, kombineret med folkepensionen, sikrer, at de fleste pensionister kan opretholde en forholdsvis høj levestandard ved pensionering.

Der er generelt store nationale forskelle i indretningen af pensionssystemerne. I mange lande er der tvivl omkring den langsigtede holdbarhed af pensionssystemerne. Det kan skyldes, at skattefinansierede offentlige pensioner udgør en meget stor andel af pensionisternes indkomst. Samtidig er mange arbejdsgiveradministrerede pensionsordninger i udlandet underfi-

[34] Australian Centre for Financial Studies/Mercer (2018). Melbourne Mercer Global Pension Index 2018.

nansierede, hvilket kan skabe tvivl om, hvorvidt de nuværende ansatte kan forvente at modtage deres lovede pensioner. I boks 2.1 er det uddybet, hvordan forskellige pensionsordninger i et pensionssystem kan klassificeres.

Boks 2.1
Klassificering af pensionsordninger

Pensionsordninger kan opbygges på vidt forskellige måder. Overordnet kan man opdele pensionsordninger efter, hvorvidt de er bidragsbaserede eller ydelsesdefinerede, samt hvorvidt de er finansierede eller ikke-finansierede.

Ved bidragsdefinerede pensioner indbetaler den enkelte løbende til pensionen. Når opspareren går på pension, vil pensionsudbetalingens størrelse afhænge af, hvor store indbetalinger der er foretaget og af den efterfølgende forrentning og beskatning m.v. Danske arbejdsmarkedspensioner er i overvejende grad bidragsbaserede.

Ved ydelsesdefinerede pensioner afhænger den enkeltes pensionsudbetaling ikke af løbende indbetalinger. I stedet vil udbetalingen afhænge af andre faktorer. Fx kan pensionsudbetalingen være en procent af slutlønnen. Der skal være en garant bag ydelsesdefinerede pensioner, som er forpligtet til at finansiere udbetalingerne. Tjenestemandspensioner er ydelsesdefinerede, da udbetalingen afhænger af slutløn og antal år som tjenestemand.

Finansierede pensioner er pensioner, hvor der løbende lægges penge til side for at kunne leve op til et bedste skøn på de fremtidige pensionsforpligtigelser. Finansierede pensioner kan være delvist finansierede, hvilket betyder, at der kun er lagt en del af de nødvendige midler til side. Bidragsbaserede pensioner vil typisk være fuldt finansierede, da bidragene netop finansierer pensionen.

Ikke-finansierede pensioner er pensioner, hvor der ikke lægges midler til side for at leve op til de fremtidige pensionsforpligtigelser. Det betyder, at parten, som er ansvarlig for udbetalingerne (fx stat eller arbejdsgiver), løbende skal foretage udbetalingerne til pensionen fra budgettet. Ikke-finansierede pensioner kaldes også ofte for pay-as-you-go.

Da hovedparten af private pensioner i Danmark er bidragsbaserede og fuldt finansierede, sikres det, at systemet er holdbart på lang sigt. Risikoen for fx længere levetider eller lavere renter, som generelt vil gøre pensionsforpligtigelser dyrere, ligger i høj grad på private borgere og/eller pensionsselskaber og ikke på virksomhederne. Samtidig er pensionsindbetalingerne gennem arbejdsgiver typisk forholdsvist høje samt obligatoriske for den enkelte medarbejder, hvilket mindsker pensionisters afhængighed af folkepensionen. Da folkepensionen er skattefinansieret og den andel af befolkningen, som er pensionister, er voksende ville et fravær af pensioner gennem ansættelsesforhold kunne skabe udfordringer med pensionssystemets langsigtede holdbarhed.

2.3 De tre søjler i pensionssystemet

Det danske pensionssystem består af en række forskellige ordninger, som alle har forskellig opbygning og formål. Overordnet kan det danske pensionssystem opdeles i tre søjler.

- Søjle 1: Lovbestemte pensioner
- Søjle 2: Pensioner gennem ansættelsesforhold
- Søjle 3: Individuelle pensioner.

De lovbestemte pensioner i søjle 1 er pensionsordninger, som er obligatoriske for alle (eller en gruppe) borgere. Søjle 1 omfatter folkepensionen, ATP og LD samt en række andre offentlige

ydelser, som udbetales til pensionister.[35] Søjle 1 har primært til formål at sikre, at alle pensionister kan opretholde en vis levestandard, og at pensionister ikke skal leve i fattigdom.

Pensionsordninger gennem ansættelsesforhold i søjle 2 er tegnet igennem en arbejdsgiver og dækker derfor kun lønmodtagere. Den præcise sammensætning af ordningen vil afhænge af det individuelle ansættelsesforhold. Pensioner gennem ansættelsesforhold kan opdeles i arbejdsmarkedspensioner, som er tegnet gennem overenskomst, firmapensioner som er tegnet af et enkelt firma og tjenestemandspensioner. Søjle 2 har til formål at sikre, at pensionister kan opretholde en levestandard, som ikke afviger markant fra deres levestandard igennem arbejdslivet.

De individuelle pensioner i søjle 3 omfatter fuldt frivillige bidrag til pension, som kan foretages af den enkelte borger efter behov. Pensionsordningerne i søjle 3 er således et supplement til den pension, som borgerne har gennem deres ansættelsesforhold, eller et alternativ for personer, som ikke er omfattet af en pension gennem ansættelsesforhold.

Som alternativ til indbetaling til pensionsordninger kan opsparing til alderdommen også foregå gennem andre kanaler, jf. boks 2.2. Skattebegunstiget pensionsopsparing adskiller sig fra andre opsparingsformer ved at være reguleret via pensionsbeskatningsloven samt pensionsafkastbeskatningsloven.

Boks 2.2
Andre opsparingsformer end pensionsordninger

Pensionsordninger er kun én af mange mulige opsparingsformer til udtrædelse fra arbejdsmarkedet. Mange borgere har foruden pensionsopsparinger ligeledes opsparing i fast ejendom samt opsparing i frie midler i form af bankopsparinger og investering i aktier og obligationer.

For boligejere, der har opsparet friværdi i boligen, kan denne udgøre et betydeligt supplement til pensionsopsparingen ved pensionering. Den samlede friværdi udgjorde i 2017 ca. 1.400 mia. kr. svarende til ca. halvdelen af den samlede pensionsformue. Som pensionist vil det typisk være muligt at udnytte en del af friværdien til forbrug.

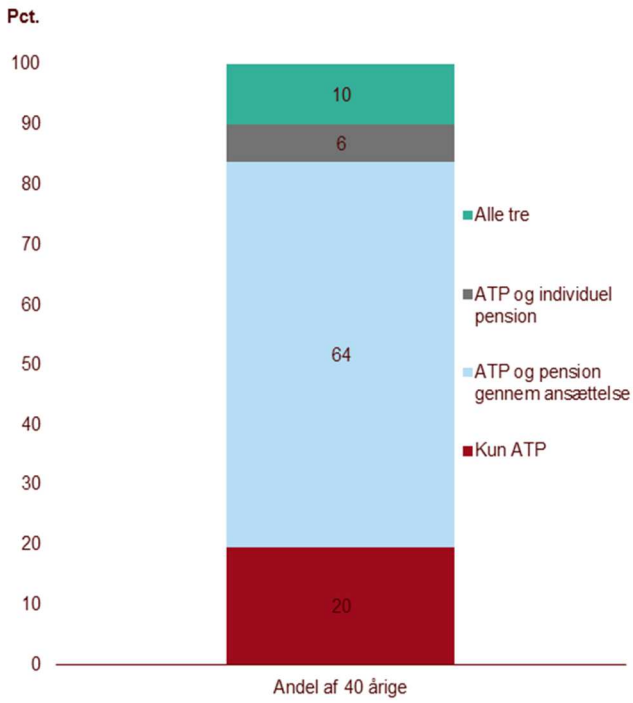
Foruden opsparing i fast ejendom vil mange pensionister have en vis opsparing i andre midler. Dette kan være indestående på bankkonti og/eller investering i diverse aktiver som aktier og obligationer. Afkastet af frie midler beskattes som udgangspunkt hårdere end afkastet på pensionsordninger. Det gælder almindeligvis også, når der tages hensyn til, at udbetalinger fra fradragsberettigede pensionsordninger modregnes i folkepensionen. I januar 2019 blev det muligt at sætte op til 50.000 kr. på en aktiesparekonto, som kan investeres i børsnoterede aktier eller aktiefonde. Skatten på afkast på aktiesparekontoen er på 17 pct. og opgøres ved årets udgang efter lagerbeskatningsprincippet. Dette skal ses i forhold til en normal aktiebeskatning, hvor afkastet beskattes med 27 pct. ved årligt salg for under 55.300 (i 2020).

Med udbygningen af pensionsordninger gennem ansættelsesforhold udgør pensioner i søjle 2 efterhånden en central del af pensionssystemet. Hovedparten af danskerne vil således når de går på pension modtage en udbetaling fra en pensionsordning, som er blevet oprettet gennem en eller flere arbejdsgivere. I 2015 havde 74 pct. af de 40-årige og 82 pct. af de 55-årige en pensionsformue gennem ansættelsesforhold på mindst 100.000 kr. Det er langt færre danskere, som har en betydelig individuel opsparing i søjle 3. I 2015 var det således kun 16 pct. af de 40-årige og 33 pct. af de 55-årige, som havde en samlet pensionsformue på individuelle ordninger på mindst 100.000. kr., jf. figur 2.3.

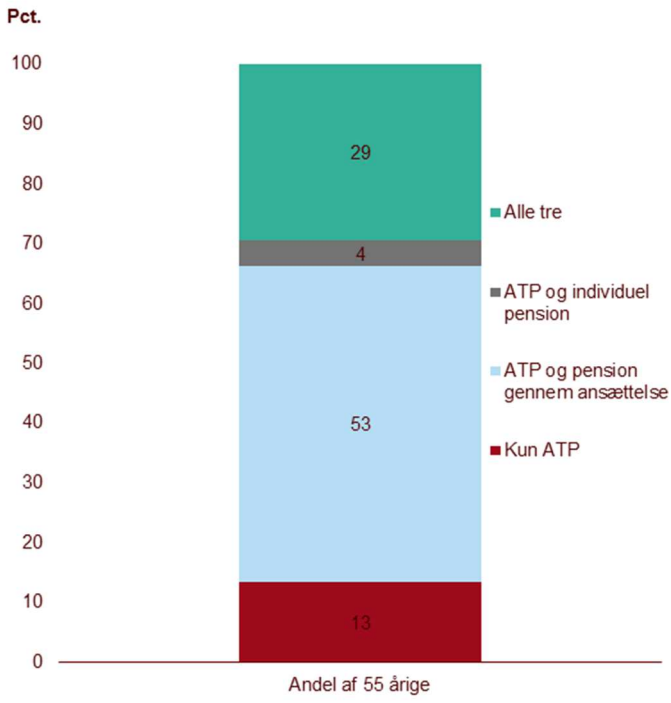
[35] Fx ældrecheck, boligydelse og varmetillæg.

Figur 2.3 **Fordeling af pensionsopsparing for forskellige aldersgrupper (2015)**

(a) 40-årige



(b) 55-årige



Note: Der er kun medtaget opsparinger på over 100.000 kr. Det vil sige, at hvis en person har en individuel pension på 150.000 kr. og en pension gennem ansættelsesforhold på 50.000 kr., placere personen i kategorien "ATP og individuel pension"

Kilde: Egne beregninger foretaget på baggrund af data fra Danmarks Statistiks forskerdatabase.

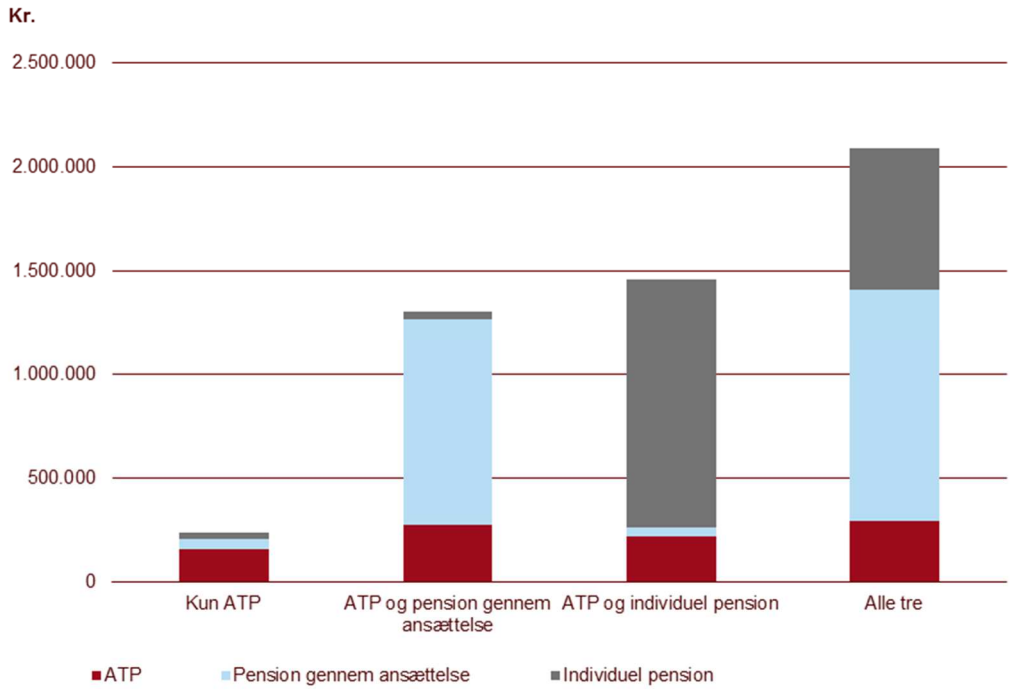
Der er fortsat en gruppe af borgere, som ikke har en pensionsopsparing af betydning. Således havde 20 pct. af de 40-årige og 13 pct. af de 55-årige i 2015 kun en opsparing gennem ATP, jf. figur 2.3.[36] Derudover har en række personer en lille pensionsformue ud over ATP, som ikke vil udgøre et betydeligt supplement til offentlige pensioner. Gruppen af personer, som har en meget lav personlig pensionsopsparing, betegnes ofte som "restgruppen".[37]

[36] Personer med en samlet pensionsopsparing gennem ansættelsesforhold og samlet individuel pensionsopsparing på mindre end 100.000 kr. er medtaget i tallet.

[37] Restgruppeproblematikken er bl.a. blevet behandlet i Finansministeriets rapport "Det danske pensionssystem nu og i fremtiden" (2017), hvor det anslås, at 33 pct. af personer mellem 25 og 59 år i løbet af de seneste fem år ikke har foretaget indbetalinger til pension, som set over et helt livsforløb ikke vil give anledning til udbetalinger, som medfører, at pensionisten overstiger indkomstgrænsen for at modtage ældrecheck.

For den enkelte vil pensionsopsparinger ofte udgøre en væsentlig del af den samlede personlige formue, som også kan omfatte friværdi i egen bolig og fri opsparing. Således var den gennemsnitlige pensionsformue for en 55-årig ca. 1,4 mio. kr. i 2015.[38] Der er dog en vis spredning. Især i gruppen af personer, som ikke har en pension gennem ansættelsesforhold, er der mange, som har en forholdsvis lille pensionsopsparing, selvom de er tæt på pensionsalderen. Dette kan bl.a. ses ved median-pensionsformuen for personer, som kun har ATP og individuel pension er på 0,8 mio. kr.[39]

Figur 2.4 **Gennemsnitlig formue blandt 55-årige fordelt på typer af opsparing**



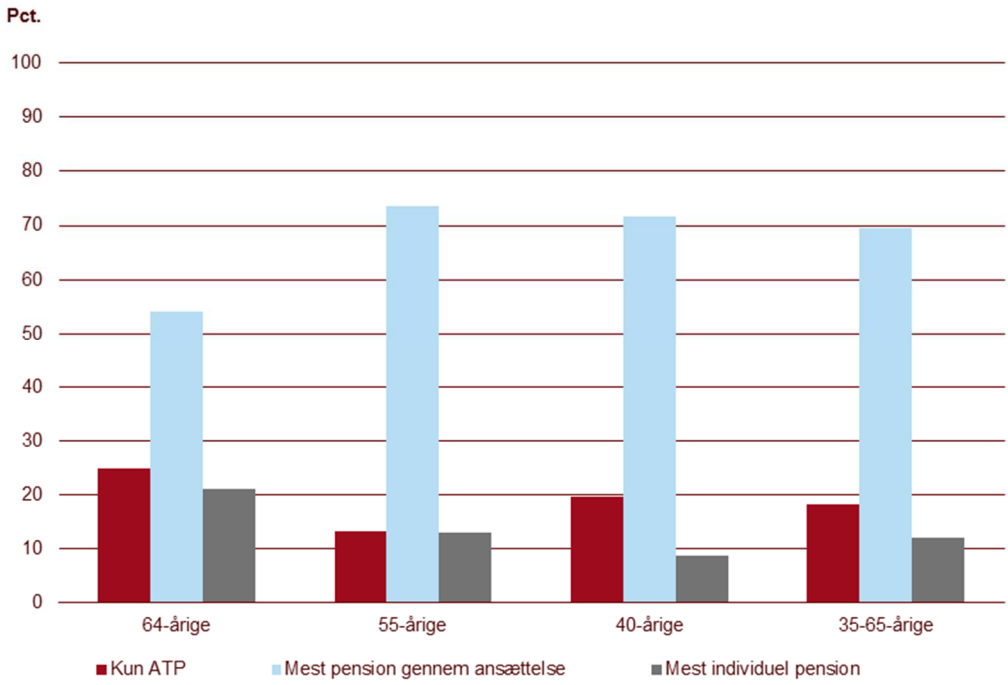
Anm.: Der er kun medtaget opsparinger på over 100.000 kr. Det vil sige, at hvis en person har en individuel pension på 150.000 kr. og en pension gennem ansættelsesforhold på 50.000 kr., placeres personen i kategorien "ATP og individuel pension".

Kilde: Egne beregninger foretaget på baggrund af data fra Danmarks Statistiks forskerdatabase.

For de fleste danskere er deres pensionsopsparing gennem ansættelsesforhold den primære pensionsopsparing, mens individuel pension oftere er et supplement. I 2015 havde 70 pct. af de 35-64-årige en større samlet pensionsformue gennem ansættelsesforhold end individuel pension, mens kun 12 pct. havde en større individuel pension end pension genne ansættelsesforhold, jf. figur 2.5.

[38] Danmarks Statistiks forskerdatabase.
[39] Egne beregninger baseret på data fra Danmarks Statistiks forskerdatabase.

Figur 2.5 **Primær opsparingstype fordelt på alder, 2015**



Anm.: Der er kun medtaget opsparinger på over 100.000 kr. Det vil sige, at hvis en person har en individuel pension på 150.000 kr. og en pension gennem ansættelsesforhold på 50.000 kr., placeres personen i kategorien "ATP og individuel pension".

Kilde: Egne beregninger foretaget på baggrund af data fra Danmarks Statistiks forskerdatabase.

Søjle 2: Pensionsordninger gennem ansættelsesforhold

De fleste danskere vil i løbet af livet indbetale til en pensionsordning, som er tegnet gennem deres arbejdsgiver. Pensionsindbetalingen udgør en fast del af lønnen, og indbetalingen foretages af arbejdsgiveren til et konkret pensionsselskab. Valg af pensionsselskab og pensionsordningens præcise indhold kan være bestemt enten gennem overenskomst eller af den virksomhed, hvor medarbejderen er ansat, jf. boks 2.3.

Boks 2.3
Arbejdsmarkedspensioner og firmapensioner

Pensionsordninger, som er tegnet gennem ansættelsesforhold, kan overordnet opdeles i to typer. Arbejdsmarkedspensioner, som er pensioner tegnet gennem overenskomst, og firmapensioner som er tegnet gennem et enkelt firma. Skellet mellem de to typer er i visse tilfælde mindre tydeligt.

For "rene" arbejdsmarkedspensioner er det specificeret i overenskomsten, eller i tilhørende aftaler, hvor stor pensionsindbetalingen skal være, og i hvilket pensionsselskab indbetalingerne skal placeres. Hverken den enkelte arbejdstager eller den enkelte arbejdsgiver kan således vælge at flytte medarbejdernes ordning til et andet selskab.

I visse overenskomster på det private marked er det muligt for den enkelte arbejdsgiver at placere medarbejdernes ordning i et andet selskab, end det selskab som er specificeret i overenskomsten, så længe ordningen overholder de overenskomstmæssige krav. Derudover kan (især større) virksomheder tegne en separat overenskomst, som kun dækker medarbejderne i den pågældende virksomhed. Her kan det være specificeret i overenskomsten, hvor pensionsordningerne skal placeres, eller det kan være op til arbejdsgiveren.

For en "ren" firmapensionsordning vil et enkelt firma lave en aftale med et pensionsselskab, hvor firmaet selv sammensætter vilkårene. Størrelsen af indbetalingen, for de medarbejdere som er omfattet af aftalen, vil fremgå af den enkelte medarbejders ansættelseskontrakt. På det private arbejdsmarked er det almindeligt, at arbejdsgiverforeningerne alene indgår overenskomster med visse fagforbund. Derfor spiller firmapensionsordninger en betydelig større rolle på det private arbejdsmarked. Mange virksomheder påtager sig at etablere pensionsordninger for de ansatte som led i en individuel ansættelseskontrakt. På det offentlige arbejdsmarked indgår de offentlige arbejdsgivere kollektive overenskomster for alle faggrupper. Firmapensioner spiller således en meget lille rolle på det offentlige område.

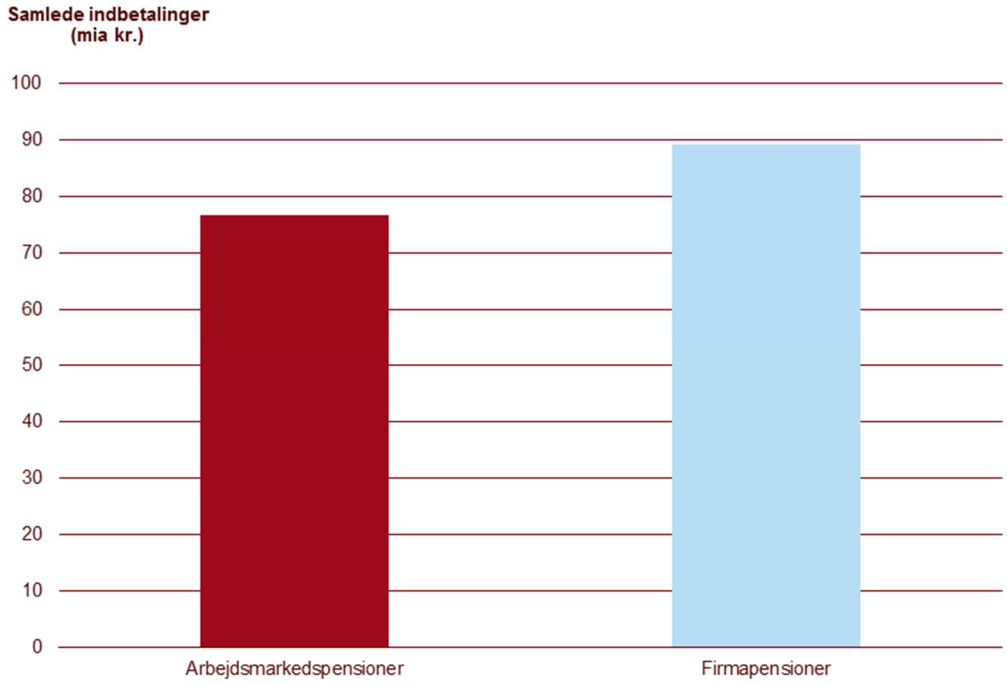
I midten af 1980'erne, før indgåelse af fælleserklæringen var kun ca. 1/3 af arbejdsstyrken således dækket af en pensionsordning gennem deres arbejdsgiver.[40] Lønmodtagerne, som var dækket af en pensionsordning gennem et ansættelsesforhold, var typisk offentligt ansatte. Der var kun ganske få overenskomster uden for det offentlige område, der omfattede en pensionsordning. Det var også forholdsvist få virksomheder, som havde firmapensioner for sine ansatte.

Siden slutningen af 80'erne er andelen af lønmodtagere, som er dækket af en pension gennem sin arbejdsgiver, vokset kraftigt. Samtidig er pensionsbidragets andel af lønnen steget. I dag indbetaler de fleste i den arbejdsdygtige alder – ca. 70 pct. af de 30-65-årige i 2015[41] – således til enten en arbejdsmarkedspension eller en firmapension.

Målt ved indbetalinger udgør arbejdsmarkedspensioner og firmapensioner hver især ca. halvdelen af de bidragsbaserede pensioner i søjle 2, jf. figur 2.6.

[40] Bingley et al. (2004). The impact of Incentives on Retirement in Denmark.
[41] Egne beregninger baseret på data fra Danmarks Statistiks forskerdatabase.

Figur 2.6 **Samlede indbetalinger til arbejdsmarkedspensioner og firmapensioner, 2017**



Note 1: Indbetalingerne er opgjort som de samlede bruttopræmier inkl. syge- og ulykkesforsikring og gruppeliv.

Note 2: Selskaberne er blevet bedt om at opdele bruttopræmierne på ordninger tegnet gennem overenskomst og ordninger tegnet igennem et firma. Der kan være forskellige fortolkninger omkring den præcise opdeling på tværs af selskaber.

Anm.: For visse selskaber er det ikke angivet, hvor stor en andel af præmierne, som stammer fra individuelle ordninger. For de kommercielle selskaber, som ikke har angivet denne andel, er det antaget, at 10 pct. af præmierne stammer fra individuelle ordninger. Bruttopræmierne i selskaberne vil overstige de samlede indbetalinger til pension, da en flytning af et depot fra ét selskab til et andet, indgår som bruttopræmier i det modtagende selskab, selvom der ikke er foretaget en yderligere indbetaling.

Kilde: Egne beregninger foretaget på baggrund af data indleveret af selskaberne.

Nærmere om arbejdsmarkedspensioner

Arbejdsmarkedspensioner dækker over pensionsordninger, der er oprettet gennem en overenskomst, og som dækker en gruppe lønmodtagere, som typisk har samme erhvervsmæssige eller uddannelsesmæssige tilhørsforhold, uanset hvilken virksomhed de er ansat i. Det er lønmodtagerorganisationerne og arbejdsgiverne, der aftaler løn og pension i overenskomster, som gælder for alle ansatte inden for området.

Lønmodtagere, som er ansat på overenskomst, vil typisk have pensionsvilkår indskrevet i overenskomsten. Derved er arbejdsgiveren forpligtet til at indbetale pensionsbidrag i overensstemmelse med de aftalte vilkår.

Arbejdsmarkedspensionerne er som regel struktureret, så medarbejderen indbetaler 1/3 af pensionsbidraget og arbejdsgiveren indbetaler 2/3, mod at den udbetalte løn er tilsvarende mindre. Hele pensionsbidraget indgår i medarbejderens bruttoløn. Den samlede indbetaling er

i dag typisk 12-18 pct. af den pensionsgivende løn. Indbetalingerne placeres i et pensionsselskab.[42] I langt de fleste tilfælde vil der, udover en alderspension, være tilknyttede forsikringer, som sikrer medarbejderen og medarbejderens familie ved dødsfald, kritisk sygdom eller invaliditet. Udbetalingerne ved pensionering afhænger af de indbetalte beløb, forrentningen af dem, skatteforhold og modregning i andre ydelser. Desuden afhænger værdien af opsparingen af, hvor effektivt selskabet er til at forvalte midlerne, og dermed også af konkurrencen på markedet.

Indbetalingen til arbejdsmarkedspensionerne er som nævnt obligatoriske for den enkelte medarbejder og arbejdsgiver. Typisk kan medarbejderen selv foretage mindre ændringer i sammensætningen af sin ordning. Som regel vil visse forsikringsdækninger være obligatoriske, mens den enkelte medarbejder kan vælge at ændre i graden af dækning og evt. helt til- eller fravælge enkelte dækninger.

Den enkelte kan ligeledes vælge at bidrage med ekstra indbetalinger til pensionsordningen. Endelig kan den enkelte medarbejder vælge udbetalingstidspunkt, så længe udbetalingen ligger efter tidligste udbetalingsalder, som er givet af de offentlige regler. Den enkelte medarbejder kan i enkelte tilfælde have mulighed for at hæve ordningen før tidligste udbetalingsalder, dog skal der betales en høj afgift til staten.

Arbejdsmarkedets parter kan aftale at skifte pensionsleverandør for en overenskomstgruppe. Den enkelte lønmodtager kan derimod ikke flytte sin pensionsordning til en anden leverandør, med mindre ansættelsen under den givne overenskomst ophører.

Ved jobskifte til et andet overenskomstområde eller til et ansættelsesforhold uden for overenskomst kan den enkelte lønmodtager i udgangspunktet flytte sin pensionsordning i henhold til jobskifteaftalen, jf. boks 2.4. Der kan dog være krav i den enkelte overenskomst, som begrænser muligheden for at flytte pensionsordningen til en anden leverandør selv ved ansættelsesophør.

[42] Indbetalingen kan foregå enten til en tværgående pensionskasse eller et livsforsikringsselskab jf. boks 2.16.

Boks 2.4
Jobskifteaftalen

Jobskifteaftalen er en frivillig aftale, som er blevet indgået mellem pensionsselskaberne i Forsikring og Pension. Jobskifteaftalen har hjemmel i lov om finansiel virksomhed § 20, stk. 1, nr. 7, som fastsætter, at det enkelte selskab skal anmelde regler for modtagelse og afgivelse af pensionsordninger med løbende udbetalinger.

Jobskifteaftalen regulerer overførslen af pensionsopsparinger mellem to leverandører i forbindelse med et jobskifte. Jobskifteaftalen gælder som udgangspunkt kun ved overførsel mellem to obligatoriske ordninger *eller* to frivillige ordninger og altså ikke fra fx en frivillig til en obligatorisk (men overførsler mellem fx en frivillig og obligatorisk ordning er dog mulig).

Jobskifteaftalen pålægger de tilsluttede pensionsselskaber at modtage en medarbejders pensionsmidler fra et andet selskab, hvis medarbejderen har skiftet job, og det modtagende pensionsselskab er pensionsleverandør for den nye arbejdsgiver (eller overenskomstområde). Flytningen skal ske inden for tre år efter jobskiftet, med mindre ordningen har en værdi på under 51.500 kr. (2019).

Det modtagende selskab kan dog kræve tilfredsstillende helbredsoplysninger for at modtage midlerne, hvis forsikringsdækningerne er betydeligt større end i det afgivende selskab (rent teknisk hvis risikosummen øges med mindst 25 pct.). Derudover kan det modtagende selskab betinge modtagelsen af tilfredsstillende helbredsoplysninger fra medarbejderen, hvis de påkrævede helbredsoplysninger for optagelse i den nye ordning er mere omfattende end i det afgivende selskab.

Jobskifteaftalen pålægger derudover de tilsluttede medlemmer at foretage overførslen hurtigt og at udveksle alle nødvendige oplysninger for at gennemføre overførslen. Det afgivende selskab kan opkræve et flyttegebyr. Både det modtagende og det afgivende selskab kan fratrække eventuelle handelsomkostninger forbundet med flytning af ordningen.

Nærmere om firmapensioner

Firmapensionsordninger er ordninger, som virksomheder har oprettet til deres medarbejdere. Arbejdsgiveren vælger, hvilket pensionsselskab der skal administrere ordningen. Ordningens indhold og dækninger er bundet af de aftaler, der er indgået mellem arbejdsgiveren og de ansatte i virksomheden.

Firmapensioner tegnes typisk af virksomheder for en gruppe ansatte, der ikke er dækket af en overenskomstbaseret pensionsordning. I nogle overenskomster på det private arbejdsmarked kan arbejdsgiveren under nærmere betingelser, vælge at etablere en firmapensionsordning for de overenskomstansatte som alternativ til den generelle ordning. I sådanne tilfælde kan alle medarbejdere dækkes af den samme firmaordning. Kravene til ordningen, som er specificeret i overenskomsten, skal fortsat være opfyldt.

Før udbygningen af arbejdsmarkedspensionerne fra slutningen af 80'erne havde forholdsvist få virksomheder oprettet en firmapension for deres ansatte. Ofte var firmapensionerne ydelsesdefinerede (dvs. de var ikke baseret på forudgående opsparing), og administrationen var placeret i særlige firmapensionskasser, som kun administrerede pensioner for det givne firmas ansatte.[43]

I takt med udbygningen af arbejdsmarkedspensionerne har mange firmaer valgt at tegne en firmapension for ansatte, som ikke er dækket af en overenskomst, så vilkårene for overenskomstansatte og andre ansatte er nogenlunde ens mht. pension. Det er ikke fastsat ved lov, at

[43] Jf. boks 2.17.

et firma skal have en pensionsordning for sine ansatte, og det er således ikke alle firmaer, som har tegnet en firmapensionsordning, selvom virksomheden har ansatte, som ikke er ansat under overenskomst.

Størrelsen af bidraget til pension vil være specificeret i den enkelte ansættelseskontrakt, mens placeringen af ordningen bestemmes af virksomheden. Pensionsbidraget kan afvige betydeligt mellem forskellige ordninger og forskellige medarbejdere, men ligger typisk på 8-15 pct. I langt de fleste tilfælde er indbetalingerne obligatoriske for den enkelte medarbejder. Enkelte virksomheder vælger dog frivillige ordninger, hvor den enkelte medarbejder kan vælge ikke at modtage en del af sin løn i form at pensionsindbetalinger.

Når en virksomhed vil tegne en pensionsordning for sine medarbejdere, skal virksomheden vælge leverandør og ordningens sammensætning. Dette kan ske gennem en udbudsproces, hvor der ofte vil være tilknyttet en ekstern rådgiver i form af en forsikringsmægler. Det er typisk virksomheder med mange ansatte (over 100), som sender ordningen i decideret udbud.[44]

Hvis en virksomhed vælger at sende sin pensionsordning i udbud gennem en forsikringsmægler, udvælges typisk tre til fem pensionsselskaber, hvorfra der indhentes tilbud. Efter tilbudsafgivningen kan virksomheden i samarbejde med mægleren udvælge to til tre selskaber, som går videre til en såkaldt "beauty contest". Her præsenteres selskabernes tilbud direkte over for virksomheden, og der kan foretages ændringer i tilbuddet i forhold til første runde. Efter "beauty contest" vælger virksomheden den endelige leverandør.

En virksomhed kan altid vælge at flytte sin firmaordning til en anden leverandør.[45] Virksomheden styrer således, hvor *indbetalingerne* for medarbejderne går til. Den enkelte medarbejder råder dog over sit *depot*, som medarbejderen kan flytte, hvis medarbejderens ansættelsesforhold stopper, fx som følge af jobskifte, jf. også boks 2.4, eller hvis virksomheden skifter leverandør. Hvis en virksomhed skifter leverandør, skal pensionsselskaber, som har tilsluttet sig leverandørskifteaftalen, modtage og videreføre medarbejdere på særlige vilkår, så ingen medarbejdere står uden for en pensionsordning, jf. boks 2.5.

[44] Konkurrencerådets afgørelse i Danica/SEB-fusionen, maj 2018.

[45] Der kan i visse tilfælde være en bindingsperiode, når et firma tegner en ny ordning for sine medarbejdere.

Boks 2.5
Leverandørskifteaftalen

Forsikring og Pension har udviklet nogle fælles betingelser for videreførelse og modtagelse af enkelte medarbejdere, når en virksomhed skifter pensionsleverandør. Betingelserne er specificeret i "Fælles principper om antagelse og videreførelse ved leverandørskifte af firmapensionsordninger", og det er frivilligt, hvorvidt de enkelte pensionsselskaber ønsker at tilslutte sig aftalen. 12 pensionsselskaber har per maj 2019 tilsluttet sig aftalen, herunder alle større leverandører af firmapensioner.

Formålet med aftalen er at sikre, at alle medarbejdere enten kan blive optaget hos den nye pensionsleverandør, eller alternativt kan blive videreført på "rimelige" prismæssige vilkår ved den tidligere leverandør.

Et modtagende selskab er forpligtet til at tilbyde optagelse til alle medarbejdere, hvor arbejdsevnen fortsat er mindst 50 pct., med mindre medarbejderen allerede er blevet tildelt udbetaling fra en tab-af-erhvervsevne-forsikring i det afgivende selskab. Samtidig skal det modtagende selskab tilbyde optagelse til medarbejdere med fleksjob, hvis disse ikke hos afgivende selskab er omfattet af en forsikring med dækning ved tab af erhvervsevne eller dækning ved tilkendelse af offentlig førtidspension.

Det afgivende selskab er forpligtet til at videreføre de medarbejdere, som ikke optages i det modtagende selskab, og for så vidt muligt tilbyde dem samme dækninger, som de havde i den gamle ordning og på "rimelige" prismæssige vilkår.

En (obligatorisk) firmapensionsordning består normalt af visse obligatoriske dele (fx obligatoriske basisdækning i form af forsikringer) med mulighed for at tilvælge ekstra forsikring samt mulighed for at vælge mellem forskellige investeringsprodukter og udbetalingstyper. Generelt er valgfriheden større i firmategnede ordninger end overenskomsttegnede ordninger.[46]

Tjenestemandspensioner

Offentligt ansatte, som er ansat som tjenestemænd, dvs. ansat på særlige tjenestemandsvilkår, har ret til tjenestemandspension. Tidligere var en stor andel af offentligt ansatte ansat på tjenestemandsvilkår. Det gjaldt bl.a. lærere, læger og kontorpersonale. I dag er det kun i politiet, folkekirken, militæret og enkelte andre områder, at nyansatte kan ansættes på tjenestemandsvilkår, og det gælder i øvrigt kun inden for afgrænsede stillingskategorier. Der er dog forsat en gruppe af ansatte på andre områder, som er ansat på tjenestemandsvilkår.

Tjenestemandsansættelser er således under afvikling. Det skal ses i sammenhæng med, at tjenestemandspensionerne er relativt dyre for det offentlige, og at det i modsætning til de øvrige pensioner ikke er en opsparingsbaseret ordning.[47] I dag ansættes meget få medarbejdere på tjenestemandsvilkår, og tjenestemandspensionerne bliver således løbende erstattet med overenskomstbestemte og bidragsbaserede pensioner på det offentlige område.

Reglerne om tjenestemandspensioner er fastlagt i tjenestemandspensionsloven, hvis man er tjenestemand ansat i staten. Reglerne for tjenestemænd i kommuner og regioner svarer indholdsmæssigt stort set til tjenestemandspensionsloven.

---

[46] Det er dog i et vist omfang op til det enkelte firma, hvor stor valgfrihed det ønsker for sine medarbejdere.

[47] En række eksterne aktuarer lavede i 2010 en række beregninger for Lønkommissionen, som viste, at tilsagnene givet til tjenestemandspensioner svarede til at indbetale ca. 30-40 pct. af tjenemændenes løn i pensionsbidrag. http://www.lonkommissionen.dk/pdf/Aktuarmaessig_vurdering_af_vaerdien_af_tjenestemandspensionen_for_udvalgte_personalegrupper.pdf

Medarbejderen foretager ikke løbende bidrag til ordningen og størrelsen af tjenestemandspensionen afhænger i stedet af antallet af år, medarbejderen har været ansat som tjenestemand, samt hvilket løntrin medarbejderen var på inden pensionering. Der er således tale om en ydelsesbaseret pension. Pensionen udbetales som en livsvarig ydelse. Tjenestemandspensionen har traditionelt ikke været finansieret af forudgående pensionsbidrag fra arbejdsgiver. Dog er mange af de kommunale tjenestemandspensioner (delvist) finansierede, da kommunerne løbende kan indbetale bidrag til en genforsikringsordning.[48]

Sammen med alderspension, indgår der ægtefælle- og børnepension i tjenestemandsordningen, så tjenestemandens efterladte ægtefælle og/eller børn vil modtage ydelser i tilfælde af dødsfald. Derudover indeholder tjenestemandspensionen en invaliditetspension, hvis tjenestemanden afskediges af helbredsmæssige årsager. Børn til pensionerede tjenestemænd er desuden berettiget til et årligt børnepensionstillæg.

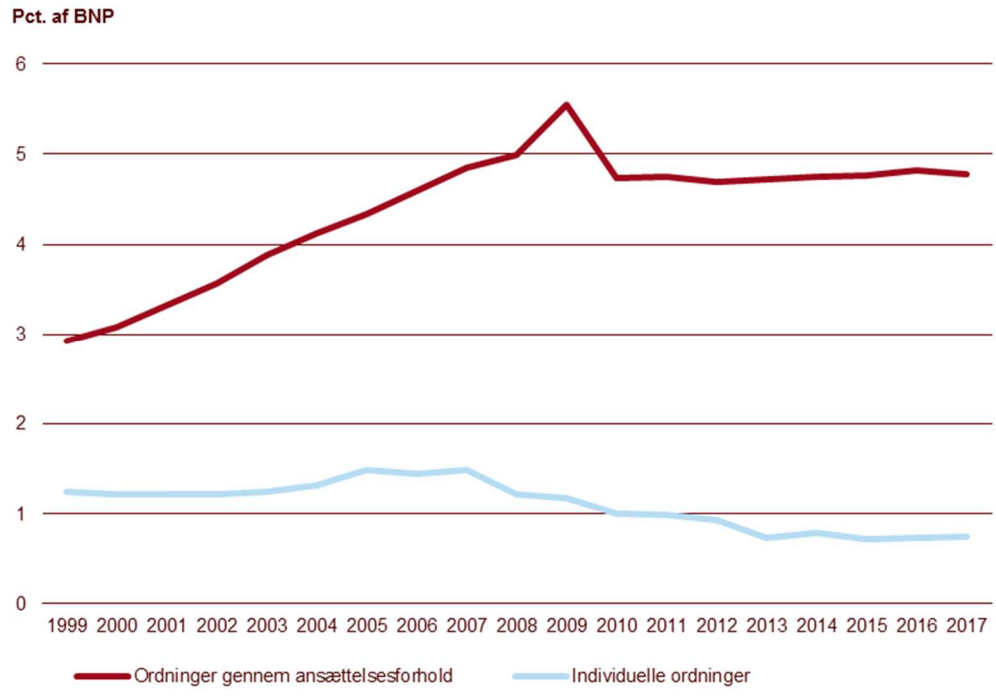
Søjle 3. Individuelle pensionsordninger

En individuel pensionsordning er en ordning tegnet af en individuel person uden for et ansættelsesforhold. Indbetalingerne til individuelle pensioner er betydeligt mindre end indbetalingerne til arbejdsmarkedsordninger. Indbetalingerne til individuelle ordninger som pct. af BNP er faldet stabilt siden 2007, mens indbetalingerne til arbejdsgiveradministrerede ordninger som pct. af BNP er steget markant siden 1999, dog med et fald i 2010, jf. figur 2.7. Faldet i 2010 kan bl.a. skyldes, at der her blev indført et loft over indbetalinger til ratepensioner. Loftet er siden blevet sænket, og kapitalpensionen er blevet afskaffet, hvilket også kan have bidraget til faldet i pensionsindbetalinger, specielt for individuelle ordninger.[49] Dertil kommer, at indbetalingerne til pension var særligt høje i 2009, evt. pga. udbetaling af SP-ordning samt det forestående loft over indbetalinger til ratepension.

[48] Kommunerne kan løbende indbetale til en genforsikringsordning i Sampension. Det er dog fortsat kommunerne, og ikke Sampension, der hæfter for pensionsforpligtigelserne.

[49] Skattebehandlingen af pensionsordninger beskrives senere.

Figur 2.7 **Pensionsindbetalinger i pct. af BNP opdelt på pensioner gennem ansættelse og individuelle pensioner**



Kilde: Egne beregninger baseret på data fra Danmarks Statistik og SKAT (gennem Forsikring og Pension).

Individuelle pensionsordninger bruges bl.a. af personer, som ikke er omfattet af en obligatorisk ordning. Det kan fx være selvstændige, lønmodtagere i en virksomhed, som ikke har en firmaordning, eller personer som ikke er i arbejde. Derudover kan en individuel ordning være et supplement til en obligatorisk ordning, hvor der typisk er mulighed for at indbetale ekstra frivillige bidrag. En lønmodtager kan vælge at tegne en individuel ordning i stedet, da en frivillig ordning kan give den enkelte større valgfrihed omkring investeringsvalg, forsikringsdækning samt valg af leverandør. Omvendt er de individuelle ordninger typisk forbundet med større omkostninger.

Individuelle ordninger tegnes ofte gennem et pengeinstitut. Pensionsordningen kan enten placeres direkte i pengeinstituttet eller i det pensionsselskab, som pengeinstituttet har en formidlingsaftale med. I enkelte tilfælde kan ordningen tegnes gennem en pensionsmægler, som har lavet rammeaftaler med en række pensionsselskaber, og som kan stå for den løbende rådgivning.

Den enkelte opsparer har fuld valgfrihed omkring forsikringsdækninger, indbetalingsstørrelse og valg af leverandør.[50] Opspareren vil også kunne vælge at flytte sin pensionsordning til et andet selskab. Da den enkelte opsparer har større valgfrihed med hensyn til sammensætning og

[50] Den enkelte leverandør kan have regler omkring minimumsbeløb for indbetalinger og/eller helbredskrav til forsikringer.

placering af en individuel ordning end en ordning gennem ansættelsesforhold, vil behovet for uvildig rådgivning af den enkelte opsparer ofte være højere i søjle 3 end søjle 2.

Søjle 1: Lovbestemte pensioner
Der er en række pensionsordninger i Danmark, som er lovbestemte og skattefinansierede. Det drejer sig fx om folkepensionen og supplerende pensionsydelse (ældrechecken). Hertil kommer en række andre offentlige ydelser, som fx boligstøtte og andre mere behovsbestemte ydelser. Ydelserne afhænger bl.a. af, om man har likvid formue (ældrechecken), samt om man har supplerende indkomster, fx fra pensionsopsparing eller løn. Søjle 1 i pensionssystemet omfatter også ATP (arbejdsmarkedets tillægspension), fordi den er lovbestemt, jf. boks 2.6.

Boks 2.6
Bidragsbaserede pensionsordninger i søjle 1

Mens hovedparten af de lovbestemte pensioner i søjle 1 er skattefinansierede, findes der også to bidragsbaserede ordninger. De to ordninger er ATP og LD.

ATP (Arbejdsmarkedets tillægspension) er en lovbestemt livslang pensionsordning. ATP-systemet blev indført i 1964 for at aflaste de fremtidige udgifter til folkepensionen.

Langt de fleste i den arbejdsdygtige alder indbetaler til ATP. Det gælder lønmodtagere samt en række modtagere af overførselsindkomster (fx kontanthjælpsmodtagere og dagpengemodtagere). Satsen afhænger ikke af den enkeltes indkomst, men afhænger af antallet af arbejdstimer. Den højeste sats (for månedslønnede) er 284 kr. om måneden. Der er en mindre gruppe, for hvem ATP-indbetalinger ikke er obligatoriske. Det gælder bl.a. selvstændige, førtidspensionister samt modtagere af SU.

Vilkårene for de enkelte medlemmer i ATP er de samme uanset helbredstilstand. Foruden pension indeholder ATP også en ægtefælle/samlever- og børnedækning. Hvis et medlem af ATP dør, udbetales, under visse betingelser, en sum på 50.000 kr. til medlemmets ægtefælle/samlever samt alle børn under 21 år. Dødsfaldsdækningen for ægtefælle/samlever falder med 10.000 for hvert år, efter at medlemmet har nået folkepensionsalderen og frafalder således helt fem år efter folkepensionsalderen.

ATP udbetales tidligst fra folkepensionsalderen, men udbetalingen kan udskydes. Ved udskydelse af udbetalingerne bliver de månedlige udbetalinger således større. Ordningen ved ATP kan ikke flyttes til et pensionsselskab, og det er ligeledes ikke muligt at flytte ordninger fra et pensionsselskab til ATP.

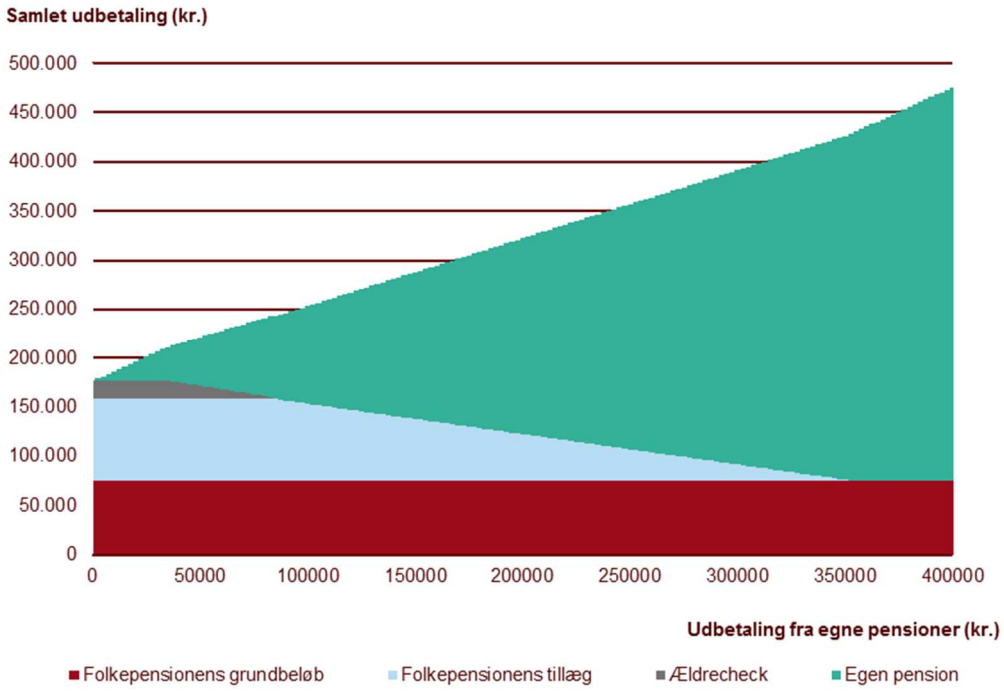
LD (Lønmodtagerne dyrtidsfond) er en ordning, der ikke længere indbetales til, men som mange lønmodtagere fortsat har stående. Frem til starten af 1980'erne fik mange lønmodtagere reguleret deres løn i takt med ændringer i prisniveauet for at holde reallønnen konstant. For at bekæmpe den høje inflation i slutningen af 70'erne blev det besluttet at indfryse alle disse lønstigninger i perioden fra 1977-1979. Alle lønmodtagere fik en individuel LD-konto og kan få udbetalt det opsparede beløb, inkl. forrentning, som et engangsbeløb, fra de fylder 60 år.

Pensionsopsparing i søjle 2 og 3 er et supplement til de lovbestemte ordninger, men der er samtidig et betydeligt samspil mellem de lovbestemte pensioner i søjle 1 og pensionerne på det private marked i søjle 2 og 3. Pensionsudbetalinger, som er skattepligtige på udbetalings-

tidspunktet, medfører således en modregning i først ældrechecken og dernæst bl.a. boligydelse og folkepensionens tillægsbeløb. Modregningen er på godt 30 øre[51] for hver ekstra krone, der udbetales fra pension, når indkomsten er i aftrapningsintervallet.

Modregningen medfører på den ene side en målretning af de skattefinansierede ydelser mod grupper, der ikke har anden indkomst, men medfører også en øget effektiv beskatning af pensionsopsparingen, jf. figur 2.8.

Figur 2.8 **Udbetaling i offentlige ydelser afhængigt af udbetalinger fra egne pensioner**



Note: Beregningen tager udgangspunkt i en enlig person uden lejeudgifter, kapitalindkomst/-udgift, udgifter til medicin eller udgifter til varme over 5.100 kr. årligt.

Kilde: Egne beregninger.

Folkepension og den supplerende pensionsydelse

Den supplerende pensionsydelse (ældrechecken) er maksimalt på 17.600 kr., og ydelsen aftrappes gradvist indtil en supplerende indkomst på 82.600 kr. for enlige og 145.700 kr. for par, jf. boks 2.8. Samtidig kræves for at modtage ældrecheck, at man ikke har en likvid formue på over 87.900 kr. Hvis man fx får udbetalt en aldersopsparing på over 87.900 kr. og sætter pengene i banken, vil man som udgangspunkt ikke have adgang til ældrecheck. Ældrechecken blev indført i 2003 og er siden blevet forøget.

[51] Hvis pensionisten bliver modregnet i boligydelse, vil modregningen være større.

Den lovbestemte folkepension er også en livslang skattefinansieret pensionsordning. Folkepensionen består af to elementer, hhv. et grundbeløb og et tillæg. Tillægget aftrappes med supplerende indkomst fx fra pensionsudbetalinger. Tillægget er fuldt aftrappet ved en supplerende indkomst på 341.000 kr. for enlige og 404.300 kr. for par, jf. boks 2.7.

Folkepensionen blev indført i 1956, hvor den afløste aldersrenten. Hvor aldersrenten kun blev udbetalt til borgere, som blev vurderet til at være særligt trængende, byggede folkepensionen på et universelt princip, hvor alle danske statsborgere kunne modtage en vis ydelse. Der er siden foretaget en række reformer af folkepensionen, som bl.a. har ændret størrelsen og modregningen af udbetalingerne. Siden 2004 har det været muligt at få opsat folkepension, dvs. at man – hvis man udsætter sin tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet og dermed venter med at modtage folkepension – kan modtage et større årligt beløb efterfølgende.

I dag modtager (næsten) alle danske pensionister folkepension i et vist omfang. Folkepensionen er dog som nævnt hovedsageligt – som følge af modregningen m.v. – målrettet pensionister med lave supplerende indkomster. Hovedparten af danske folkepensionister modtager i et vist omfang folkepensionens tillæg.

Boks 2.7
Beregning af folkepension

Folkepensionen består af to elementer – et grundbeløb og et tillæg. Grundbeløbet er fast (75.780 kr. i 2019) og modregnes kun ved personlig indkomst ved personlig arbejde på over 329.000 kr. Folkepensionens tillæg kan derimod modregnes i anden indkomst fra fx pensionsopsparinger. For samlevende folkepensionister modtager begge parter folkepensionens fulde grundbeløb (så længe de ikke har for høj lønindkomst).

Folkepensionens tillæg afhænger af den samlede indkomst, inkl. udbetaling fra egne pensioner. For en enlig pensionist med en indkomst ud over folkepensionen på under 87.600 kr., er tillægget 82.920 kr., mens tillægget er samlet 82.728 kr. for samlevende, som begge modtager folkepension, hvis deres samlede indkomst ud over folkepensionen er under 175.900 kr. Tillægget modregnes med ca. 32 pct. af indkomsten over 87.600 kr./175.900 kr. Det vil sige, at folkepensionens tillæg er 0, hvis indkomsten (ud over folkepensionen) er over 356.700 kr. for enlige eller over 435.000 kr. for samlevende. Folkepensionen, både grundbeløbet og tillægget, er skattepligtigt.

Alle, som har boet i Danmark i mindst 40 år fra det 15. fyldte år, har som udgangspunkt adgang til fuld folkepension. Hvis man har boet i Danmark i mindre end 40 år, kan man få brøkpension, hvis man er dansk statsborger, statsborger i et andet EU-land eller har boet i Danmark i mindst 10 år fra det fyldte 15. år. Brøkpensionen beregnes som en andel af folkepensionen, som svarer til antallet af år med bopæl i Danmark divideret med 40.

Folkepensionen finansieres løbende gennem beskatning, dvs. såkaldt pay-as-you-go finansiering. De pay-as-you-go-finansierede ydelser vil lægge større pres på de offentlige finanser end de opsparingsbaserede ordninger, når der bliver flere pensionister i forhold til antallet af erhvervsaktive. Udbygningen af de opsparingsbaserede pensionsordninger aflaster desuden de offentlige finanser via modregningen i de skattefinansierede ydelser. En væsentlig del af beskatningen af pensionsopsparingen sker på udbetalingstidspunktet, og disse indtægter stiger således, når antallet af pensionister øges.

Foruden folkepension kan pensionister også være berettiget til en række andre offentlige ydelser som fx ældrecheck, varmetillæg og boligydelse.

De forskellige tillæg, som kan ydes til pensionister er primært målrettet pensionister uden supplerende indkomster og er ofte behovsbestemt. Der sker således en betydelig modregning i tillæggene, hvis pensionisten har en indkomst ud over folkepensionen, jf. boks 2.8.

Boks 2.8
Ældrecheck, helbredstillæg og varmetillæg

Ældrecheck, helbredstillæg og varmetilskud er offentlige ydelser, som ydes til pensionister med forholdsvis lav indkomst (og lav likvid formue). Størrelsen af alle ydelserne afhænger bl.a. af den personlige tillægsprocent, som løbende aftrappes med højere indkomst.

Den personlige tillægsprocent er 100 pct., hvis indkomsten ud over folkepensionen er under 36.000 kr. om året for enlige/71.500 kr. for samlevende. For hver 518 kr./1044 kr. i indkomst over 36.000 kr./71.500 kr. nedsættes den personlige tillægsprocent med 1 procentpoint. Dvs., at ved en indkomst over 87.800 kr./175.900 kr. er den personlige tillægsprocent 0.

Ældrechecken beregnes som den personlige tillægsprocent ganget med 17.600 kr. om året for hver pensionist. Ældrechecken er skattepligtig. Ældrechecken nedsættes proportionelt, hvis pensionisten ikke er berettiget til fuld folkepension (hvis han/hun fx ikke har boet 40 år i Danmark). Der kan ikke ydes ældrecheck, hvis den likvide formue er over 87.900 kr. Den likvide formue omfatter ikke friværdi i en bolig eller værdien af endnu ikke udbetalte pensionsopsparinger.

Helbredstillægget giver et tilskud til pensionistens udgifter til medicin, tandlæge, briller og lign. Tilskuddet opgøres som 85 pct. af pensionistens udgifter til helbredsydelser ganget med den personlige tillægsprocent. Der kan ikke ydes helbredstillæg, hvis pensionisten har en likvid formue på over 87.900 kr.

Varmetillægget ydes som tilskud til pensionisters udgifter til varme. Der ydes kun tilskud til varmeudgifter over 5.200 kr. for enlige og over 7.800 kr. for samlevende. Varmetillægget afhænger ikke af pensionistens formue. Varmetillægget beregnes som den personlige tillægsprocent ganget med:

- 75 pct. af varmudgifterne mellem 5.200 kr./7.800 kr. og 13.300 kr.
- 50 pct. af varmeudgifterne mellem 13.300 kr. og 17.700 kr.
- 25 pct. af varmeudgifterne mellem 17.700 kr. og 22.000 kr.

Helbredstillægget og varmetillægget er ikke skattepligtige.

Foruden særlige tillæg, som kun kan modtages af pensionister, kan folkepensionister, som bor til leje, også modtage boligstøtte på mere fordelagtige vilkår end personer i den arbejdsdygtige alder. Med henblik på en målretning af boligydelse til personer med lav supplerende indkomst, aftrappes ydelsen også i pensionistens indkomst (og evt. formue).

Skattebehandling af pensionsordninger

Pensioner kan udbetales på flere forskellige måder. Beskatningen af pensionsind- og udbetalinger afhænger af, hvordan udbetalingen foregår og er primært fastsat i pensionsbeskatningsloven.[52] Der er tre overordnede kategorier af udbetalingstyper:

1. **Livsvarige udbetalinger:** Udbetalinger som fortsætter til pensionisten dør, uanset hvor lang tid pensionisten lever.
2. **Ophørende rateudbetalinger:** Løbende udbetalinger som fortsætter i en årrække på mindst 10 år. Udbetalingen kan foregå som ratepension, hvor et evt. resterende beløb udbetales til de efterladte, hvis pensionisten dør inden alle udbetalinger har fundet sted. En ophørende livrente hører under samme skattemæssige kategori. Her

[52] Beskatningen af pensions*afkast* er fastsat i pensionsafkastbeskatningsloven og er uafhængig af udbetalingstype. Pensionsafkast beskattes med en fast sats på 15,3 pct.

udbetales et evt. restbeløb dog ikke til de efterladte i tilfælde af pensionistens død. Til gengæld vil udbetalingerne være større end for en ratepension.

3. **Aldersopsparing:** Der er ikke fradragsret for indbetalingerne, og udbetalingerne er skattefrie. Udbetalingen kan både ske som et eller flere engangsbeløb, i rater eller som livsvarig ydelse.

Den reguleringsmæssige behandling af forskellige udbetalingsformer er opsummeret i tabel 2.1. For alle typer af pensionsopsparing, betales der arbejdsmarkedsbidrag på indbetalingstidspunktet.

Tabel 2.1 **Oversigt over skatteregler opdelt på udbetalingstype (2020)**

	Livsvarig pension	**Ratepension og ophørende livrente**	**Aldersopsparing**
Udbetalingsform	Løbende udbetaling resten af pensionistens liv.	Løbende udbetaling i 10 til 30 år[3].	Engangsbeløb, i rater eller som livsvarig ydelse.
Skat ved udbetaling	Beskattes som indkomst.	Beskattes som indkomst.	Skattefrit.
Skat ved indbetaling	Fuldt fradrag for indbetalinger uden loft. Yderligere fradrag på 8 pct. (20 pct. ved mindre end 15 år til folkepensionsalder) for årlige indbetalinger op til 73.100 kr.	Fuldt fradrag op til 57.200 kr. om året. Yderligere fradrag på 8 pct. (20 pct. ved mindre end 15 år til folkepensionsalder) for årlige indbetalinger op til 73.100 kr.	Intet fradrag. Loft på 50.200 kr. om året ved mindre end 5 år til folkepensionsalder, ellers årligt loft på 5.300 kr.
Modregning	Udbetalinger indgår i personlig indkomst og medfører modregning under pension. Derudover modregnes i efterløn.	Udbetalinger indgår i personlig indkomst og medfører modregning under pension. Derudover modregnes i efterløn.	Udbetalinger indgår ikke i personlig indkomst og medfører ikke modregning under pension.[1] Dog modregnes i efterløn.
Omlægningsmuligheder	Kan ikke omlægges.	Kan omlægges til livsvarig pension.	Kan ikke omlægges.
Udbydere	Pensionsselskaber.	Pensionsselskaber og pengeinstitutter[2]	Pensionsselskaber og pengeinstitutter[2].
Andel af indbetalinger (2017)[3]	52 pct.	41 pct.	7 pct.

Note 1: En udbetalt aldersopsparing indgår i formueberegninger, som kan føre til modregning i supplerende pensionsydelser samt boligydelse.

Note 2: Pengeinstitutter kan kun udbyde rene opsparingsprodukter. De kan derfor, i modsætning til pensionsselskaber, ikke tilbyde tilknyttede forsikringer til pensionsordningen (kun gennem samarbejdspartnere), eller pensionsordninger hvor det opsparede beløb ikke udbetales i tilfælde af den pensionsberettigedes død (fx ophørende livrente).

Note 3: Indbetalingerne til aldersopsparing er korrigeret for, at beskatningen foregår på indbetalingstidspunktet ved at dividere indbetalingen med 0,6.

Note 4: Formelt set er der ingen øvre grænse for antallet af årlige rater ved ophørende livrente.

Kilde: Pensionsbeskatningsloven og egne beregninger foretaget på baggrund af data fra Forsikring og Pension.

For livsvarige udbetalinger samt rateudbetalinger sker en væsentlig del af beskatningen på udbetalingstidspunktet. Dvs., at der er fuldt fradrag for indbetalinger (ud over arbejdsmarkedsbidrag) til disse ordningstyper[53], mens udbetalingerne beskattes som almindelig indkomst på lige fod med de skattefinansierede ordninger. Fra 2018 indførtes et yderligere skattefradrag for indbetalinger til livrenter og ratepension. Skattefradraget er beskrevet i boks 2.9.

Boks 2.9
Skattereform med yderligere fradrag for pensionsindbetalinger

I juni 2018 vedtog folketinget en skattereform, som bl.a. medførte, at indbetalinger til pension indgår i beregningen af beskæftigelsesfradraget. Derudover indførtes et ekstra fradrag for indbetalinger til fradragsberettigede pensioner. Fradraget gælder fra 2018 og indfases frem til 2020, hvor det fulde fradrag træder i kraft.

Skattereformen medfører, at alle indbetalinger til fradragsberettigede pensioner (inkl. ATP) op til 70.000 kr. årligt giver adgang til et yderligere fradrag i lønindkomsten. Fradraget er i 2018 på 8 pct. for personer med mere end 15 år til folkepensionsalderen og 20 pct. for personer med 15 år eller mindre til folkepensionsalderen. Fradraget hæves løbende frem mod 2020 til hhv. 12 pct. og 32 pct.

En person med mindre end 15 år til folkepensionsalderen med en årlig pensionsindbetaling efter arbejdsmarkedsbidrag på 50.000 kr. vil således i 2018 få et yderligere ligningsmæssigt skattefradrag for den almindelige lønindkomst på 20 pct. af 50.000 kr. = 10.000 kr.

Fradraget har til formål at modvirke samspilsproblemerne ved at øge incitamentet til at indbetale til pension, især for personer med få år til pensionsalderen.

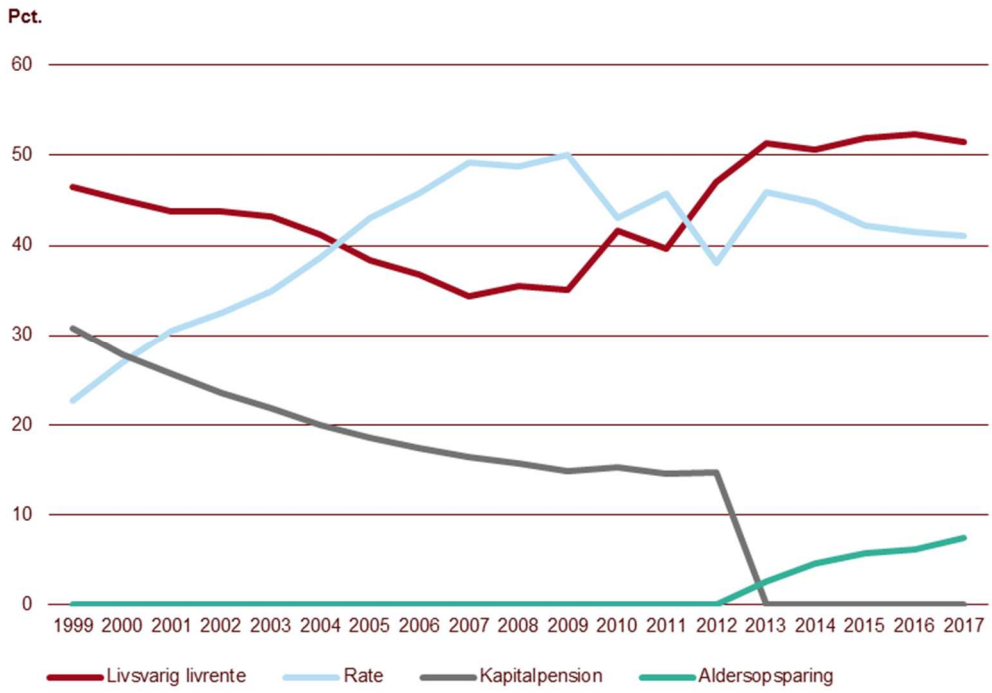
Der er intet loft for indbetalingerne til en livsvarig livrente. Den 1. januar 2010 blev der indført et loft for indbetalinger til ratepension på 100.000 kr. om året. Fra 1. januar 2013 blev loftet sænket til 50.000 kr. om året. I 2020 er loftet for indbetalinger til ratepensioner på 57.200 kr.

Aldersopsparingen blev indført fra 1. januar 2013, hvor den erstattede *kapitalpensionen*. Indbetalinger til aldersopsparing er i modsætning til livsvarig livrente, ratepensionen og kapitalpensionen ikke fradragsberettigede (dvs. at indbetalingen til ordningen sker for midler, som er indkomstbeskattede). Til gengæld beskattes udbetalingerne fra en aldersopsparing ikke, og der sker ikke modregning i offentlige ydelser.[54] Fra 1. januar 2018 blev det muligt at få udbetalt aldersopsparingen i rater eller som livsvarig ydelse i stedet for som et eller flere engangsbeløb. Samtidig blev loftet over indbetalinger til aldersopsparingen ændret, da det blev muligt at indbetale op til 46.000 kr. om året, hvis man har mindre end fem år til folkepensionsalderen.[55] Til gengæld var det kun muligt at indsætte op til 5.100 kr. om året ved mere end fem år til folkepensionsalderen.[56] Fra 2020 er det årlige indbetalingsloft til aldersopsparing 50.200 kr. for personer, der har mindre end fem år til pensionsalderen og 5.300 kr. for personer, der har mere end fem år til folkepensionsalderen. Derved blev aldersopsparingen målrettet borgere tæt på pensionsalderen, som er de, der ofte er hårdest ramt af samspilsproblemerne.

[53] Der skal betales arbejdsmarkedsbidrag af indbetalingerne.
[54] Med undtagelse af efterløn, hvor større aldersopsparing medfører lavere udbetaling.
[55] Tidligere kunne alle indbetale op til 29.600 kr. årligt uanset alder.
[56] https://www.pensionforalle.dk/pensionsopsparing-kom-godt-fra-start/aldersopsparing-nye-regler.

Før indførelsen af loftet for indbetalinger på ratepensioner (1. januar 2010) var indbetalinger til ratepension den mest udbredte opsparingsform, jf. figur 2.9. Siden 2010, herunder efter at aldersopsparingen erstattede kapitalpensionen, er indbetalingerne til livsvarige livrenter vokset relativt kraftigt, og de udgør i dag ca. halvdelen af de samlede indbetalinger, mens indbetalinger til ratepension udgør ca. 40 pct.

Figur 2.9 **Pensionsindbetalinger fordelt på udbetalingstype**



Note: Indbetalingerne til aldersopsparing er korrigeret for, at beskatningen foregår på indbetalingstidspunktet ved at dividere indbetalingen med 0,6.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra Forsikring og Pension.

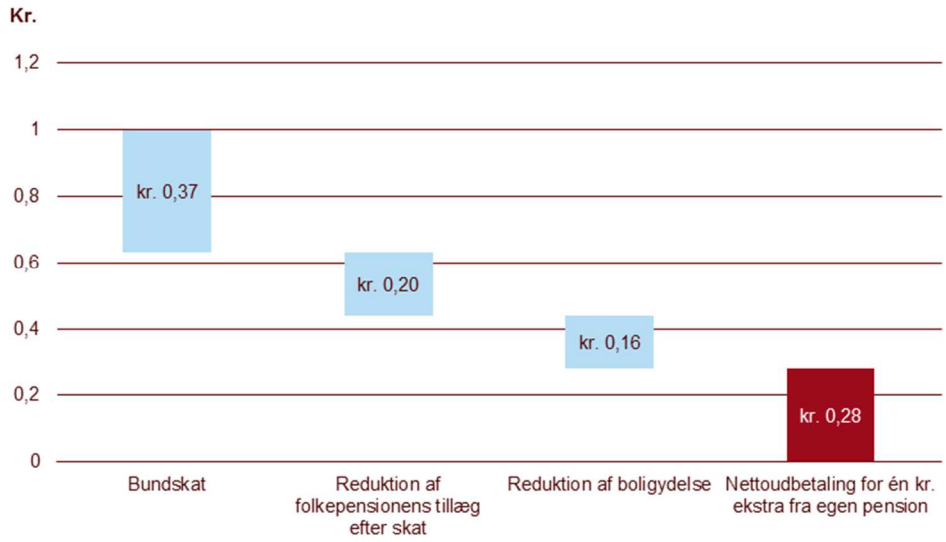
Hvis en forbruger sparer mere op, vil en del af den øgede udbetaling som nævnt blive modregnet i folkepension og andre offentlige ydelser. Dette gælder for livrenter og ratepensioner.

Modregningen i offentlige ydelser kan svække tilskyndelsen til at spare op til pension, særligt i de sidste år, før man trækker sig tilbage. Samspilsproblemerne er blevet adresseret med ekstra fradrag for indbetaling til pension samt ved målretning af aldersopsparingen, jf. boks 2.9 og Tabel 2.1.

For at illustrere samspilsproblemet tages der udgangspunkt i et simpelt eksempel, hvor en enlig opsparer har en forventet udbetaling fra egne pensioner på 200.000 kr. om året og har en husleje på 48.000 kr. om året. Opspareren kan fx have været i beskæftigelse det meste af tilværelsen som lønmodtager med en mellemstor indkomst og løbende have indbetalt en del af sin løn til pension, eventuelt med enkelte pauser i løbet af livet.

Med en årlig indkomst fra egne pensionsopsparinger på over 87.800 kr. har opspareren ikke ret til helbredstillæg, ældrecheck og varmetilskud, jf. boks 2.7. Til gengæld sker der en modregning af folkepensionens tillægsydelse ved indkomst over 87.800 kr., jf. boks 2.8. Derudover vil der være en modregning i boligydelse som følge af en øget udbetaling. Modregningen medfører, at opspareren står tilbage med ca. 28 øre for hver krone, der udbetales fra egne pensionsopsparinger, jf. figur 2.10.

Figur 2.10 **Effekt af udbetaling af 1 kr. ekstra fra egen pension ved mellemstor indkomst**



Note: Beregningen tager udgangspunkt i skattesatsen for Københavns Kommune og er inkl. kirkeskat.

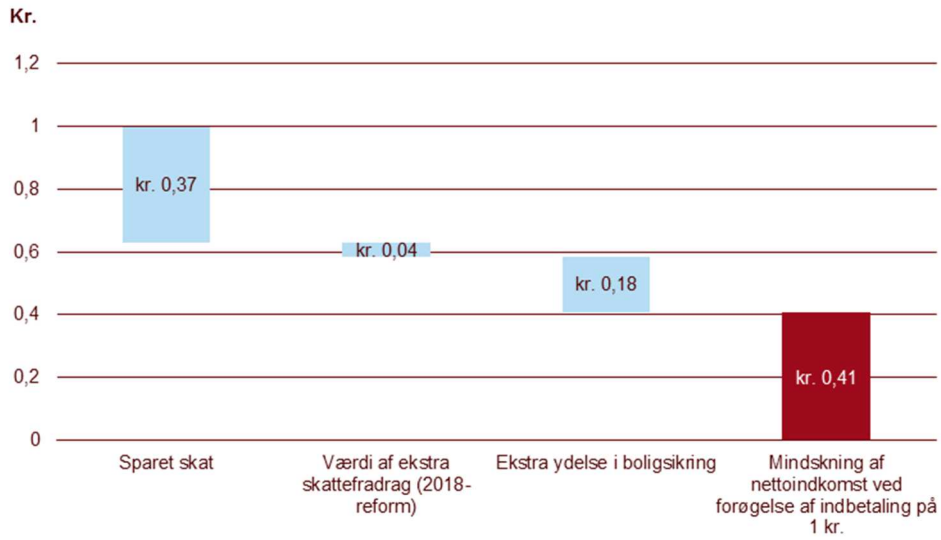
Kilde: Egne beregninger.

Modregning og beskatning af udbetalinger viser dog kun den ene side af samspilsproblematikken. Ved indbetaling til livrenter og ratepensioner er der skattemæssige fordele, da indbetalingen kan fratrækkes i skat. Derudover er der et ekstra skattefradrag for indbetalinger, jf. boks 2.9. Endelig kan indbetaling til livrente og ratepension medføre højere offentlige ydelser, hvis fx opspareren bor til leje og modtager boligsikring, da indbetalinger til pension ikke medregnes i indkomstgrundlaget for beregning af boligstøtte.

Hvis opspareren har en indkomst på 300.000 kr. ekskl. pension, indbetaler mindre end 70.000 årligt til pension, betaler 48.000 om året i husleje og har mere end 15 år til folkepensionsalderen, vil en ekstra indbetaling til pension på 1 kr. medføre et umiddelbart tab i nettoindkomsten på ca. 41 øre, jf. figur 2.11.[57]

[57] Det er antaget, at 2018 skattereformen er fuldt indfaset jf. boks 2.9.

Figur 2.11 **Effekt af indbetaling på 1 kr. ekstra til pension**



Note: Beregningen tager udgangspunkt i skattesatsen for Københavns Kommune og er inkl. kirkeskat. Det er antaget, at skattereformen fra 2018 er fuldt indfaset, jf. boks 2.9.

Kilde: Egne beregninger.

For den enkelte vil det vigtigste spørgsmål dog være, hvorvidt det kan betale sig at spare op til pension. Det vil afhænge af den enkeltes præferencer[58] samt muligheder for alternative opsparingsmuligheder.

Opsparerens muligheder for alternative opsparingsformer kan være aktier, obligationer, fast ejendom, tilbagebetaling af lån m.v. Alle disse har forskellige muligheder for fleksibilitet og medfører forskellig beskatning af afkastet. Dette skal ses i forhold til afkastbeskatningen for pensionsopsparinger, som dels består af en direkte afkastbeskatning på 15,3 pct. og dels af den modregning, som vil forekomme ved at få en højere udbetaling fra pensionen.

Finansministeriet konkluderede i en rapport fra 2018[59], at det ekstra skattefradrag for indbetaling til fradragsberettigede ordninger har gjort indbetaling til pension mere fordelagtigt end fri opsparing for mange opsparere, som har mindst seks år til folkepensionsalderen. Det kan dog fortsat være mere fordelagtig for personer med nettogæld at afdrage på denne gæld eller at investere frie midler i aktier, så længe indtægterne fra aktieinvesteringerne ikke er over progressionsgrænsen.

[58] Bl.a. i hvilket omfang forbrugeren værdsætter en kr. i fremtiden i forhold til en krone i dag, og hvor stor værdi forbrugeren tillægger fleksibilitet mht. at kunne råde over midlerne selv.
[59] Finansministeriet "Tilskyndelsen til pensionsopsparing", marts 2018.

For opsparere med mindre end fem år til folkepensionsalderen vil indbetalinger til ratepensioner og livsvarige livrenter til gengæld sjældent være fordelagtige, med mindre opspareren betaler topskat. Personer med mindre end fem år til folkepensionsalderen kan i 2020 i stedet indbetale op til 50.200 kr. årligt på en aldersopsparing, som ikke medfører modregning. Hvis det skal kunne betale sig at indbetale til pension for opsparere, som nærmer sig folkepensionsalderen, er det således i de fleste tilfælde nødvendigt, at de har mulighed for, og rådgives til, at indbetale på aldersopsparingen.

Efterløn

Efterlønsordningen giver visse personer mulighed for at trække sig fra arbejdsmarkedet 3-5 år før folkepensionsalderen. Reglerne omkring efterløn er løbende blevet ændret, og derfor afhænger de specifikke regler af den enkelte borgers fødselsår, jf. tabel 2.2.

Tabel 2.2 **Efterlønsalder efter fødselsdato**

Fødselsdato	Folkepensionsalder	År på efterløn
Til 31-12-1955	65 til 67	5
01-01-1956 til 30-06-1959	67	3½ til 4½
01-07-1959 og frem	67 og op	3

Kilde: Borger.dk.

Foruden at have opnået efterlønsalderen er der også en række andre krav, før en borger kan modtage efterløn. Blandt andet skal borgeren have ret til dagpenge. Dvs. at borgeren skal have arbejdet et vist antal timer og opnået en vis indkomst i løbet af de seneste tre år og derudover være medlem af en a-kasse. Endelig skal borgeren have betalt efterlønsbidrag i mindst 30 år, og det første betalte bidrag skal foretages, før borgeren er fyldt 30 år.[60]

Som udgangspunkt svarer efterlønnens størrelse til den gældende dagpengesats. Dog sker der for efterlønnen, i modsætning til dagpenge, en modregning, som afhænger af størrelsen på borgerens pensionsopsparinger. Reglerne er forskellige alt efter, om borgeren er født før eller efter 1. januar 1956.

For personer, som er født efter 1. januar 1956, afhænger modregningen af, hvor store pensionsopsparinger borgeren har, samt hvorvidt pensionerne kommer til udbetaling under efterlønnen, eller først udbetales senere, jf. tabel 2.3.

[60] Reglerne om efterlønsbidrag er anderledes for personer født før 1-1-1978.

Tabel 2.3 **Modregning af efterlønnen som følge af pensionsordninger**

Type af ordning	Udbetales som engangsbeløb eller udbetales ikke	Udbetales løbende under efterlønnen
Livsvarige pensioner (uden depotværdi), som er led i et ansættelsesforhold.	Beregningsgrundlaget er 80 pct. af den indberettede årlige ydelse. Heraf trækkes 80 pct. fra i efterlønnen.	64 pct. af den faktisk udbetalte årlige ydelse trækkes fra i efterlønnen.
Livsvarige pensioner (uden depotværdi), som er private.	Beregningsgrundlaget er 80 pct. af den indberettede årlige ydelse. Heraf trækkes 80 pct. fra i efterlønnen.	Beregningsgrundlaget er 80 pct. af den indberettede årlige ydelse. Heraf trækkes 80 pct. fra i efterlønnen.
Pensioner med depotværdi, som er led i et ansættelsesforhold.	Beregningsgrundlaget er 5 pct. af pensionsformuen ved efterlønsalderen. Heraf trækkes 80 pct. fra i efterlønnen.	64 pct. af den faktisk udbetalte årlige ydelse trækkes fra i efterlønnen.
Pensioner med depotværdi, som er private.	Beregningsgrundlaget er 5 pct. af pensionsformuen ved efterlønsalderen. Heraf trækkes 80 pct. fra i efterlønnen.	Beregningsgrundlaget er 5 pct. af pensionsformuen ved efterlønsalderen. Heraf trækkes 80 pct. fra i efterlønnen.

Kilde: Borger.dk

Modregningen i efterlønnen forekommer, uanset om pensionen udbetales under efterlønnen eller ej. Hvis efterlønsmodtageren fx har en opsparing med en depotværdi på 1 mio. kr., vil der være en årlig modregning på 50.000 kr. Dette skal ses i forhold til, at den årlige udbetaling fra efterlønsordningen maksimalt er ca. 225.000 kr. årlig. Dertil kommer, at man for at modtage efterlønnen skal have betalt efterlønsbidrag i mindst 30 år. Efterlønsbidraget for fuldtidsforsikrede er på ca. 6.000 kr. om året. En efterlønsmodtager vil således have betalt mindst 180.000 kr. i efterlønsbidrag igennem arbejdslivet.[61]

Personer, som er født før 1. januar 1956, kan undgå modregning af efterlønnen ved at opfylde udskydelsesreglerne, som kræver, at borgeren udskyder udbetalingen af efterlønnen i mindst to år, og i denne periode har arbejde i et vist antal timer. Derudover skal borgeren udskyde udbetaling af private pensioner mindst til folkepensionsalderen. For borgere som ikke opfylder udskydelsesreglerne, forekommer der en modregning i efterlønnen som følge af pensionsopsparingernes størrelse.[62]

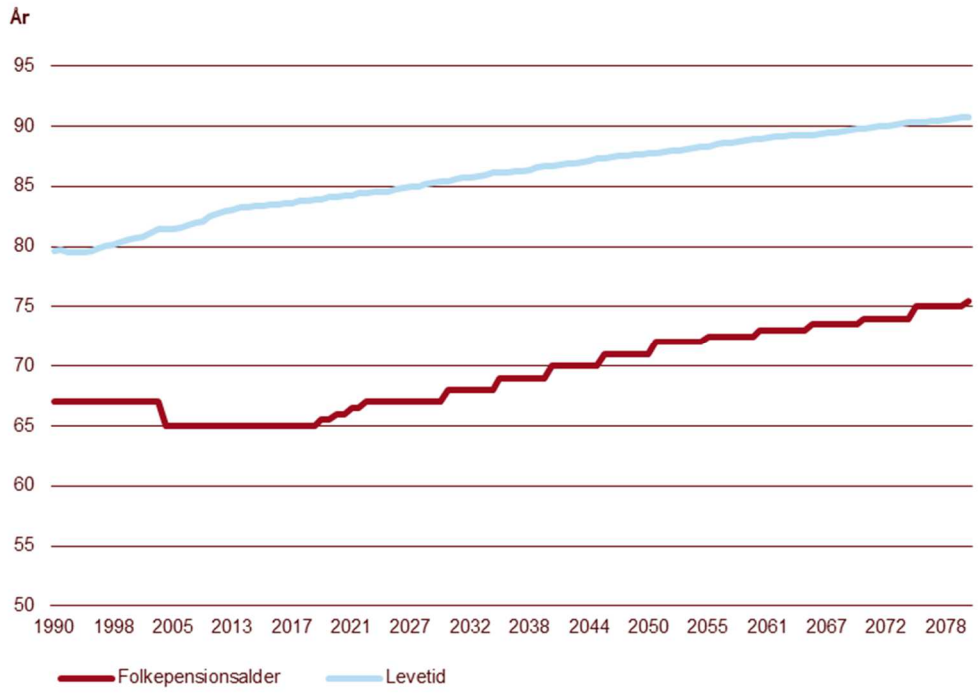
Tilbagetrækningsalder

Den gennemsnitlige levealder er vokset markant i løbet af de seneste 100 år. Det har givet anledning til ændringer i folkepensionsalderen. Folkepensionsalderen er i dag 68 år for personer født efter 1. januar 1963. Et bredt flertal har aftalt, at Folketinget hvert femte år skal tage stilling til, om folkepensionsalderen skal hæves yderligere med henblik på, at lade folkepensionsalderen følge den forventede levetid for en 60-årig. Dermed forventes det, at folkepensionsalderen løbende vil blive hævet til over 75 år frem mod 2080, jf. figur 2.12.

[61] Efterlønsbidraget kan trækkes fra i skat.

[62] Reglerne herom beskrives ikke nærmere.

Figur 2.12 **Forventet udvikling i levetid og folkepensionsalder**



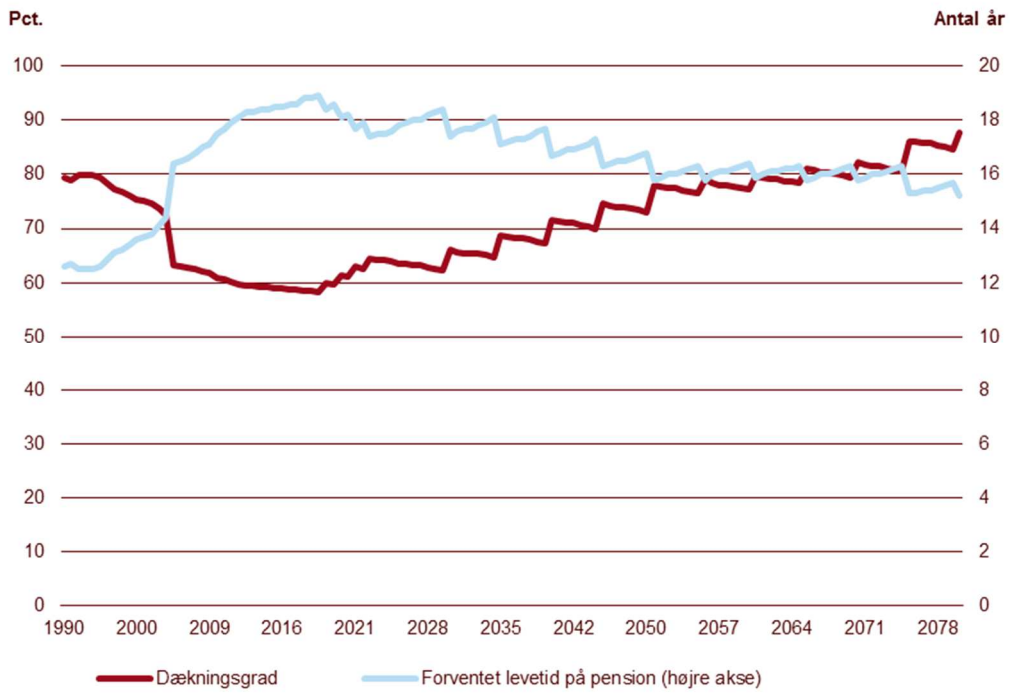
Kilde: Data fra Finansministeriets rapport "Det danske pensionssystem nu og i fremtiden".

Der er begrænsninger for, hvornår pensionsordninger tidligst kan komme til udbetaling. For pensionsordninger oprettet før 1. maj 2007 er tidligste udbetalingsalder 60 år. For pensionsordninger oprettet efter 1. maj 2007 afhænger tidligste udbetalingstidspunkt af den enkeltes folkepensionsalder. For ordninger oprettet før 1. januar 2018 er tidligste udbetalingstidspunkt fem år før folkepensionsalderen.[63] For ordninger oprettet efter 1. januar 2018 er tidligste udbetalingstidspunkt tre år før folkepensionsalderen. Hvis pensionsopsparingen hæves før tid, pålægges en afgift på 60 pct. For mange ordninger, særligt arbejdsmarkedspensioner, er det dog ikke muligt for den enkelte opsparer at hæve ordningen før tid, selv hvis indbetalingen til ordningen er stoppet.

Når folkepensionsalderen løbende hæves, medfører det i praksis, at den enkelte borger vil få flere år til at spare op til pension uden at have flere år på pension. Hævninger af folkepensionsalderen er således medvirkende til at øge de samlede bidragsbaserede pensionsopsparinger og dermed også dækningsgraden fra den enkelte, jf. figur 2.13. Dette er en del af et større politisk ønske om i højere grad at overgå fra et skattefinansieret system til et bidragsorienteret system.

[63] Folkepensionsalderen afhænger af den enkeltes fødselsår.

Figur 2.13 **Dækningsgrad som følge af højere folkepensionsalder**



Note: Beregningerne beror på en person med en årlig indkomst på 400.000 kr., som årligt indbetaler 12 pct. af indkomsten (svarende til 52.000 kr.) til pension. Det er antaget, at indbetalingerne starter som 30-årig og løber kontinuert indtil folkepensionsalderen. Der er antaget en årlig real vækstkorrigeret rentetilskrivning efter PAL-skat på 1,8 pct. svarende til, at opsparingen placeres 50 pct. i aktier med et langsigtet forventet afkast på 7 pct. og 50 pct. i et risikofrit aktiv med en langsigtet forventet rentetilskrivning på 4,5 pct. med en langsigtet realvækst på 3 pct. Den årlige pensionsudbetaling indeholder folkepensionens grundbeløb, men ikke andre offentlige ydelser.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra Finansministeriets rapport "Det danske pensionssystem nu og i fremtiden".

Reglen om at pensionsalderen skal følge middellevealderen, vil således medføre, at der spares gradvist mere op til pension. Fremtidens pensionister vil derfor alt andet lige have en væsentlig højere dækningsprocent end nuværende pensionister, både grundet den løbende modning af pensionssystemet samt den stigende pensionsalder.

2.4 Særlig efterspørgselsside på pensionsmarkedet

Pensionsopsparingen vil for langt de fleste danskere udgøre en væsentlig indtægtskilde, når de forlader arbejdsmarkedet og går på pension. Samtidig nedsætter de løbende indbetalinger til pension den disponible indkomst betydeligt for de erhvervsaktive. Pensionsopsparingen er derfor af væsentlig betydning for opsparernes privatøkonomi hele livet igennem.

I forbindelse med forbrugernes opsparing til alderdom er der en række beslutninger, som har betydning for opsparerens økonomiske situation både som erhvervsaktiv og som pensionist.

Det drejer sig bl.a. om, hvor stor en andel af opsparerens løn, der skal indbetales til pension, hvor stor risiko der skal være ved opsparingen, hvordan pengene skal udbetales, hvor godt opspareren skal være sikret mod fx tab af erhvervsevne i den erhvervsaktive alder, samt hvilket pensionsselskab, der skal administrere pensionen.

Alle disse beslutninger er komplekse for almindelige opsparere og kræver både en veludviklet finansiel forståelse samt tid. Kompleksiteten på pensionsmarkedet bliver forstærket af skattereglerne på området samt af sammenhængen mellem de offentligt finansierede pensionsydelser og pensioner gennem ansættelsesforhold (samspilsproblematikken).

De fleste danskere kommer i kontakt med pensionsmarkedet første gang i forbindelse med et ansættelsesforhold. Her vil de fleste opdage, at en lang række af de komplekse beslutninger er truffet for dem. Det gælder fx andelen af lønnen, som går til pensionsopsparingen og placeringen af pensionsopsparingen. På den måde adskiller pensionsmarkedet sig fra langt de fleste andre markeder ved, at beslutningskompetencen er uddelegeret.

Uddelegeret beslutningskompetence
Hvor beslutningerne træffes, afhænger af, hvilken type pensionsordning opspareren har. Først og fremmest er det afgørende, om pensionsordningen er placeret i søjle 2 eller søjle 3, jf. tabel 2.4. For de lovebestemte pensioner i søjle 1 ligger kompetencen hos Folketinget, med undtagelse af ATP og LD. I søjle 2, hvor pensionsordningen er tegnet som del af et ansættelsesforhold, er beslutningskompetencen i vidt omfang uddelegeret til arbejdsmarkedets parter eller arbejdspladsen. Der er dog elementer, som opspareren selv kan tage stilling til, fx flytning i forbindelse med jobskifte, og disse kan variere afhængigt af, om der er tale om en overenskomstbaseret ordning eller en firmapensionsordning. I søjle 3 kan opspareren frit bestemme over sin opsparing.

Tabel 2.4 **Beslutningstagere i de enkelte søjler**

		Hvem træffer beslutning om					
Ordning		**Valg af udbyder**	**Indhold i pensionsordning**	**Andel af løn til pension**	**Pensionsprodukt**	**Flytning**	**Nedsparing**
Søjle 2	Arbejdsmarkedspension – Offentlige arbejdsmarked	Overenskomstparterne – Det fremgår som oftest af overenskomsten.	Pensionsselskabet har en standardpakke, med varierende muligheder for til- og fravalg af fx depotsikring, aldersopsparing, ratepension og med varierende mulighed for at ændre på forsikringssummer ved kritisk sygdom, tab af erhvervsevne og død.	Fastsat i overenskomst. Evt. mulighed for at øge indbetalingsandelen..	Pensionsselskabet har ét eller flere produkter. I nogle tilfælde kan opspareren skifte produkt og/eller risikoprofil.	Ved jobskifte kan opspareren skifte pensionsudbyder.	Ikke muligt at flytte aldersopsparing eller ratepension samt livrente.
	Arbejdsmarkedspension – private arbejdsmarked	Overenskomstparterne – Det fremgår af overenskomsten. I nogle tilfælde muligt for arbejdsgiveren at vælge en anden udbyder.	Pensionsselskabet haren standardpakke, med varierende muligheder for til- og fravalg af fx depotsikring, aldersopsparing, ratepension og med varierende mulighed for at ændre på forsikringssummer ved kritisk sygdom, tab af erhvervsevne og død.	Fastsat i overenskomst. Evt. mulighed for at øge indbetalingsandelen. .	Pensionsselskabet har ét eller flere produkter. I nogle tilfælde kan opspareren vælge produkter fra/til og/eller justere risikoprofil	Ved jobskifte kan opspareren skifte pensionsudbyder.	Ikke muligt at flytte aldersopsparing eller ratepension samt livrente.
	Firmapensionsordning	Den enkelte virksomhed vælger udbyder evt. bistået af en forsikringsmægler.	Den enkelte virksomhed vælger oftest en standardpakke, typisk med mulighed for til- og fravalg.	Den enkelte virksomhed. Evt. mulighed for at øge indbetalingsandelen..	Opspareren har i de fleste tilfælde mulighed for at vælge mellem pensionsprodukter og risikoprofiler.	Ved jobskifte kan opspareren skifte pensionsudbyder.	Muligt at flytte aldersopsparing og ratepension. Evt. muligt at flytte livrente.
Søjle 3	Individuel ordning – Pensionsselskab	Opspareren	Opspareren	Opspareren	Opspareren	Opspareren	Muligt at flytte aldersopsparing og ratepension. Evt. muligt at flytte livrente.
	Individuel ordning – Pengeinstitut	Opspareren	Opspareren	Opspareren	Opspareren	Opspareren	Muligt at flytte aldersopsparing og ratepension.

Arbejdsmarkedspensioner

De opsparere, der har en overenskomstbaseret pensionsordning på det offentlige arbejdsmarked, har umiddelbart mindst valgfrihed. Her kan man ikke flytte sin pensionsordning, medmindre man skifter job, og der er ofte færre muligheder for at påvirke sammensætningen af pensionsproduktet. Det er arbejdsmarkedets parter, der træffer beslutning om, hvilket pensionsselskab, der skal forvalte opsparernes pension.

Der er i nogle tilfælde større valgfrihed på de overenskomstbaserede arbejdsmarkedspensioner på det private arbejdsmarked, men det afhænger af den enkelte ordning.

For arbejdsmarkedspensionerne fastsættes de overordnede krav til pension i selve overenskomsten. Det er således arbejdsmarkedets parter, der træffer beslutningerne om pensionsordningen på vegne af både den enkelte arbejdsgiver (fx et ministerium) og den enkelte opsparer (medarbejderen).

Overenskomsten vil typisk fastsætte, hvilken procentdel af lønnen der skal indbetales til pension for hhv. arbejdsgiver og arbejdstager. Det kan endvidere fremgå direkte af overenskomsten eller af bilag til denne, hvilket selskab der administrerer pensionsordningen. Ved overenskomstforhandlingerne tages bl.a. stilling til om den procentdel af lønnen, der skal indbetales til pension, skal ændres.

På det private arbejdsmarked har virksomheder i visse tilfælde i overenskomsten mulighed for at vælge pensionsselskab. I overenskomsten mellem DA og HK på butiksområdet fremgår det fx, at udgangspunktet er, at PFA er pensionsleverandør, men der kan vælges en anden udbyder, såfremt en virksomhed ønsker det, og flertallet af medarbejderne tilslutter sig skiftet ved en afstemning. I de fleste overenskomster er der dog ikke denne mulighed.

Når en opsparer er gået på pension og skal til at forbruge af sin opsparede formue, er typen af ordning og udbetalingsformen afgørende for, om opspareren har råderet over pensionsopsparingen. I arbejdsmarkedspensionsordningerne er det for de fleste ikke muligt at flytte opsparingen, når man er gået på pension. Det skyldes bl.a. forsikringsbetingelser, der påskriver, at så snart pensionsudbetalingen er påbegyndt, kan den ikke flyttes.

Firmapensionsordning

I firmapensionsordningerne er det typisk den enkelte virksomhed, som vælger pensionsudbyder på vegne af de ansatte. Der vil dog typisk være lidt større valgfrihed for opspareren end i arbejdsmarkedspensionsordningerne i forhold til investeringernes risikoprofil og valg af tillægsforsikringer.

Når en virksomhed vælger pensionsselskab, sker det ofte ved, at virksomheden henvender sig til en forsikringsmægler. Mægleren udbyder virksomhedens pensionsordning blandt udvalgte pensionsselskaber og rådgiver virksomheden om valg af ordning. Dermed skabes konkurrence om at levere det bedste bud.

Visse forsikringsmæglere sælger også egne ydelser, fx investeringsværktøjer, og kan endvidere tilbyde at varetage den løbende rådgivning og servicering af virksomhedens pensionsordning.

For firmapensionsordninger er det typisk muligt at flytte sin ratepension og aldersopsparing, selvom ordningen er under udbetaling. Livrenter er dog naturligt vanskeligere at flytte pga. forskellige betingelser og standarder for levetidsgrundlag i forskellige selskaber.

Individuelle ordninger

De individuelle pensionsordninger er kendetegnet ved, at det er opspareren, der selv tager initiativ til at oprette en ordning. Opspareren tager kontakt til en uafhængig pensionsrådgiver eller en rådgiver i et pengeinstitut eller et pensionsselskab, for at få hjælp til at oprette en ordning og eventuelt vejledning i, hvordan ordningen skal sættes sammen.

Relevante informationer for opsparerne

Det at vurdere en samlet pensionsdækning og træffe beslutning om pensionsforhold er komplekst og kræver stort overblik. Det skyldes, at dækningerne er komplekse, omfatter forsikringsprodukter, og spiller sammen med bl.a. de offentlige ydelser. Herudover afhænger valg af produkt og opsparing af forventet levetid, familieforhold m.v. Endelig er det væsentligt at have overblik over, hvor effektivt pensionen kan administreres af forskellige pensionsselskaber.

Disse informationer kan samlet bruges til at vurdere, om pensionsordning opfylder opsparerens behov både i den erhvervsaktive alder og fremtidige behov som pensionist, herunder om ordningen skal justeres.

Informationerne kan i dag indhentes digitalt. Borger.dk leverer generel og faktuel information om pension og efterløn primært med fokus på folkepensionen.

Opsparerens egne pensioner vil oftest være beskrevet på en personlig side knyttet til hjemmesiden hos det pensionsselskab, hvor pensionsordningen er placeret. Her kan man bl.a. se, hvor meget man samlet har indbetalt i pågældende selskab, hvor meget man kan forvente at få udbetalt som pensionist, og hvad man har betalt for sin pensionsordning i det foregående år.

Har opspareren behov for et samlet overblik over alle sine pensioner, herunder også ATP og folkepension, kan opspareren benytte hjemmesiden PensionsInfo.dk. Siden er et samarbejde mellem alle danske pensions- og pengeinstitutter, ATP, LD og offentlige myndigheder og viser bl.a., hvor opsparerens pensionsopsparinger er placeret. Siden viser individuelt beregnede pensionsprognoser ved flere tilbagetrækningsaldre. Derudover findes oplysninger om alle forsikringer tegnet i pensionsselskaber.

Sideløbende har brancheorganisationen Forsikring og Pension lanceret forskellige værktøjer, som skal hjælpe opsparere til at få overblik over pensionsforhold. Det gælder fx Forsikring og Pensions Fakta om pension. Her kan opspareren sammenligne pensionsordninger i forskellige selskaber med hensyn til bl.a. afkast, valgmuligheder og forsikringer. Oplysningerne er kun for ordninger tegnet gennem ansættelsesforhold og er baseret på forskellige typer af opsparere i selskaberne og ikke den specifikke bruger.

Derudover kan opsparerne se selskabernes omkostningerne i selskabernes omkostningsberegner, som siden 2012 har været på selskabernes hjemmesider. Omkostningsmåleren er et beregningsværktøj, der viser omkostningsniveauet ved de forskellige typer pensionsordninger i selskabet. Oplysningerne er for en typisk opsparer i selskabet og ikke personlig for den specifikke bruger.[64]

[64] Den enkelte forbruger kan dog se et personaliseret ÅOP og ÅOK for det foregående år på forbrugerens personlige side på pensionsselskabets hjemmeside. ÅOP og ÅOK er ligeledes beregnet på baggrund af fælles beregningsprincipper fra Forsikring og Pension.

Endelig kan opspareren på pensionsmaaler.dk sammenligne den skønnede pension med den nuværende indkomst. Måleren regner med udgangspunkt i en 20-årig ratepension fra folkepensionsalderen, men kan også vise den forventede pension ved andre udbetalingsperioder (10-25 år eller livsvarigt). Fx kan man se betydningen af at hæve indbetalingen til pensionen under en række stiliserede antagelser.

2.5 Produkter på det danske pensionsmarked

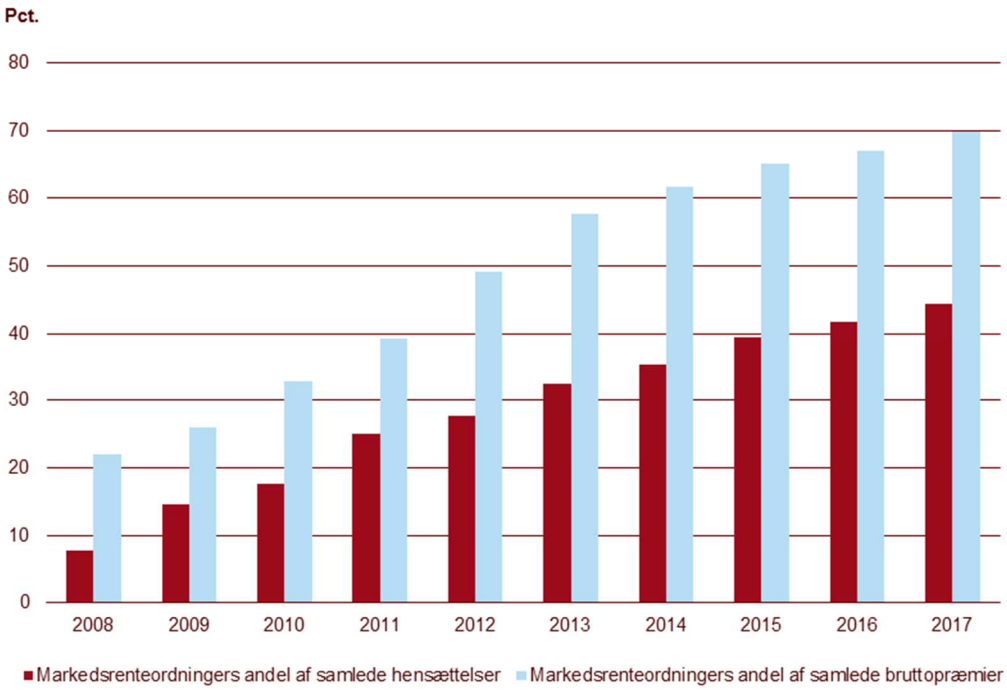
En pensionsordning vil typisk bestå af en ren pensionsdel, evt. med et forsikringselement, samt en række (andre) tilknyttede forsikringer. En del af pensionsindbetalingen[65] (eller af de opsparede midler) går således til forsikringspræmier og omkostninger. Den resterende del vil blive placeret på opsparerens depot og blive investeret. Der er forskelle på, hvordan investeringen sammensættes på aktiver, hvordan rentetilskrivningen til depotet foregår, og hvilke omkostninger der fratrækkes, alt afhængig af det specifikke pensionsprodukt. Derudover findes en række forsikringsprodukter, som kan tilknyttes ordningen. Pensions- og forsikringsprodukter behandles separat i det følgende.

Pensionsprodukter
Mange pensionsselskaber tilbyder flere forskellige pensionsprodukter. Disse pensionsprodukter kan overordnet opdeles i to kategorier – gennemsnitsrenteprodukter og markedsrenteprodukter.

Ved indførelsen af de første bidragsbaserede pensionsordninger tilbød pensionsselskaberne kun gennemsnitsrenteprodukter. I starten af 00'erne begyndte flere selskaber imidlertid at tilbyde markedsrenteprodukter, og i løbet af de seneste 10 år er andelen af markedsrenteprodukter steget. I de selskaber, som indgår i Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens markedsundersøgelse, var det 70 pct. af bruttopræmiebetalingerne, som i 2017 gik til markedsrenteordninger, mens hensættelserne til markedsrenteordninger udgjorde 44 pct. af de samlede hensættelser (dvs., at 44 pct. af formuen er placeret i markedsrenteprodukter). Disse andele er således mere end tredoblet siden 2008, jf. figur 2.14.

[65] Der findes også enkelte ydelsesdefinerede pensionsprodukter i form af tjenestemandspension og visse ordninger i firmapensionskasser, hvor slutkunden ikke foretager løbende indbetalinger. Disse er dog ikke konkurrenceudsatte og indgår ikke i beskrivelsen.

Figur 2.14 **Andelen af markedsrenteordninger i Danmark**



Anm.: Beregningen omfatter kun bruttopræmier og hensættelser fra pensionsselskaber, som er indgået i Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens dataforespørgsel.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra pensionsselskaberne

Gennemsnitsrenteprodukter

Traditionelt har gennemsnitsrenteprodukter været karakteriseret ved, at opspareren på tegningstidspunktet stilles garantier omkring, hvilken ydelse han/hun vil modtage. Den garanterede ydelse er i realiteten en minimumsydelse, da udbetalingerne kan blive større end det garanterede, hvis selskabet fx opnår et højt afkast på aktiverne tilknyttet produktet (men som udgangspunkt kan ydelserne ikke blive mindre end det garanterede). Der er dog siden finanskrisen i 2008 udviklet en række gennemsnitsrenteprodukter, som har betingede garantier, hensigtserklæringer i stedet for garantier, eller som er helt uden garantier.

Ved et gennemsnitsrenteprodukt afhænger rentetilskrivningen ikke direkte af afkastet på pensionsselskabets aktiver. I stedet bestemmer pensionsselskabet, hvor høj rentetilskrivningen skal være i det enkelte år (den såkaldte kontorente eller depotrente). Hvis afkastet på selskabets aktiver har været højt, vil depotrenten typisk sættes lavere end afkastet. Det resterende afkast vil blive gemt som *kollektivt bonuspotentiale*. I år med lavt afkast på selskabets aktiver vil depotrenten derimod typisk overstige årets afkast, og den ekstra forrentning til opsparerne finansieres af bonuspotentialet. På den måde sker der en udjævning af forrentningen mellem "gode" og "dårlige" år.

De fleste gennemsnitsrenteprodukter indeholder fortsat visse garantier om udbetaling af ydelser. Det betyder, at når opspareren begynder sin første indbetaling, garanterer selskabet en vis minimumsydelse, som opspareren vil modtage ved pension (givet at opspareren forsætter med at indbetale indtil pensionen). Fastsættelsen af den garanterede ydelse kræver antagelser omkring renten, biometriske risici og omkostninger, jf. boks 2.10.

Boks 2.10
Beregning af garanterede ydelser

Ved oprettelse af et gennemsnitsrenteprodukt med garantier fastsættes en garanteret ydelse baseret på fremtidige aftalte indbetalinger (præmier) fratrukket omkostninger m.v. Den garanterede ydelse fastsættes, så værdien af de garanterede ydelser er lig værdien af de fremtidige præmier. Til beregningen af værdierne skal der benyttes forudsætninger om fremtidig rente, omkostninger samt biometriske risici (fx risiko for død og invaliditet). Beregningen af den garanterede ydelse, kan illustreres ved et simpelt eksempel:

En opsparer aftaler med et pensionsselskab at indbetale 100 kr. hvert år i 20 år for herefter at modtage en udbetaling fra en ophørende livrente i 10 år. Dvs. en ydelse, der som udgangspunkt udbetales i 10 år, men hvis opspareren dør inden eller under udbetalingen, udbetales der ikke (yderligere) ydelser. Det antages, for simplicitetens skyld, at der benyttes en fast rente, r, en fast omkostningssats, c, som fratrækkes fra renten hvert år, og en fast sandsynlighed for at dø hvert år, δ. Der ses bort fra skat og risiko for fx invaliditet.

Værdien af præmierne findes ved at diskontere hver af de fremtidige præmier med renten fratrukket alle omkostningerne inkl. forrentning af basiskapital. Derudover skal der tages højde for, at selskabet kun modtager præmien, hvis opspareren er i live. Den diskonterede værdi af en præmiebetaling skal således ganges med sandsynligheden for, at opspareren er i live på betalingstidspunktet:

$$Værdi\ af\ præmier = \sum_{t=0}^{19} (1-\delta)^t \frac{100\ kr.}{(1+r-c)^t}$$

Værdien af de garanterede ydelser findes ved at diskontere hver af de fremtidige udbetalinger med renten fratrukket omkostningerne. Derudover skal de diskonterede værdier ganges med sandsynligheden for, at opspareren er i live på det givne udbetalingstidspunkt, da selskabet kun skal foretage udbetalingen, hvis opspareren er i live. Ved en udbetaling på x kr. om året er værdien af de garanterede ydelser givet ved.

$$Værdi\ af\ garanterede\ ydelser = \sum_{t=20}^{29} (1-\delta)^t \frac{x\ kr.}{(1+r-c)^t}$$

Ved at sætte værdien af præmier lig værdien af garanterede ydelser, fås den garanterede årlige ydelse for forskellige kombinationer af rente, omkostninger og sandsynlighed for død.

	Rente fratrukket omkostninger (r – c)				
Sandsynlighed for død (δ)	**0,50 pct.**	**1,50 pct.**	**2,50 pct.**	**3,50 pct.**	**4,50 pct.**
0,50 pct.	233 kr.	271 kr.	316 kr.	368 kr.	430 kr.
1,00 pct.	251 kr.	293 kr.	342 kr.	399 kr.	467 kr.
1,50 pct.	272 kr.	317 kr.	371 kr.	433 kr.	507 kr.
2,00 pct.	294 kr.	344 kr.	402 kr.	471 kr.	551 kr.

Jo højere rente (og lavere omkostninger), som bruges til beregningen, jo højere bliver den garanterede ydelse. Samtidig medfører højere dødeligheder en højere garanteret ydelse (gælder kun for ordninger uden fuld opsparingssikring, fx livrenter). Det er som udgangspunkt det enkelte selskab, som fastsætter forudsætningerne for beregning af garanterede ydelser, dog inden for stramme regulatoriske rammer.

Som det fremgår af lov om finansiel virksomhed § 21 stk. 4, skal forsikringer tegnet i pensionsselskaber tegnes på et "forsigtigt" grundlag. Det betyder, at det enkelte pensionsselskab skal bruge forudsætninger om rente, omkostninger og biometriske risici, som giver en lavere garanteret ydelse, end hvad der kunne stilles med realistiske forudsætninger. Mens der ikke er eksplicitte krav til forudsætningerne om omkostninger og biometriske risici, fastsætter Finanstilsynet en maksimal (grundlags)rente, som pensionsselskaber må bruge til at udregne en evt. garanteret ydelse, jf. tabel 2.5.

Tabel 2.5 **Oversigt over historiske lofter for grundlagsrenter**

Dato	Maksimal grundlagsrente (pct.)
Til 1. juli 1994	5
Fra 1. juli 1994	3
Fra 1. juli 1999	2
Fra 1. januar 2011	1

Note: Ofte fratrækkes et omkostnings- og sikkerhedstillæg på 0,5 procentpoint fra grundlagsrenten.

Kilde: Finanstilsynet

Mens beregningen af de garanterede ydelser ved tegning skal baseres på *forsigtige* forudsætninger, skal pensionsselskabet løbende foretage et bedste skøn af værdien af de garanterede ydelser med *realistiske* forudsætninger. Det medfører fx, at hvis renten falder, vil værdien af de garanterede ydelser stige, da garantierne bliver dyrere at leve op til for selskabet.

Ældre pensionsordninger har ofte høje rentegarantier i forhold til det nuværende lave renteniveau. Samtidig har mange ældre pensionsordninger forudsætninger for levetider, som antager høje dødeligheder i forhold til den observerede dødelighed i dag. Derfor foretager mange pensionsselskaber meget sikre investeringer med lavt forventet afkast. Hvis markedsrenten er høj i forhold til garantierne, kan et pensionsselskab placere en mindre del af midlerne i sikre investeringer og stadig være (forholdsvis) sikker på at opnå det garanterede afkast. Det giver mulighed for at placere en større andel af midlerne i mere risikable aktiver med et højere forventet afkast, uden at selskabet løber en stor risiko. Det omvendte er tilfældet ved lave markedsrenter.

Samtidig kan det blive svært for pensionsselskaberne at opnå et højt nok afkast til at opfylde de givne garantier, da de sikre investeringer ikke giver tilstrækkeligt afkast til at leve op til garantierne. Derfor har mange pensionsselskaber ændret deres garantier til betingede garantier eller hensigtserklæringer for nye kunder. Derudover har mange selskaber forsøgt at flytte eksisterende opsparere væk fra produkter med høje garantier til markedsrenteprodukter (eller gennemsnitsrenteprodukter med betingede eller ingen garantier). Typisk er dette sket ved, at opsparerne har fået mulighed for at få en *omvalgsbonus*, hvor de har kunnet få en andel af det kollektive bonuspotentiale, samt eventuelle ekstrahensættelser til garantierne, tilskrevet depotet, hvis de opgiver deres garantier. Samtidig kan opspareren typisk opnå en højere forventet forrentning mod at opgive sikkerheden, som følger af garantien.

Gennemsnitsrenteprodukter er som udgangspunkt underlagt kontributionsprincippet. Kontributionsprincippet har til formål at sikre en "rimelig" fordeling af overskud på forsikringen mellem pensionsselskabet og opsparerne samt mellem de enkelte opsparere, jf. boks 2.11.

Boks 2.11
Kontributionsprincippet

Da pensionsselskaber kun kan stille "forsigtige" garantier ifølge lov om finansiel virksomhed, vil der ved tegning af en pensionsordning med garantier være stor sandsynlighed for, at forsikringen vil give overskud for pensionsselskabet i forhold til det garanterede grundlag. Det anses derfor for rimeligt, at en del af dette overskud betales tilbage til opsparerne. Dette betegnes som bonus, og livs- og pensionsforsikringer, hvor (dele af) tegningsgrundlaget er garanteret, betegnes derfor som forsikringer med ret til bonus.

Forsikringer med ret til bonus er reguleret via kontributionsbekendtgørelsen. Kontributionsbekendtgørelsen specificerer nærmere, hvordan overskud på forsikringer skal fordeles rimeligt. Der skal både være en rimelig fordeling mellem pensionsselskab og opsparere samt mellem de enkelte opsparere.

Det beregningsmæssige kontributionsprincip regulerer fordelingen mellem pensionsselskab og opsparere. Pensionsselskabet skal hvert år opgøre et teknisk grundlag til Finanstilsynet, hvor de bl.a. skal redegøre for, hvor stor en procentdel af hensættelserne, der skal tilfalde selskabets basiskapital. Betalingen til basiskapital foregår via risikoforrentning. Hvis årets realiserede resultat ikke er tilstrækkeligt til, at selskabet kan indhente den anmeldte risikoforrentning, kan det indhentes i bonuspotentialerne (først i kollektive bonuspotentialer og herefter i individuelle bonuspotentialer). Hvis bonuspotentialerne ikke er tilstrækkelige, kan selskabet ikke opkræve (al) risikoforrentning.

Den andel af resultatet, som tilfalder egenkapitalen, skal være "rimelig" i forhold til den risiko, som påhviler egenkapitalen. Der er dog ikke nærmere retningslinjer for, hvad en rimelig betaling til egenkapitalen omfatter.

Det fordelingsmæssige kontributionsprincip regulerer fordelingen mellem de individuelle opsparere. Det fordelingsmæssige kontributionsprincip skal sikre, at der ikke sker en omfordeling "af betydelig økonomisk størrelse" mellem de enkelte forsikringstagere, ud over hvad følger af risikodækningerne i forsikringerne. Fx er det ikke tilladt at opkræve to forskellige risikopræmier for en invalideforsikring fra to ens (eller homogene) opsparer, hvis fordelingen af det realiserede resultat er ens for de to opsparere. Til gengæld er det tilladt, at der sker en omfordeling fra opsparere, som ikke er invalide til opsparere, som er tilkendt invalidedækningen, da dette følger af den naturlige risikodækning fra forsikringen.

Den rimelige fordeling mellem opsparere skal bl.a. sikres ved, at hver opsparer skal inddeles i hhv. en omkostnings-, risiko- og rentegruppe. Grupperne opstår, fordi selskabet hvert år har tre forskellige resultater, som skal fordeles mellem selskabet og opsparerne. For det første er der et renteresultat, som er årets investeringsresultat fratrukket de tilskrevne rentegarantier. For det andet er der et risikoresultat, som er de opkrævede risikopræmier fratrukket de udbetalte forsikringsydelser. Til sidst er der et omkostningsresultat, som er de opkrævede omkostninger fratrukket selskabets reelle omkostninger. Der laves således et separat resultat for hver kontributionsgruppe, som kun kan fordeles mellem opsparerne i den givne gruppe.

Opdelingskriterierne skal være objektive og ens for alle og skal sikre, at medlemmer i en given gruppe er homogene. Dvs. at opsparerne i den enkelte gruppe skal være homogene inden for udvælgelseskriteriet. Fx skal opsparere i samme omkostningsgruppe være homogene mht. den omkostning, de påfører pensionsselskabet. For ordninger tegnet gennem kollektiv overenskomst behøver kravet om homogenitet ikke at være opfyldt.

Med hensyn til inddelingen i rentegrupper er det eksplicit angivet, at hver rentegruppe skal indeholde ordninger med et grundlagsrentespænd på maksimalt ét procentpoint. Opdelingen i rentegrupper sikrer, at der ikke sker en omfordeling fra opsparere med lave grundlagsrenter til opsparere med høje grundlagsrenter. Ældre ordninger kan have høje grundlagsrenter, som kan gøre det svært for selskaberne at leve op til garantierne. Det medfører, at selskabet er tvunget til at investere i forholdsvis sikre aktiver for denne gruppe.

For nye ordninger med lave grundlagsrenter kan det være optimalt at investere i mere risikofyldte aktiver for at opnå et højere forventet afkast. Med kontributionsprincippet skal disse nye ordninger indgå i andre rentegrupper end ældre ordninger med høje grundlagsrenter, og selskabet kan således lave en anden aktivsammensætning for de nye ordninger. Samtidig kan selskaberne ikke direkte bruge bonuspotentialet, som er optjent på de nye ordninger, til at dække garantierne på de ældre ordninger.

Det fordelingsmæssige kontributionsprincip specificerer yderligere, at der ikke må ske omfordeling af betydelig økonomisk størrelse *inden* for de enkelte omkostnings-, risiko- og rentegrupper.

Markedsrenteprodukter

Ved et markedsrenteprodukt følger rentetilskrivningen på pensionsopsparingen direkte afkastet på en række underliggende aktiver, som opsparingen er placeret i. De fleste selskaber tilbyder en række forskellige markedsrenteprodukter, hvor opspareren kan vælge mellem for-

skellige investeringsprofiler. Typisk er disse investeringsprofiler opdelt på risiko, så opspareren kan vælge, hvor stor risiko der skal tages i investeringerne. Derudover sker der i mange markedsrenteprodukter (de såkaldte livscyklusprodukter) automatisk en gradvis nedtrapning af risikoen i takt med, at pensionsalderen nærmer sig.

I nogle selskaber tilbydes også et produkt, hvor man selv kan vælge, hvilke aktiver der skal investeres i. Typisk kan valget foretages mellem en række forskellige investeringsfonde, men i visse selskaber kan der også vælges specifikke værdipapirer. Det er selskabet, som fastsætter, hvilke fonde/værdipapirer, opspareren kan vælge at sammensætte sin portefølje ud fra.

Nogle selskaber tilbyder en garanti, som fx kan sikre, at forrentningen aldrig bliver lavere end 0 pct. Når opspareren har tilkøbt en garanti, vil der være begrænset (oftest ingen) valgfrihed omkring investeringernes sammensætning. Uden en garanti, løber opspareren hele risikoen for udviklingen i fx afkast, omkostninger og levetider[66].

Et pensionsselskab skal løbende sætte penge til side for at kunne leve op til pensionsforpligtigelserne over for opsparerne. Disse penge betegnes som *hensættelser*. Hensættelserne kan afvige fra de depoter, som opsparerne har, og sammensætningen af hensættelserne er forskellig for hhv. markedsrente- og gennemsnitsrenteprodukter, jf. boks 2.12.

Boks 2.12
Hensættelser til pensionsprodukter.

Hensættelser dækker over de midler i et pensionsselskab, som er sat til side for at kunne leve op til de pensionsforpligtigelser, selskabet har over for opspareren. Der er betydelig forskel på hensættelserne til hhv. markedsrenteprodukter og gennemsnitsrenteprodukter.

For markedsrenteprodukter vil hensættelsen til en opsparer i de fleste tilfælde nogenlunde svare til det depot, som opspareren har. Der skal dog hensættes en risikomargen, som afspejler den risiko, opsparerne påfører selskabet. Denne vil dog i teorien være meget lav, og evt. 0, hvis der ikke er afgivet garantier til opspareren. Opspareren indbetaler løbende til ordningen. Disse indbetalinger, fratrukket eventuelle omkostninger, indsættes på depotet. Herefter forrentes depotet løbende med afkastet af de tilknyttede aktiver og fratrukket omkostninger. Da depotets størrelse direkte ændres med ændringer i de tilknyttede aktivers værdi, har det som udgangspunkt ingen direkte betydning for selskabet, at værdien af aktiverne ændres.

For gennemsnitsrenteprodukter opdeles de samlede hensættelser i en række forskellige typer. Som udgangspunkt garanterer selskabet en vis ydelse, når kunden tegner gennemsnitsrenteordningen. Selskabet skal altid have midler sat til side for at kunne leve op til denne garanti. Hensættelserne, som skal sættes til side for at leve op til garantierne, kaldes garanterede ydelser (GY), og beregnes som forskellen på hhv. nutidsværdien af de fremtidige garanterede ydelser hhv. nutidsværdien af de fremtidige aftalte indbetalinger, dog mindst 0.

Det vil dog ofte være tilfældet, at de samlede hensættelser for en gruppe af gennemsnitsrenteopsparere vil være større end GY. Det skyldes, at garantier skal beregnes på et forsigtigt grundlag, og den reelle værdi af alle (fremtidige) indbetalinger overstiger derfor typisk værdien af de garanterede pensionsydelser. Forskellen i værdien på hhv. aktiverne tilknyttet gruppen af gennemsnitsrenteopsparere hhv. den samlede GY for gruppen benævnes som bonuspotentiale. Bonuspotentiale opdeles i kollektivt bonuspotentiale, hvor den enkelte som udgangspunkt ikke har ret til en vis andel, og individuelt bonuspotentiale som er fordelt på de enkelte opsparer.

[66] For en kunde med en livsvarig livrente løber kunden ingen risiko for sin egen levetid, men løber i stedet risikoen for ændringer i andre kunders levetid.

Ændringer i aktivernes værdi eller en ændring i beregningsforudsætninger, fx ændringer i rente eller levetider, vil ikke få direkte konsekvenser for opspareren, men har betydning for hensættelserne. Ved et fald i renten vil GY som regel stige, da det bliver dyrere at leve op til de garanterede ydelser. Det vil i første omgang sænke bonuspotentialerne, først det kollektive og herefter det individuelle. Hvis bonuspotentialet ikke er tilstrækkeligt, vil basiskapitalen blive reduceret for at kunne hensætte hele GY.

Der er forskel på det depot (eller retrospektiv hensættelse), som den enkelte opsparer har, og de hensættelser som skal dække opsparerens pension. Det skyldes overordnet to faktorer. For det første er en del af hensættelserne kollektive (det kollektive bonuspotentiale) og er ikke fordelt til de enkelte opsparere. For det andet kan aktivernes værdi eller beregningsforudsætningerne ændre sig så meget, at GY overstiger opsparerens depot. Det svarer til, at de garanterede udbetalinger er højere end de udbetalinger, opspareren kan få på baggrund af sit depot.

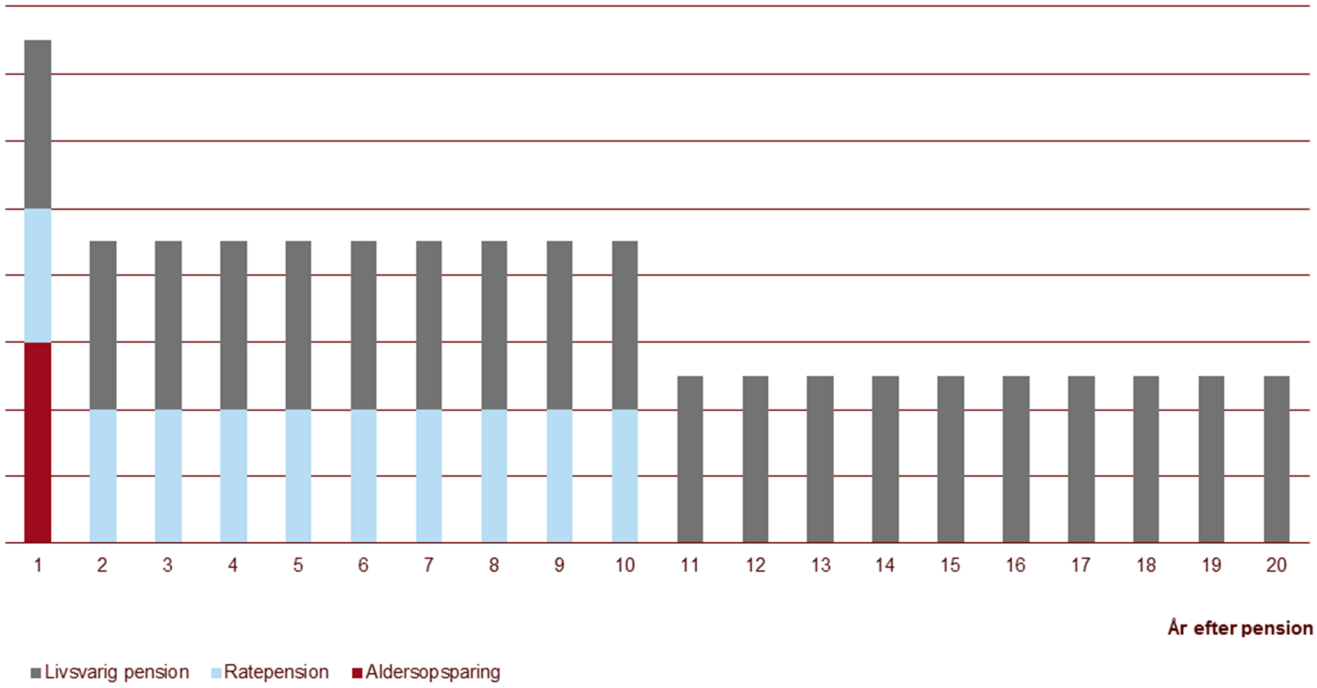
Udbetalingsprofil

Ud over at der findes forskellige pensionsprodukter, findes der ligeledes forskellige former for udbetalingsmåder for en pensionsordning. En pensionsordning kan overordnet udbetales på tre forskellige måder i henhold til pensionsbeskatningsloven:

1. Som en livsvarig ydelse
2. I rater, som fortsætter i (maksimalt) en på forhånd fastsat årrække
3. Som et engangsbeløb.

Ofte vil den enkelte opsparer have en kombination af flere forskellige udbetalingstyper. Foruden skatte- og modregningsmæssige hensyn spiller individuelle præferencer en rolle mht. den optimale sammensætning af opsparingen. Fx kan nogle have et ønske om at have større udbetalinger tidligt i pensionisttilværelsen, hvor helbredet må forventes at være bedre. Andre kan have et ønske om at have en mere stabil indkomst resten af livet. I figur 2.15 er givet et eksempel på en udbetalingsprofil med alle tre udbetalingstyper.

Figur 2.15 **Eksempel på udbetalingsprofil**



Note: Aldersopsparingen kan også udbetales i ophørende eller livsvarige rater i stedet for som et eller flere engangsbeløb.

Anm.: I realiteten vil udbetalingerne sjældent være helt konstante, men vil svinge i takt med afkast, omkostninger og ændringer i levetider.

Kilde: Egen illustration.

Livrenter (livsvarig og ophørende livrente) adskiller sig fra andre udbetalingsformer, da der er et indbygget forsikringselement i denne opsparingsform. En aldersopsparing udbetales (som udgangspunkt) som et engangsbeløb, der afspejler den indbetalte sum efter forrentning, omkostninger m.v. Det samme er tilfældet for en ratepension, hvor det samlede beløb dog udbetales over en årrække og ikke som et engangsbeløb. Det resterende depot udbetales til de efterladte, hvis pensionisten dør, inden alle udbetalinger har fundet sted.

Ved livrenter stopper udbetalingen ved pensionistens død. Det resterende depot udbetales (som udgangspunkt) ikke til de efterladte, men fordeles til de resterende opsparere i livrente. Ved en *livsvarig* livrente er der tale om en forsikring, som betyder, at man er garanteret et beløb, selv om man lever længere, end hvad der lige lå i kortene. Livrenter er således en billig måde at sikre sig pensionsindkomst på, fordi depoterne for opsparerne i livrente, som er døde, fordeles blandt de opsparere, som fortsat er i live, jf. boks 2.13.

Boks 2.13
Illustration af livrente-udbetalinger

Som et eksempel antages, at 10 kommende pensionister hver har opsparet 1.000.000 kr. De ved, at én af dem vil dø hvert år, men de ved ikke hvem, der dør hvornår. Den maksimale levetid er dermed 10 år. Den enkelte kan nu vælge at få sin egen opsparing udbetalt løbende eller at deltage i livrentepulje, som er en forsikring. For at simplificere beregningerne antages det, at pengene ikke bliver forrentet.

Hvis den enkelte pensionist skal være sikker på at have penge resten af livet, skal opsparingen deles med 10, så hver pensionist får 100.000 kr. udbetalt hvert år resten af livet. Det svarer til udbetalingsformen fra en ratepension.

I stedet kan de 10 pensionister imidlertid vælge at gå sammen om en "livrentepulje", hvor der kun udbetales penge til de overlevende. Den årlige udbetaling fra livrentepuljen bliver således 181.818 kr. i stedet for de 100.000 kr., som kunne opnås ved selv at sørge for udbetalingerne uden for livrenteordningen.

Fordelen ved ordningen er, at deltagerne årligt kan se frem til større indkomst, hvis de deltager i ordningen, end hvis de ikke gør, idet de ikke ved hvem, der dør tidligt, og hvem der lever længe. Ex post, dvs. når alle er døde kan man se tilbage og sige, at der er sket en omfordeling fra de, der døde først, til de, der levede længe, men hele grundideen i forsikringen er, at man ikke på forhånd kunne forudse dette, da forsikringsaftalen blev indgået, og at dette giver en merforrentning ift., hvis man selv skulle spare op.

Beløbet på de 181.818 kr. findes rent teknisk på følgende måde: Samlet har pensionisterne 10.000.000 kr. De ved, at der det første år skal udbetales penge til alle 10. Det næste år vil der kun være 9 tilbage osv. Hvis den årlige udbetaling til den enkelte pensionist betegnes med x, vil den samlede udbetaling være givet ved:

$$10x + 9x + 8x + \cdots + x = 55x$$

Den samlede opsparing skal derfor deles med 55 for at sikre, at der præcis er penge nok til at dække alle udbetalinger. Den årlige udbetaling til den enkelte pensionist bliver således:

$$x = \frac{10.000.000}{55} = 181.818$$

Den årlige udbetaling fra livrentepuljen bliver derfor 181.818 kr. i stedet for de 100.000 kr., som kunne opnås ved selv at sørge for udbetalingerne uden en samlet pulje.

Det ovenstående eksempel er naturligvis forsimplet, men approksimerer den situation et pensionsselskab med mange kunder står over for. Selvom pensionsselskabet ikke ved præcist, hvor mange, der dør hvert år, vil loven om store tal tilsige, at andelen, som dør, vil ligge meget tæt på den forventede dødelighedssandsynlighed for alle opsparerne.

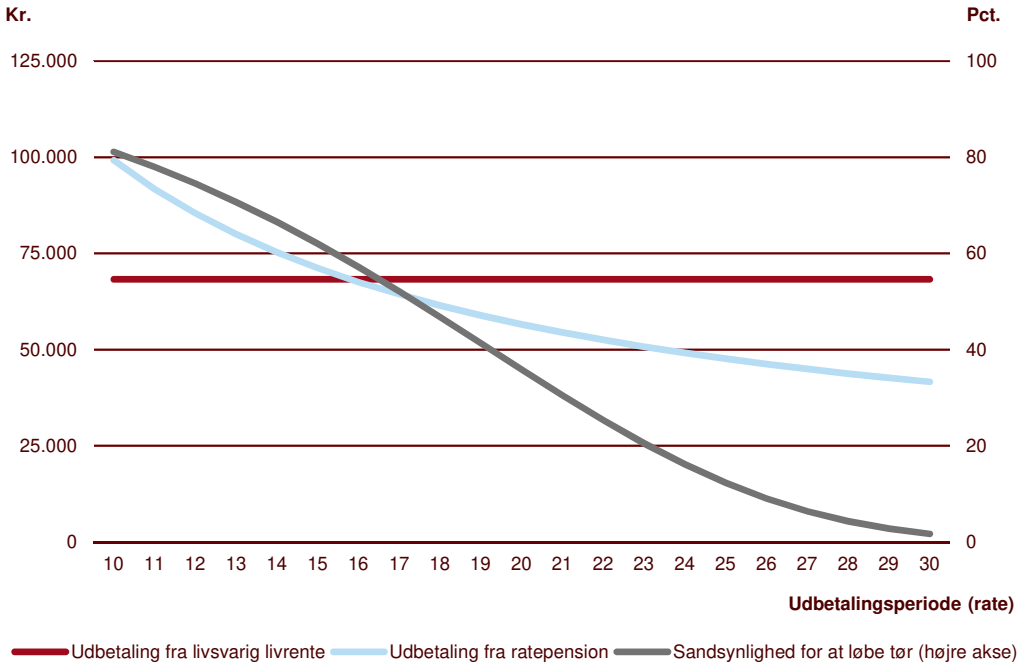
Livrenter er en billig måde at sikre sig en indkomst i alderdommen. Det skyldes, at udbetalingen kun skal finde sted, hvis opspareren fortsat er i live. Da sandsynligheden for, at opspareren er i live, bliver mindre, jo ældre opspareren bliver, er det generelt billigt at sikre sig en indkomst senere i livet.

Med en realrente på 1,8 pct. efter PAL-skat og Finanstilsynets levetidsbenchmark[67], vil det således koste en 70-årig ca. 85 øre at modtage 1 kr. som 75-årig og kun ca. 25 øre for at modtage 1 kr. som 90-årig med en livrenteudbetaling. Med en ratepension vil priserne i stedet være hhv. 91 øre og 70 øre. En livsvarig livrente kan således sikre pensionisten en indkomst resten af livet langt billigere end fx en ratepension.

[67] Finanstilsynet offentliggør årligt vejledende levetider/dødeligheder, som skal bruges som benchmark af selskaberne. Beregningerne i boksen tager udgangspunkt i en simpel unisex-dødelighed, som er beregnet som et simpelt gennemsnit mellem dødeligheden for hhv. mænd og kvinder ved hver alder og er uden forventede fremtidige ændringer i dødelighederne. Den beregnede unisex-dødelighed vil overestimere de faktiske dødeligheder, da det implicit antages, at der er lige mange mænd og kvinder for hver alder. Da kvinder generelt har lavere dødeligheder, vil der, især ved høje aldre, være relativt flere kvinder end mænd, og dødeligheden overestimeres således.

Dette kan illustreres med en 70-årig med en opsparing på 1 mio. kr. Med en livsvarig livrente vil pensionisten kunne modtage ca. 68.000 kr. årligt. Med en ratepension vil pensionisten skulle vælge udbetalingsperioden, som kan være mellem 10 og 30 år. Hvis der vælges en kort udbetalingsperiode, vil det medføre en høj udbetaling, men også en stor risiko for at udbetalingerne stopper, før pensionisten dør. Hvis der i stedet vælges en lang udbetalingsperiode, vil der være meget lav risiko for at løbe tør for penge (dog stadig større end med den livsvarige livrente, hvor risikoen er 0 pct.). Til gengæld vil udbetalingerne være betydeligt mindre end fra den livsvarige livrente[68].

Figur 1 **Eksempel på udbetalingsprofil**



Kilde: Egne beregninger

Ud over udbetaling af alderspension vil en anden central egenskab ved en pensionsordning være dækning af de efterladte i tilfælde af død. Dødsfaldsdækning kan overordnet komme fra enten en tilknyttet dødsfaldsdækning, som fx en klassisk livsforsikring, hvor et fast beløb udbetales til de efterladte, eller i form af depotsikring, hvor det opsparede depot udbetales til de efterladte, hvis opspareren dør. Ved ratepensioner vil et eventuelt opsparet depot altid blive udbetalt til de efterladte. Ved livrente vil depotet som udgangspunkt ikke blive udbetalt til de efterladte, da princippet i et livrenteprodukt er, at opsparingerne fordeles mellem de overle-

[68] Udbetalingerne vil dog selv sagt kun være væsentligt større for livsvarig livrente, hvis pensionisten er i live. Dør pensionsopspareren efter kort tid på pension, vil de samlede udbetalinger, herunder udbetalingerne til de efterlevende, være størst på ratepensionen men uden samme sikkerhed for indkomst sent i livet.

vende. Mange livrenteprodukter udbudt af danske pensionsselskaber har dog fået tilknyttet depotsikring under opsparingsperioden, således at depotet bliver udbetalt, hvis opspareren dør *inden* pensionsalderen. Ofte vil livrenten være kombineret med en livsforsikring, så opspareren

får udbetalt et vist minimumsbeløb ved dødsfald, selvom depotet er mindre end denne minimumsdækning.

Typisk vil behovet for dækning ved dødsfald være størst tidligt i opsparingsperioden. Her kan der fx være en ægtefælle og/eller børn, som opspareren i et vist omfang er med til at forsørge. Efterhånden som opspareren bliver ældre, vil behovet for dækning typisk falde, da opsparerens forsørgelsesansvar mindskes.

Typisk vil hverken en ratepension eller en depotsikret livrente med minimumsdækning dække behovet for dødsfaldsikring særlig godt. Det skyldes, at depotet vil være meget småt tidligt i opsparingsperioden og derved ikke nødvendigvis tilstrækkeligt til at dække de efterladtes behov. Derimod vil depotet vokse og vil være størst, lige inden opspareren går på pension, hvor behovet for dødsfaldsikring typisk vil være lavt.

En for lav dækning tidligt i opsparingsperioden kan medføre, at de efterladte kan komme i økonomiske problemer ved opsparerens dødsfald. Samtidig vil en for høj dækning senere i opsparingsperioden medføre en lavere alderspension, da det (indirekte) koster at få udbetalt depotet ved dødsfald (idet opsparingen ikke vil få tilskrevet en løbende risikopræmie, som det vil være tilfældet med en livrente uden depotsikring).

Den optimale opsparingsform vil typisk være at kombinere en livrente uden depotsikring med en livsforsikring, der netop dækker behovet for de efterladte i tilfælde af opsparerens død.

Da skattebehandlingen af indbetalingerne til de forskellige ordningstyper er forskellig, skal det bestemmes ved oprettelse af ordningen, hvordan udbetalingen skal foregå. Det er dog skattemæssigt muligt at omlægge en ratepension eller en ophørende livrente til en livsvarig pension, indtil den bliver aktuel.[69] Da der dermed er tale om en omlægning fra en ren opsparingsordning til et produkt med en (levetids)forsikring, kan der dog være nogle begrænsninger. Det kan således fx kræve en helbredsundersøgelse. Ved en aldersopsparing kan opspareren selv vælge udbetalingsformen.

Der er maksgrænser for, hvor meget der årligt kan indbetales på hhv. aldersopsparinger og ratepension/ophørende livrente, jf. tabel 2.1. Enkelte selskaber tilbyder ikke aldersopsparinger. Samtidig kan der være begrænsninger på opsparerens valg i visse ordninger. Fx kan offentlige ansatte i staten maksimalt indbetale 1/3 af indbetalingerne kombineret på en ratepension og aldersopsparing, samt maksimalt 1/6 på en aldersopsparing (ved frivillige supplerende indbetalinger er der fuld valgfrihed omkring udbetalingsmetoden).

Forsikringsprodukter

Alle danske pensionsselskaber udbyder både pensions- og forsikringsprodukter, og centrale pensionsydelser (livrenter) har et indbygget forsikringselement. Der er således en tæt sammenhæng mellem pension og forsikring. Det er også den samme koncession/tilladelse, som skal benyttes for at udbyde livsforsikring og pensionsforsikringer. Af samme årsag findes der i

[69] PBL § 41 stk. 1 nr. 2.

Danmark meget få eksempler på virksomheder, som tilbyder enten pension eller forsikring, men ikke begge dele.[70]

Typisk sælges forsikring og pension i en samlet pakke. Pensionsselskaber kan ifølge lov om finansiel virksomhed tilbyde livsforsikringer (inkl. pension) samt syge- og ulykkesforsikring.[71]

For individuelle ordninger er der relativt stor valgfrihed ift. dækning og investeringsprofil, inden for det sortiment, som pensionsselskabet vælger at udbyde. Der er dog typisk krav om, at opspareren kan afgive tilfredsstillende helbredsoplysninger.

For obligatoriske ordninger er der ofte noget større begrænsninger på, hvad man kan vælge. Typisk vil visse dækninger være obligatoriske, mens opspareren selv har mulighed for at vælge at forhøje (og evt. sænke) de obligatoriske forsikringsdækninger. For arbejdsmarkedspensioner stilles der normalt ikke krav til helbredsoplysninger, mens medarbejdere ved indtræden på en firmapensionsordning typisk skal kunne afgive tilfredsstillende helbredsoplysninger. Typisk er helbredskravet dog lavere for firmapensioner end individuelle pensioner.

Forsikringer kan prissættes individuelt eller solidarisk. Ved individuel prissætning baseres prissætningen på den enkelte opspareres risiko for fx død, invaliditet eller kritisk sygdom. Ved solidarisk prissætning sættes den samme pris for en gruppe af opsparere. Det kan fx være alle de ansatte i en bestemt virksomhed eller alle medlemmerne af en pensionskasse. Ved overenskomstbaserede ordninger fastsættes prisen som regel solidarisk for alle opsparere under overenskomsten.

Tab af erhvervsevne og præmiefritagelse

De fleste obligatoriske pensionsordninger indeholder en *tab af erhvervsevne*-forsikring. Denne kommer til udbetaling ved nedsat erhvervsevne på enten 50 pct. eller 2/3 (afhængigt af selskab/ordning). I nogle selskaber er udbetalingen betinget af, at opspareren kan få tilkendt offentlig førtidspension. Dermed vil adgangen til og værdien af forsikringen påvirkes, når fx adgang til førtidspension ændres.

Udbetalingen kan foregå enten som engangsbeløb, som løbende udbetaling eller som en kombination heraf. Størrelsen af den løbende udbetaling kan være et fast kronebeløb eller en procent af den forsikredes forventede pensionsudbetaling eller løn. Typisk tilbyder selskabet ligeledes præmiefritagelse, hvilket betyder, at selskabet "overtager" indbetalingen til den forsikredes pensionsordning i tilfælde af nedsat erhvervsevne. På den måde sparer opspareren fortsat op til pension og er fortsat dækket af de øvrige forsikringer selv ved invaliditet.

Som med alderspension er der et tæt samspil mellem offentlige ydelser i form af førtidspension og ressourceydelse. I forbindelse med indførelsen af et ressourceforløb, hvor den offentlige ydelse bliver modregnet med 100 pct. af anden indkomst, jf. boks 2.14, har mange selskaber justeret deres invaliditetsdækning. Nogle selskaber har således ingen dækning under ressourceforløbet, mens andre tilbyder dækning på trods af modregningen.[72]

---

[70] Den eneste nuværende undtagelse er Alka Liv II, som tilbyder etårige gruppelivsforsikringer, men ikke pensionsforsikring.

[71] Lov om finansiel virksomhed § 19.

[72] Nogle selskaber tilbyder et engangsbeløb ved ressourceforløb.

Boks 2.14
Førtidspension og ressourceydelse

Førtidspensionen er en ydelse, som skal dække borgere, der har fået nedsat erhvervsevnen så betydeligt, at de ikke længere kan være i arbejde, men som endnu ikke er gamle nok til at modtage folkepension.

Den første offentlige dækning mod invaliditet, invalideforsikringsloven, blev indført i 1921. Der var tale om en frivillig ordning, hvor borgere kunne blive medlem af en sygekasse, som udbetalte invaliderente i tilfælde af invaliditet. Medlemmer skulle betale en løbende præmie, som var ens for alle. I 1956 ændredes navnet fra invaliderente til invalidepension og i 1960 blev det frivillige medlemskab afskaffet, så alle danske statsborgere kunne modtage invalidepension uden at være medlem af en sygekasse. Samtidig blev invalidepensionen gjort fuldt ud skattefinansieret.

I 1984 blev invalidepensionen lagt sammen med enkepensionen og førtidig folkepension under fællesbetegnelsen førtidspension. Førtidspensionen kunne tildeles alle, som blev vurderet til at stå uden for arbejdsmarkedet af sociale og/eller helbredsmæssige årsager. I 2003 blev betingelserne for at modtage førtidspension skærpet, så førtidspensionen kun kunne udbetales til personer med varigt nedsat arbejdsevne. Reformen skulle modvirke et stigende antal førtidspensionister.

I 2013 blev reglerne for tilkendelse af førtidspension yderligere skærpet specielt for personer under 40 år. For personer under 40 år skal det være "åbenbart formålsløst" at udvikle arbejdsevnen. I praksis betyder dette, at personer under 40 år skal gennemgå et ressourceforløb i et til fem år, inden de kan tilkendes førtidspension. Under ressourceforløbet modtages en ydelse, der svarer til kontanthjælp. Ressourceforløbsydelsen modregnes 100 pct. i udbetalinger fra en privat invalidedækning.

Ved modtagelse af førtidspension sker der også en modregning af førtidspensionsydelsen i anden indkomst. Denne indkomst kan fx være udbetaling fra en privat invalidedækning. Modregningen i førtidspensionsydelsen er 30 pct. af indkomsten ud over et bundfradrag, som i 2019 er på 78.800 kr.

Dækning ved dødsfald

Det er forskelligt fra ordning til ordning, hvorvidt opsparingen bliver udbetalt til de pårørende, hvis den forsikrede dør (opsparings- eller depotsikring) inden udbetalingsperioden.[73] Alternativt bliver opsparingen fordelt blandt de resterende opsparere. I kommercielle selskaber vil der typisk være (obligatorisk) opsparingssikring, mens det afviger mellem AMP-selskaberne, hvorvidt der er tilknyttet en opsparingssikring. I teorien vil en livrenteordning uden opsparingssikring være optimalt for opspareren, jf. boks 2.13.

Ud over at den opsparede værdi i nogle ordninger kan udbetales til de efterladte i tilfælde af død, er der ofte tilknyttet en separat dødsfaldsdækning til pensionsordninger. Det kan fx være en dækning, som udbetaler et fast beløb ved dødsfald. I ordninger med opsparingssikring kan der være en minimumsdækning, så der ved dødsfald udbetales et beløb, som svarer til enten minimumsdækningen eller opsparingsstørrelsen, afhængigt af hvilken der er størst.

I nogle pensionsordninger kan der være tilknyttet ekstra dækning af børn eller ægtefælle/samlever i tilfælde af den forsikredes død. Det betyder, at der udbetales et fast månedligt beløb til den afdødes børn og/eller ægtefælle. Børnepensionen udbetales, indtil den afdødes børn har nået en bestemt alder. Denne alder fastsættes af det enkelte selskab/i den enkelte ordning. Ægtefællepensionen udbetales i en fastsat årrække (evt. til ægtefællens død). I

[73] Under udbetaling vil livrenter (livsvarige og ophørende) som udgangspunkt være uden opsparingssikring, mens ratepensioner vil være med opsparingssikring.

visse ordninger kan dækningen være obligatorisk, hvilket medfører, at fx personer uden børn er med til at finansiere børnepensionen for personer med (mange) børn.

Kritisk sygdom
Typisk indeholder obligatoriske pensionsordninger dækning ved visse kritiske sygdomme i form af et engangsbeløb. Forskellige selskaber kan have forskellige betingelser for udbetalingen af engangsbeløbet (forskellige sygdomme som kan udløse udbetalingen eller forskellige betingelser for diagnosticeringen) og forskellige udbetalingssummer.

I nogle selskaber er det ligeledes muligt at tegne en kritisk sygdoms-forsikring for børn. Denne forsikring kommer til udbetaling, hvis et af opsparerens børn bliver ramt af én af de dækkede sygdomme.

Sundhedsforsikring
Mange selskaber tilbyder diverse sundhedsordninger. Sundhedsordningerne kan give tilskud til ydelser som psykologhjælp, fysioterapi, tilskud til diætist, behandling på privathospitaler og lign. Derudover tilbyder mange selskaber rådgivning til opsparerne i forbindelse med sygdom og stress. Visse selskaber tilbyder ligeledes sundhedsforsikringer til opsparernes børn.

2.6 Aktører på det danske pensionsmarked

Udbyderne: Pensions- og pengeinstitutter
Der findes i Danmark en lang række udbydere af pensionsordninger. Disse udbydere kan overordnet opdeles i tre kategorier:

Arbejdsmarkedspensionsselskaber (AMP-selskaber) er oprettet af arbejdsmarkedets parter (arbejdsgivere og fagforeninger). AMP-selskaberne administrerer med få undtagelser kun arbejdsmarkedspensioner, dvs. pensioner oprettet gennem overenskomst. Eksempler på AMP-selskaber er Sampension, Industriens Pension og MP Pension.

Kommercielle pensionsselskaber opererer på firmapensionsmarkedet og på markedet for individuelle pensioner. Disse selskaber administrerer og sælger således pensionsordninger til virksomheder og til individuelle kunder. Samtidig er visse arbejdsmarkedspensioner placeret i kommercielle selskaber. Eksempler på kommercielle selskaber er PFA Pension, Danica Pension og Velliv.

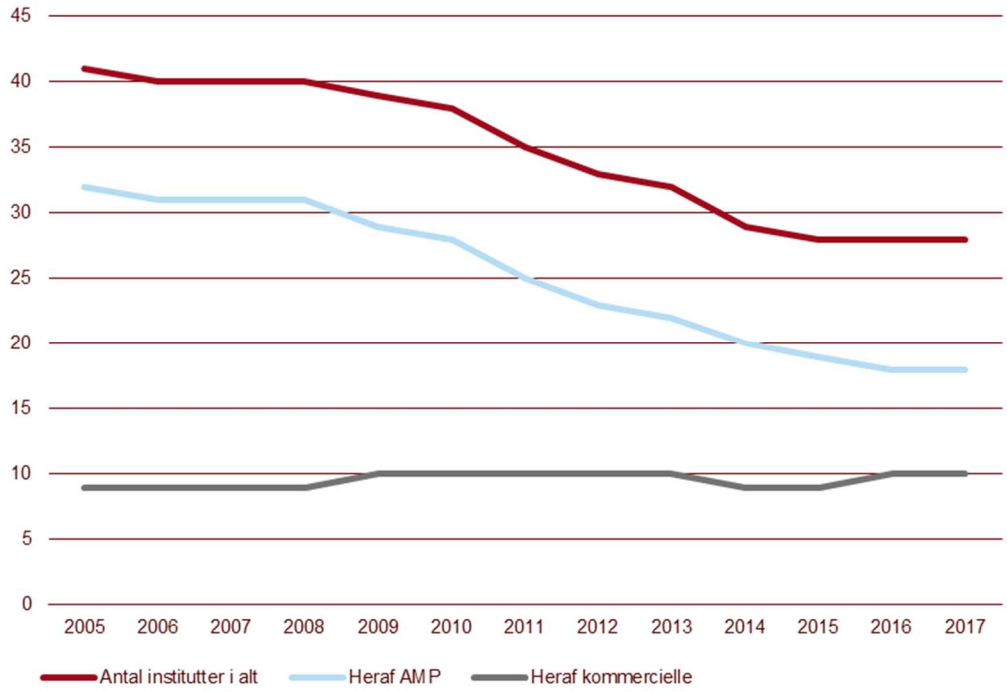
Endelig kan *pengeinstitutter* udbyde et begrænset udvalg af pensionsordninger i form af rene opsparingsprodukter. Pengeinstitutter har ofte samarbejde med et kommercielt pensionsselskab, hvorigennem pengeinstituttet kan formidle ordninger, som ikke kan tegnes direkte i pengeinstituttet. Det kan fx være en livrente eller andre tilknyttede forsikringer til pensionsordningen. Pengeinstitutterne er i nogle tilfælde i samme koncern som pensionsselskabet. I andre tilfælde er der indgået en formidlingsaftale med pensionsselskabet. Pengeinstitutter opererer hovedsageligt på markedet for individuelle pensioner, men kan også være aktive på firmapensionsmarkedet for mindre virksomheder.

AMP-selskaber er typisk blevet oprettet af fagbevægelsen, evt. i samarbejde med arbejdsgiverorganisationer, i forbindelse med indførelse af obligatoriske pensionsbidrag i overenskomsterne.

Siden slutningen af 00'erne er antallet af AMP-selskaber nærmest halveret, således at der i dag er 18, jf. figur 2.16. Det afspejler, at der er sket en konsolidering, hvor mindre pensionskasser

er fusioneret. Der er omkring 10 kommercielle pensionsselskaber, og der er ikke sket samme konsolidering som blandt AMP-selskaberne.[74]

Figur 2.16 **Udvikling i antallet af pensionsselskaber i Danmark**



Note: Antallet af pensionsselskaber er opgjort som antallet af livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser, som er under dansk tilsyn, og som har modtaget bruttopræmier i det givne år. Separate enheder, som indgår i samme koncern, er opgjort som ét selskab. Selskaber, som ikke opererer i Danmark eller ikke sælger pensioner, er ikke medtaget i opgørelsen. Et selskab er klassificeret som et AMP-selskab, hvis det er et livsforsikringsselskab, som primært administrerer arbejdsmarkedspensioner, eller hvis der er tale om en tværgående pensionskasse, jf. også figur 2.18.

Kilde: Finanstilsynet.

Antallet af selskaber er dog ikke nødvendigvis retvisende for koncentrationen på et marked. Fx kan antallet af selskaber give et skævt billede af markedets struktur, hvis markedet er kendetegnet ved én stor aktør med en meget stor markedsandel og en lang række meget små aktører. Derfor benyttes Herfindahl–Hirschman-indekset ofte til at måle koncentrationen på et marked. Dette indeks (som måler summen af virksomhedernes kvadrerede markedsandele) bruges desuden bl.a. i fusionskontrollen til at give en indikation af, om en fusion mellem to virksomheder potentielt kan svække konkurrencen betydeligt, jf. boks 2.15.

[74] Antallet af separate juridiske enheder er faldet betydeligt, men hovedparten af dette fald skyldes, at selskaber, som tidligere har været opsplittet i flere enheder, er blevet lagt sammen til ét selskab.

Boks 2.15
Herfindahl-Hirschman-indekset

Herfindahl-Hirschman-indekset (HHI) er et indeks, som måler koncentrationen på et givent marked. Indekset beregnes på følgende måde:

$$HHI = \sum_{i=1}^{n} s_i^2$$

Hvor s_i angiver virksomhed i's markedsandel (i pct.), og n er antallet af virksomheder på markedet. HHI kan variere mellem 0 og 10.000, hvor 0 indikerer perfekt konkurrence, og 10.000 indikerer monopol. Indekset vil stige i værdi, jo mere "skævt" markedet er fordelt og jo færre aktører, der er på markedet.

Ifølge EU-Kommissionens retningslinjer for horisontale fusioner kan HHI på de(t) relevante marked(er) give en indikation på, hvor sandsynligt det er, at en fusion giver anledning til konkurrenceproblemer:

HHI under 1.000: Det er usandsynligt, at en fusion giver anledning til konkurrenceproblemer.

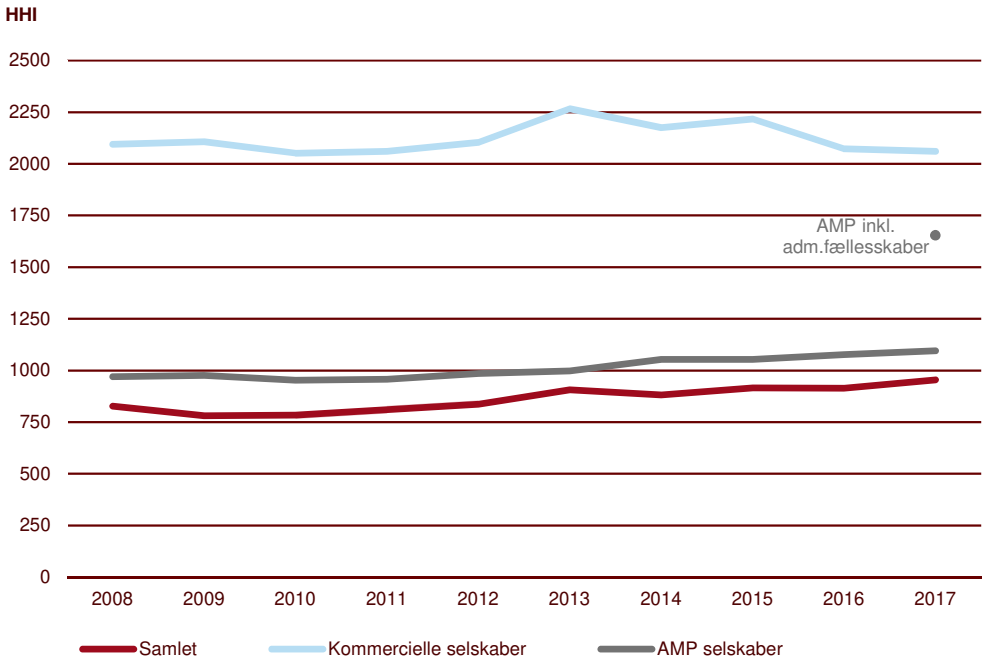
HHI mellem 1.000 og 2.000: Hvis ændringen i HHI som følge af fusionen er under 250, er det usandsynligt, at fusionen vil give anledning til konkurrenceproblemer, med mindre der er særlige omstændigheder ved fusionen.

HHI over 2.000: Hvis ændringen i HHI som følge af fusionen er under 150, er det usandsynligt, at fusionen vil give anledning til konkurrenceproblemer, med mindre der er særlige omstændigheder ved fusionen.

Siden 2008 har der kun været tale om en begrænset stigning i koncentrationen af markedsandele, målt ved HHI, både når AMP-selskaberne betragtes isoleret og for alle selskaber under ét, selv om antallet af selskaber som nævnt er faldet relativt kraftigt, jf. figur 2.17. Den relativt begrænsede stigning i koncentrationen afspejler, at det hovedsageligt er mindre AMP-selskaber, som er forsvundet som følge af konsolideringsprocessen. Omvendt har koncentrationen blandt kommercielle selskaber været nogenlunde konstant siden 2008.[75] Koncentrationen blandt kommercielle selskaber har i hele perioden fra 2008 til 2017 været markant højere end koncentration for AMP-selskaber. Dog er koncentrationen blandt AMP-selskaber i 2017 tættere på koncentrationen blandt kommercielle selskaber, hvis der tages højde for administrationsfællesskaber.

[75] Dog meddelte Danica Pension i december 2017, at de havde aftalt et opkøb af SEB Pension, og fusionen blev i maj 2018 godkendt af myndighederne. Fusionen medfører en stigning i HHI på [300-400] for kommercielle pensionsordninger, jf. Konkurrencerådets afgørelse af Danica/SEB-fusionen. Markedsandelene er opgjort anderledes i afgørelsen. Bl.a. er pengeinstitutter en del af det kommercielle marked i afgørelsen.

Figur 2.17 **Udvikling i HHI blandt pensionsselskaber**



Note: HHI er beregnet på baggrund af samlede bruttopræmier fra liv- og pensionsforsikring samt syge- og ulykkesforsikring. Ved beregning af HHI for AMP-selskaber inkl. administrationsfællesskaber er bruttopræmierne for hhv. medlemmerne af Forca (ekskl. Industriens Pension) og medlemmerne af P+ lagt sammen. Derudover er bruttopræmierne for pensionskasserne under Sampension lagt sammen bruttopræmierne for Sampension.

Anm.: HHI for kommercielle selskaber alene er beregnet ved at antage, at deres markedsandele summer til 1 og tilsvarende for AMP-selskaber, som om de fuldt ud kan siges at tilhøre separate markeder. I "HHI samlet" indgår alle selskaber, både kommercielle og AMP.

Kilde: Egne beregninger baseret på data indsamlet fra selskabernes samt data fra Finanstilsynet

Konsolideringen blandt AMP-selskaber kan bl.a. tilskrives et ønske om at udnytte stordriftsfordele ved at have en større bestand af opsparere og en større pensionsformue. Ofte foregår en fusion mellem AMP-selskaber gradvist. Selskaberne kan fx først gå sammen i et administrationsfællesskab, som senere fører til en egentlig fusion. Etableringen af et administrationsfællesskab kan også sigte på at høste stordriftsfordele m.v., og behøver ikke føre til en egentlig fusion mellem de deltagende selskaber. På den måde kan det enkelte selskab høste stordriftsfordele, men fortsat forblive som et selvstændigt selskab med egen bestyrelse.

Mindre selskaber kan også overlade al administration af selskabets ordninger til et større selskab, men samtidig bibeholde sin egen bestyrelse. Over tid kan det mindre selskab evt. blive fuldstændigt fusioneret ind i det større selskab.

Da AMP-selskaber er blevet oprettet i forbindelse med indførelse af pensionsbidrag i overenskomster, er mange AMP-selskaber fagspecifikke, og selskaberne administrerer typisk kun ordninger for en enkelt eller få faggrupper (fx lærerne, jurister/økonomer osv.). Den løbende sammenlægning af AMP-selskaber har dog medført, at nogle selskaber administrerer ordninger for flere faggrupper end tidligere. Samtidig har enkelte AMP-selskaber bevæget sig ind på markedet for firmapensionsordninger, hvor der er konkurrence med kommercielle selskaber.

Et AMP-selskab kan være struktureret som enten en tværgående pensionskasse eller som et livforsikringsselskab jf. boks 2.16.

Boks 2.16
Tværgående pensionskasser og livsforsikringsselskaber

Tværgående pensionskasser er foreninger, som administrerer pensionsordninger for en gruppe af lønmodtagere inden for et bestemt fagområde. Som medlem af en pensionskasse får man automatisk stemmeret til generalforsamlinger. I en tværgående pensionskasse er det medlemmerne, som ejer egenkapitalen i pensionskassen.

Livsforsikringsselskaber er aktieselskaber og kan være *arbejdsmarkedsrelaterede*, jf. lov om finansiel virksomhed § 307. I arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber ejes aktierne af arbejdsmarkedets parter, og det er kun muligt at blive kunde gennem et ansættelsesforhold. Der kan ikke udbetales udbytte til aktionærerne, og overskud fra forretningen skal fortrinsvis gå til opsparerne. Ejerne af et arbejdsmarkedsrelateret livsforsikringsselskab skal være fagforeninger og evt. arbejdsgiverorganisationer.

Arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser er ikke selskabsskattepligtige. I stedet beskattes overskud med pensionsafkastskat i henhold til pensionsafkastbeskatningsloven.

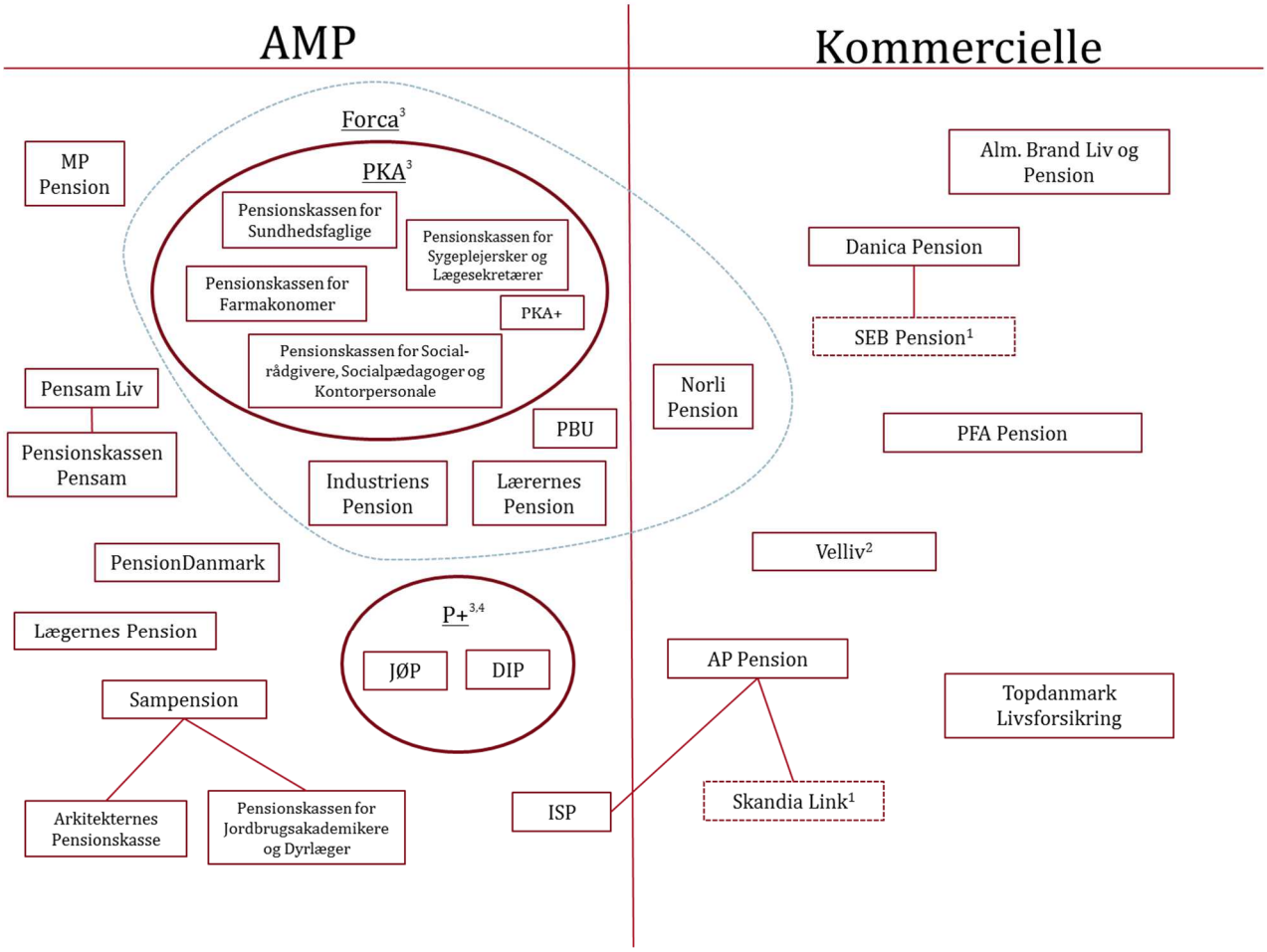
I ikke-arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber ejes aktierne af en gruppe af aktionærer (typisk et moderselskab). Her kan der både tegnes ordninger gennem ansættelsesforhold samt med individuelle opsparere.

Kommercielle pensionsselskaber er livsforsikringsselskaber, som opererer på det kommercielle pensionsmarked. Dvs. firmapensioner og individuelle pensionsordninger. De kommercielle pensionsselskaber indgår typisk i finansielle koncerner. Undtagelserne er AP Pension og PFA Pension, som er oprettet af hhv. andelsbevægelsen og arbejdsmarkedets parter.[76]

I figur 2.18 er det danske pensionsmarked illustreret opdelt i kommercielle selskaber og AMP-selskaber inkl. administrationsfælleskaber.

[76] Foreningen Norliv indgik i december 2017 aftale om at overtage enekontrollen med Nordea Liv og Pension, som således bliver uafhængigt af Nordea-koncernen.

Figur 2.18 **Oversigt over pensionsselskaber i Danmark, primo 2019**



Note 1: Konkurrencerådet godkendte i maj 2018 Danica Pensions opkøb af SEB Pension og i september 2018 AP Pensions opkøb af Skandia Link. SEB Pension har en partnerskabsaftale med Tryg, der betyder, at Tryg formidler SEB Pensions pensionsløsninger under navnet Tryg Pension.

Note 2: Nordea Liv og Pension skiftede navn til Velliv i oktober 2018.

Note 3: P+ og PKA kan betegnes som rene administrationsfælleskaber. FORCA sælger diverse administrationsydelser og er ejet af PKA, PBU og Lærernes Pension. Kunderne hos FORCA kan således købe forskellige ellementer af administrationen og i varierende omfang.

Note 4: JØP og DIP har indgået aftale om at fusionere betinget af godkendelse fra relevante myndigheder. Medlemmerne i både JØP og DIP stemte for fusionen i april 2019.

Anm.: Opdelingen af selskaber i AMP-selskaber og kommercielle selskaber er Konkurrencerådets egen opdeling, som afspejler, hvorvidt selskabet primært konkurrerer om firmaordninger eller primært administrerer arbejdsmarkedspensioner. Opdelingen følger i høj grad Finanstilsynets opgørelse af selskaberne som "markedsorienterede" eller "ikke markedsorienterede". Størrelsen af boksene er ikke udtryk for selskabernes størrelse.

Anm.: Oversigten indeholder ikke firmapensionskasser, da disse ikke optager nye medlemmer og dermed afvikles i takt med at pensionsordningerne udbetales.

Kilde: Egen fremstilling.

Målt på bruttopræmier er den største aktør blandt pensionsselskaberne i 2017 PFA. Herefter følger Danica, Nordea Liv og Pension (Velliv) og PensionDanmark, jf. tabel 2.6.

Tabel 2.6 **Markedsandele målt på bruttopræmier inkl. syge- og ulykkesforsikring og gruppeliv (2017)**

Selskab	Markedsandel (pct.)	Type
[Danica Pension + SEB Pension][1]	[10-20]	Kommerciel
PFA Pension	[10-20]	Kommerciel
Danica Pension	[10-20]	Kommerciel
Nordea Liv og Pension[2]	[10-20]	Kommerciel
PensionDanmark	[5-10]	AMP
SEB Pension	[5-10]	Kommerciel
Topdanmark Livsforsikring	[5-10]	Kommerciel
Sampension	[0-5]	AMP
Industriens Pension	[0-5]	AMP
AP Pension	[0-5]	Kommerciel
Skandia Link	[0-5]	Kommerciel
Pensam Liv	[0-5]	AMP
Lærernes Pension	[0-5]	AMP
MP Pension	[0-5]	AMP
Pensionskassen for Sygeplejersker og Lægesekretærer	[0-5]	AMP
JØP	[0-5]	AMP
Pensionskassen for Socialrådgivere, Socialpædagoger og Kontorpersonale	[0-5]	AMP
PBU	[0-5]	AMP
Lægernes Pension	[0-5]	AMP
Pensionskassen for Sundhedsfaglige	[0-5]	AMP
Alm Brand Liv og Pension	[0-5]	Kommerciel
DIP	[0-5]	AMP
Pensionskassen for Jordbrugsakademikere og Dyrlæger	[0-5]	AMP
ISP	[0-5]	AMP
Arkitekternes Pensionskasse	[0-5]	AMP
Farmakonomernes Pensionskasse	[0-5]	AMP

Note 1: Den samlede markedsandel for Danica Pension og SEB Pension er fundet ved at summere bruttopræmierne for de to selskaber.

Note 2: Nordea Liv og Pension skiftede navn til Velliv i 2018.

Kilde: Egne beregninger baseret på data indsamlet fra selskaberne.

Foruden tværgående pensionskasser og livsforsikringsselskaber eksisterer der en række firmapensionskasser, som i modsætning til tværgående pensionskasser kun administrerer ordninger for ansatte i ét specifikt firma. Der oprettes ikke længere denne type firmapensionskasser, idet virksomheder, som vælger at tegne en pensionsordning for deres ansatte, i dag typisk tegner ordningen i et af de kommercielle pensionsselskaber.[77] Der eksisterer i dag 17 firmapensionskasser i Danmark, som ikke optager nye medlemmer og dermed afvikles i takt med, at pensionsordningerne udbetales. Firmapensionskasserne udgør kun en lille del af det samlede marked, jf. boks 2.17.

Boks 2.17
Firmapensionskasser

Hvis et firma i dag ønsker at oprette en pensionsordning for sine medarbejdere, placeres pensionsordningerne i et af de kommercielle pensionsselskaber. Tidligere havde en række firmaer en separat firmapensionskasse med firmaet som garant. Det har i Danmark været et krav, at firmaerne oprettede selvstændige firmapensionskasser, så midlerne, der bliver afsat til pension, er placeret separat fra firmaet. Således mindskes risikoen for, at medarbejderne ikke får udbetalt deres lovede pensioner.

Pensionsordningerne tegnet i firmapensionskasser er ofte ydelsesbaserede, og det sponsorerende firma skal sørge for, at der er tilstrækkelige midler i pensionskassen til, at de lovede pensioner med stor sandsynlighed kan udbetales. Selvom der ikke længere oprettes firmapensionskasser, eksisterer der fortsat firmapensionskasser i dag, da de fortsat skal stå for udbetalingen af de garanterede pensioner. Alle 17 firmapensionskasser i Danmark er dog under afvikling og optager således ikke nye medlemmer. Firmapensionskasserne administrerer samlet aktiver for ca. 60 mia. kr. og har ca. 13.000 medlemmer, inkl. ægtefæller og børn som modtager hhv. ægtefælle- og børnepension. Samlet udgjorde hensættelserne i firmapensionskasserne under 1,5 pct. af de samlede hensættelser (formuen) i søjle 2 og 3 i 2016.

Reguleringen på pensionsområdet i Danmark er fra den 1. januar 2016 primært baseret på det europæiske Solvens II direktiv[78]. Direktivet er implementeret i dansk ret i bl.a. lov om finansiel virksomhed[79] og diverse bekendtgørelser. Formålet med Solvens II direktivet var bl.a. at understøtte den finansielle stabilitet efter finanskrisen og samtidig give selskaberne ensartede regler inden for det indre marked.[80]

Solvens II er opbygget i tre dele. I den første del stilles en række kvantitative krav, i form af kapitalkrav, til selskaberne med det primære formål at sikre, at selskaberne er robuste og er i stand til at klare større uventede tab. I anden del stilles en række kvalitative krav til selskaberne mht. fx risikostyring, selskabsstruktur og investeringsstrategi. I del tre stilles en række krav til selskabernes rapportering med det formål at skabe transparens for tilsynsmyndigheder og øvrige interessenter.

De væsentligste ændringer, Solvens II direktivet medførte, var en ændring af kapitalgrundlag og solvenskapitalkrav, en ændring i investeringsreglerne, samt en ændring af ledelsessystemet, jf. boks 2.18.

[77] Det er dog fortsat muligt at oprette en firmapensionskasse, hvis et firma skulle ønske det.
[78] Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/138/EF af 25. november 2009 om adgang til og udøvelse af forsikrings- og genforsikringsvirksomhed (Solvens II direktiv).
[79] Lovbekendtgørelse nr. 1140 af 26. september 2017 af lov om finansiel virksomhed (FIL).
[80] Solvens II direktiv, præampel punkt 16.

Boks 2.18
Væsentligste ændring for pensionsselskaber efter Solvens II

Solvenskapitalkrav, minimumskapitalkrav og kapitalgrundlag
Selskaberne skal opfylde to forskellige kapitalkrav; et solvenskapitalkrav og et minimumskapitalkrav. Minimumskapitalkravet er mindre end solvenskapitalkravet. Til gengæld er kravene til basiskapitalen, som kan bruges til at opfylde minimumskapitalkravet højere end kravene til den basiskapital, som kan bruges til opfyldelse af solvenskapitalkravet. Samtidig har Finanstilsynet større sanktionsmuligheder over for selskaber, som ikke opfylder minimumkapitalkravet, end over for selskaber som ikke opfylder solvenskapitalkravet.

Solvenskapitalkravet skal medvirke til at sikre, at selskaberne er i stand til at dække betydelige (uventede) tab, og dermed give opsparerne sikkerhed for, at selskabet kan leve op til sine forpligtelser. Solvenskapitalgrundlaget opgøres på grundlag af selskabernes risikoprofil og bygger på et princip om, at selskabet skal være i stand til at dække alle (uventede) tab med 99,5 pct. sandsynlighed i ét år frem. Til opgørelse af solvenskapitalkravet kan selskaberne bruge en af EU-Kommissionen fastsat standardmodel eller en af Finanstilsynet godkendt intern model.

Minimumskapitalkravet er et minimumskrav til kapitalens størrelse, som hvis det ikke er opfyldt betyder, at der er risiko for, at forsikringstagernes interesser ikke kan varetages. Minimumskravet er opgjort på et princip om, at det skal kunne dække alle (uventede) tab i ét år frem med 85 pct. sandsynlighed. Minimumskravet er det største af et beløb opgjort på baggrund af en formel fastsat af Kommissionen (det opgjorte minimumskapitalkrav) henholdsvis en nærmere fastsat nedre grænse (det absolutte minimumskapitalkrav). Det opgjorte minimumskapitalkrav beregnes ud fra selskabets risikoprofil, som et beløb, der udgør mellem 25 pct. og 45 pct. af selskabets solvenskapitalkrav.

Efter Solvens II-reglerne skal selskabernes opgøre et kapitalgrundlag, der består af summen af basiskapitalgrundlaget og det supplerende kapitalgrundlag. Den kapital som selskaberne kan medregne i kapitalgrundlaget, opdeles efter kapitalens kvalitet. Det skyldes en antagelse om, at de forskellige former for kapital ikke er lige effektive ift. at dække tab.

Investeringsregler – prudent person-princippet
I henhold til Solvens II er det ikke tilladt at stille specifikke krav til, hvilke aktiver pensionsselskaberne kan investere i. Tidligere var der en række kvantitative krav til aktivsammensætningen for pensionsselskaber, fx grænser for hvor meget der måtte placeres i aktier, ejendomme og alternative investeringer. Disse kvantitative grænser er ophævet i forbindelse med implementeringen af Solvens II.

I stedet indførtes det såkaldte prudent person-princip. Formålet med prudent person-princippet er at sikre, at selskabernes investeringsstrategi afspejler det, som opsparerne er stillet i udsigt, fx i henseende til ydelser eller risikoprofil. Det betyder, at de aktiver der medgår til dækningen af de pensionsmæssige hensættelser, skal investeres på en måde, der passer til arten og varigheden af pensionsforpligtelserne, så investeringen tjener opsparernes interesser bedst muligt.

Prudent person-princippet medfører, at selskaberne kun må foretage investeringer i aktiver, hvor selskaberne er i stand til at identificere og håndtere alle risici, som er forbundet med investering i aktivet.

Ledelsessystemet
Hvert gruppe 1-forsikringsselskab skal sikre, at det har minimum fire nøglefunktioner: en risikostyringsfunktion, en compliancefunktion, en aktuarfunktion og en intern auditfunktion. For hver af disse funktioner skal der udpeges en nøgleperson, som er ansvarlig. Der stilles en række krav til disse nøglepersoner, idet nøglepersoner, på linje med den almindelige ledelse, skal vurderes for egnethed og hæderlighed (fit & proper) af Finanstilsynet.

Pengeinstitutter er underlagt en anden regulering end pensionsselskaberne. Pengeinstitutter kan i modsætning til pensionsselskaber ikke tilbyde forsikringsprodukter.[81] Det betyder, at forsikringer som invalide- og dødsfaldsdækninger ikke kan tilbydes direkte af pengeinstitutter. Det gælder også for pensioner, som udbetales som livrenter, da der er et grundlæggende forsikringselement i et livrenteprodukt. Pengeinstitutter har derfor formidlingsaftaler med pensionsselskaber, så de kan sælge forsikringsprodukterne til bankkunderne. Enkelte pengeinstitutter har som nævnt et pensionsselskab inden for samme koncern, mens andre pengeinstitutter typisk har formidlingsaftaler med pensionsselskaber uden for egen koncern.[82]

Der er ofte større frihed omkring investeringernes sammensætning i pengeinstitutter end i pensionsselskaber. Hvor pensionsselskaber hovedsageligt tilbyder, at opspareren kan vælge en overordnet investeringsprofil, har opsparere i pengeinstitutter normalt mulighed for at vælge specifikke aktiver, hvor formuen skal investeres.

Pensionsmæglerne

Pensionsmæglere er uafhængige pensionsrådgivere. Pensionsmæglerne rådgiver bl.a. virksomheder om deres firmapensionsordninger. Rådgivningen kan både vedrøre ændringer i den eksisterende ordning, men kan ligeledes handle om, hvordan man sammensætter et udbud af en pensionsordning. Derudover kan pensionsmæglere stå for den løbende rådgivning af firmaets medarbejderes omkring pensionen. Visse pensionsmæglere rådgiver kun virksomheder, mens andre primært bistår virksomheder med udbud, hvis de også får mulighed for at stå for den løbende rådgivning af medarbejderne.

Mindre virksomheder, som ikke ønsker at lave et decideret udbud med tilbudsindhentning fra flere pensionsselskaber, kan stadig benytte en mægler til at finde et relevant pensionsselskab. Mange mæglere har indgået rammeaftaler med en række pensionsselskaber, og virksomheden kan således vælge mellem de forskellige rammeaftaler hos den valgte mægler. Derudover tilbyder nogle pensionsmæglere, at individuelle kunder kan tegne en ordning gennem en rammeaftale hos mægleren.

Pensionsmæglere er underlagt forsikringsformidlingsloven. Siden sommeren 2011 har mæglerne været omfattet af et forbud mod at modtage provision direkte fra pensionsselskaberne. Sigtet er at understøtte, at pensionsmæglerne entydigt varetager købers interesser. I forbindelse med udbud af en firmaordning, hvor pensionsmægleren skal stå for den løbende rådgivning af medarbejderne, skal mæglerens vederlag aftales med virksomheden inden udbuddet.

Pensionsselskaberne må således ikke betale pensionsmægleren for at vælge dem som udbyder, men må (og skal) kun videreformidle det på forhånd aftalte vederlag fra medarbejderne til mægleren.[83] Det er dog tilladt for et pensionsselskab at give tilskud fra egenkapitalen til opsparernes depoter, som dækker (dele af) udgiften til mægleren. Tilskuddet skal dog tilfalde opsparernes depoter og må ikke direkte sendes til mægleren. Også i dette tilfælde er det afgørende, at vederlaget er aftalt på forhånd og er uafhængigt af, hvilket pensionsselskab der vælges.

---

[81] Pensionsselskaber kan i realiteten tilbyde rene opsparingsprodukter. Selvom ordninger tegnet i pensionsselskaber lovgivningsmæssigt betragtes som forsikringer, kan disse struktureres, så de i praksis fungerer som rene opsparingsprodukter.

[82] En række pengeinstitutter samarbejder gennem enten Letpension, som placerer pensioner i PFA Pension, eller gennem Nærpension som placerer pensioner i AP Pension.

[83] Forsikringsformidlingsloven § 14a stk. 2.

Kapitalforvaltere

Pensionsselskaberne investerer bl.a. i aktier, obligationer og ejendomme. Administrationen af kapitalen kan både foretages af pensionsselskabets egen investeringsafdeling, men en del af kapitalen kan ligeledes være placeret i eksterne fonde. I 2017 blev ca. 55 pct. af pensionsselskabernes aktiver, målt på værdi, forvaltet af interne kapitalforvaltere (enten direkte i selskabet eller i samme koncern som selskabet).[84]

Mange pensionsselskaber er således selv aktører på kapitalforvaltningsmarkedet og har egne fonde, som kan være åbne for investeringer fra andre institutionelle investorer. Derudover har mange pengeinstitutter også egne investeringsfonde, og de spiller således også en rolle på kapitalforvaltningsmarkedet. Endelig er der en række udenlandske kapitalforvaltere, som bliver benyttet af danske pensionsselskaber.

For individuelle pensionskunder i pengeinstitutter tilbyder pengeinstituttet ofte, at pensionsformuen kan placeres i en række investeringsforeninger. Disse investeringsforeninger er ofte tæt forbundet til pengeinstitutterne og betaler formidlingsprovision, hvis pengeinstituttets opsparere vælger at placere penge i foreningen.

Enkelte pensionsmæglere har ligeledes deres egne investeringsfonde, som tilbydes af visse pensionsselskaber.

[84] Egne beregninger baseret på data indsamlet fra selskaberne samt data fra Finanstilsynet.

Kapitel 3
Priser, omkostninger og indtjening

3.1 Sammenfatning

Den enkelte opsparer betaler løbende for at få forvaltet sin ordning hos sit pensionsselskab. Fx betaler opspareren for administration af ordningen og for at få investeret og forvaltet sin formue. Disse betalinger indgår i de årlige omkostninger i pct. af formuen (ÅOP) og årlige omkostninger i kroner (ÅOK). ÅOK og ÅOP er således forskellige mål for den pris, som den enkelte opsparer årligt betaler for sin pensionsordning. Hertil kommer forsikringspræmier, som opspareren betaler for de forsikringer, der er knyttet til ordningen.

De danske pensionsopsparere betalte ca. 22,6 mia. kr. i 2017 for at få forvaltet deres pensionsordninger, hvilket svarer til godt 2 pct. af det private forbrug. Prisen per pensionsopsparer er i perioden 2012 til 2017 steget med 6,1 pct. ud over de almindelige forbrugerprisstigninger. Prisen er således i gennemsnit steget fra ca. 6.300 kr. til ca. 6.700 kr. årligt per opsparer målt i 2017-priser. I samme periode er prisen som pct. af hensættelserne, dvs. den samlede formue, faldet fra ca. 1,1 pct. til ca. 0,9 pct. med baggrund i en kraftig stigning i pensionsformuerne.

Hovedparten (ca. 64 pct. i 2017) af den samlede pris, som opsparerne betaler, vedrører investering/forvaltning af pensionsformuen. Den del af prisen som vedrører investering/forvaltning af pensionsformuen er samtidig steget væsentligt, dog primært for markedsrenteprodukter. De resterende udgifter omfatter betaling for administration af indbetalinger og udbetalinger m.v. samt såkaldt risikoforrentning, der kan ses som en betaling for eventuelle garantier, som selskabet har givet.

Betaling for administration kan betragtes som en *direkte* udgift for pensionsopspareren, da betalingen er fastsat eksplicit på forhånd, fx som en procentdel af indbetalingen, og hvor prisen fratrækkes direkte fra opsparerens indbetaling eller depot. Direkte udgifter omfatter derudover betaling for garantier samt mæglervederlag. Derimod kan betaling for investering/kapitalforvaltning samt risikoforrentning ses som en *indirekte* udgift, som ikke kendes fuldt ud på forhånd, og som betales ved en reduktion af den rente, som tilskrives opsparernes depot.[85] Både direkte og indirekte udgifter vil indgå i opsparerens ÅOK og ÅOP, men direkte udgifter er generelt mere synlige, da de fremgår af aftalen med selskabet. De indirekte udgifter udgør op mod 70-80 pct. pct. af det samlede ÅOK i 2017.

Opsparere, som har en ordning på individuelle vilkår, betaler en højere pris, end opsparere med ordninger tegnet gennem et ansættelsesforhold. En ordning vil være på individuelle vilkår, hvis kunden oprindeligt har tegnet ordningen som en individuel ordning. Derudover kan en ordning imidlertid overgå til individuelle vilkår, hvis den oprindeligt er oprettet gennem et

[85] Depotet kan anskues som opsparingen, dvs. alle indbetalinger inkl. tilskrevet rente og fratrukket omkostninger og forsikringspræmier.

ansættelsesforhold, men hvor indbetalingen er stoppet, fx som følge af jobskifte eller pensionering. Jobskifte og tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet kan således betyde, at omkostningerne øges, hvis ordningen overgår til individuelle vilkår.

Der er betydelige prisforskelle mellem AMP-selskaber og kommercielle selskaber. AMP-selskaber tager samlet set en pris, som er en del lavere end de kommercielle selskaber, også når man alene ser på ordninger, der er tegnet gennem et ansættelsesforhold. Disse forskelle skal bl.a. ses i sammenhæng med, at selskaberne udbyder forskellige produkter og ydelser, og at de i vidt omfang bl.a. som følge af regulering m.v. opererer på forskellige markeder.

Prisforskellen mellem AMP-selskaber og kommercielle selskaber afspejler ikke forskelle i de målte omkostninger. Således har AMP-selskaber og kommercielle selskaber nogenlunde ens samlede omkostninger målt som andel af hensættelserne/formue. Det dækker over, at de kommercielle selskaber har højere administrationsomkostninger end AMP-selskaberne, mens AMP-selskaberne har højere omkostninger til forvaltning af formuen/investeringsomkostninger.

De højere administrationsomkostninger i de kommercielle selskaber skal bl.a. ses i sammenhæng med, at de tilbyder mere fleksible produkter og har større udgifter til rådgivning og erhvervelse/fastholdelse af kunder. Omvendt skal de relativt høje omkostninger i forbindelse med investering/forvaltning af formuen i AMP-selskaberne ses i sammenhæng med, at AMP-selskaberne investerer forholdsvist mere i risikofyldte aktivklasser, som typisk er dyrere at forvalte.

Pensionsmarkedets karakteristika og erfaringer fra andre lande peger på, at pensionsmarkedet skulle være præget af væsentlige skalafordele i produktionen. Dvs. at omkostningerne ved at forvalte pensionsopsparingen ville falde i takt med, at formuerne og antallet af opsparer vokser.

Analyserne i denne rapport peger på, at der er stordriftsfordele ved administration af pensionsopsparinger i et vist omfang i Danmark. For kapitalforvaltning er der derimod ikke fundet signifikante stordriftsfordele. Det betyder konkret, at udgiften til forvaltning af en formue på 2 mio. kr. er omtrent dobbelt så høj, som hvis formuen er på 1 mio. kr. Det peger på, at danske pensionsselskaber ikke fuldt ud formår at udnytte stordriftsfordele til at nedbringe omkostningerne og dermed også priserne for opsparerne.

For de kommercielle selskaber er der snarere tegn på såkaldte skalaulemper i kapitalforvaltning. Det skal ses i lyses af, at de opgjorte omkostninger ved kapitalforvaltning har et signifikant højere niveau, når kapitalen forvaltes eksternt, men inden for samme koncern. Det kan pege i retning af, at de kommercielle selskaber, som får en stor del af opsparernes formuer forvaltet eksternt, men inden for samme koncern, tager en relativt høj pris, og at en evt. indtjening herved kanaliseres til det koncernforbundne selskab. Hvis selskaberne, som har koncernintern kapitalforvaltning[86], udelades af analysen, er der ikke længere signifikante stordriftsulemper – men heller ikke skalafordele – i kapitalforvaltningen for de kommercielle selskaber. Samlet set indikerer det, at der er et effektiviseringspotentiale i pensionsselskabernes kapitalforvaltning.

[86] Ved koncernintern kapitalforvaltning i analysen af skalafordele forstås de kommercielle selskaber, hvor koncernen investerer andre midler end pensionsopsparernes.

Overnormal indtjening kan være et tegn på svag konkurrence. Det er derfor forsøgt at opgøre, om indtjeningen i de kommercielle pensionsselskaber kan siges at være højere end et rimeligt normalafkast, når der tages hensyn til den risiko, som forretningen er forbundet med. Analysen peger på, at det sandsynligvis er tilfældet.

Utilstrækkelig konkurrence kan imidlertid også vise sig ved, at omkostningerne i selskaberne bliver unødigt høje, dvs. såkaldt x-inefficiency, samt mindre produktudbud til skade for opsparerne. I de kundeejede selskaber kan manglende pres for effektivitet fra en ekstern ejerkreds, og evt. også begrænset brugerindflydelse, også medføre utilstrækkeligt fokus på lave omkostninger.

En væsentlig omkostning for pensionsselskaberne er løn. Hvis der er svag konkurrence mellem virksomhederne i en branche, vil det ofte give sig udslag i både højere overskud og et højere lønniveau, end hvis konkurrencen i branchen var hård. Analysen i kapitlet finder, at pensionsbranchen er blandt de brancher, som har det højeste lønniveau, efter der er taget hensyn til uddannelsesniveau og medfødte evner m.v. Konkret er lønpræmien i branchen således blandt de højeste - inden for top 10 pct. af alle brancher i samtlige modelspecifikationer. Lønpræmien opgøres til mellem 8 pct. og 26 pct. i forhold til lønpræmien i medianbranchen[87], med et skøn i den lave ende af intervallet som det mest realistiske. Det kan være en indikation på svag konkurrence.

De kommercielle selskaber har en væsentlig indtjening på fx kapitalforvaltning, mens de ofte har en væsentligt mindre indtjening og i nogle tilfælde underskud på den del af forretningen, der vedrører administration af opsparernes ordninger samt på forsikringsdækninger. Det kan evt. afspejle, at efterspørgslen er mere følsom over for høje priser på fx administration og forsikringsdækninger end på investering/kapitalforvaltning. Det kan samtidig evt. ses i sammenhæng med, at forsikringspræmier og priser for administration er mere synlige end udgifter til investering.

Derudover kan prissætningen evt. afspejle, at beslutningstagerne på det kommercielle område, som typisk er de virksomheder, der tegner ordningerne, kan have en præference for forsikringer, der understøtter deres medarbejderes arbejdsevne og helbred, frem for egentlig pensionsdækning, som medarbejderne først får gavn af, når de ikke længere arbejder i virksomheden. For en medarbejder, som har bibeholdt et depot, selv om arbejdsgiveren ikke længere indbetaler til ordningen, fx som følge af jobskifte eller pensionering, vil forsikringsdækningerne typisk udløbe, men medarbejderen skal dog fortsat betale for investeringen af det opsparede depot.

Endelig kan beskatningen have betydning for prissætningen af de forskellige ydelser. De fleste pensionsordninger beskattes og modregnes ved udbetaling, og derfor vil en stigning i omkostningerne også svække de offentlige finanser. Derudover er udgifter til investering/kapitalforvaltning også fradragsberettigede i PAL-skatten, hvilket ikke er tilfældet for fx administrationsomkostningerne. Det kan skabe en økonomisk tilskyndelse til at tage en større del af den samlede pris som betaling for investering. Der er værnsregler i skattelovgivningen, som medfører, at tilskyndelsen hertil kun vil være til stede, indtil selskabet ikke længere har overskud på administration og forsikringsdækninger.

[87] Medianbranchen angiver den branche, som har en lønpræmie i midten af fordelingen. Således har halvdelen af brancherne en højere lønpræmie end medianbranchen, mens den anden halvdel har en lavere lønpræmie end medianbranchen.

3.2 Pensionsselskabernes priser

På pensionsmarkedet er en del selskaber helt eller overvejende kundeejede, og de betaler derfor ikke – eller kun i begrænset omfang – udbytte til eksterne aktionærer. Andre selskaber har eksterne aktionærer, som løbende modtager udbytte.

For begge gælder, at manglende konkurrence vil medføre, at virksomhederne ikke presses til effektiv drift (såkaldt x-inefficiency), ligesom de mindre effektive virksomheder får bedre mulighed for at fastholde markedsandele og blive på markedet. Mangel på konkurrence kan komme til udtryk ved højere omkostninger og indtjening, hvilket medfører højere priser og dermed også mindre pensionsudbetalinger for opsparerne. Desuden kan mangel på konkurrence svække de fremtidige skatteindtægter fra pensionsopsparingen og dermed de offentlige finanser.

For den almindelige opsparer er prisen på pensionsordningen de udgifter, som opspareren løbende betaler for at få forvaltet sin pensionsordning. Disse udgifter omfatter bl.a. betaling for administration og investering/kapitalforvaltning. Der er også andre udgifter i form af (risiko)præmier, som opspareren betaler fx til at dække mod tab-af-erhvervsevne eller kritisk sygdom, men disse udgifter indgår ikke i ÅOK/ÅOP.

Udgifterne til almindelig administration er typisk fastlagt som en bestemt procentandel af indbetalingen til ordningen, samt et fast gebyr – på op mod 850 kr. årligt – som trækkes fra depotet.[88] Det medfører isoleret set, at den samlede pris, som den enkelte opsparer betaler for administration, udgør en stor procentdel af formuen, så længe formuen er lille (og der fortsat indbetales). Opspareren betaler samtidig for at få investeret/forvaltet sin formue. Udgifterne til investering af formuen fratrækkes som en procentandel af den investerede formue og reducerer dermed det afkast, der tilfalder opspareren. Dette princip medfører, at udgifterne til investeringer typisk udgør en relativt konstant andel af formuen, uanset hvor stor formuen er.[89] Således vil opsparerens udgifter til investering/kapitalforvaltning udgøre en stigende del af den samlede betalte pris i takt med, at formuen bliver større, hvis procentsatsen ellers holdes konstant.

Samlet set har opsparerne betalt 22,6 mia. kr. i 2017 for deres pensionsordninger (markedsrente- og gennemsnitsrenteprodukter), hvilket svarer til godt 2 pct. af det private forbrug. I årene 2012 til 2017 er den gennemsnitlige pris, som en pensionsopsparer betaler, steget med 6,1 pct. ud over de almindelige forbrugerprisstigninger. Prisen er således i gennemsnit steget fra ca. 6.300 kr. til ca. 6.700 kr. årligt per opsparer målt i 2017-priser, jf. figur 3.1. Prisen som andel af hensættelserne/formuen er faldet fra ca. 1,1 pct. i 2012 til ca. 0,9 pct. i 2017, hvilket skal ses i sammenhæng med en kraftig forøgelse af formuen. Pensionsopsparerne betaler dermed i gennemsnit hvert år knap 1 pct. af deres formue for deres pensionsordninger.

Betalingen i procent af hensættelserne for investering er steget over perioden, mens betalingen for hhv. administration og risikoforrentning er faldet. Det skal ses i sammenhæng med, at hensættelserne/pensionsformuerne er steget kraftigt over perioden.

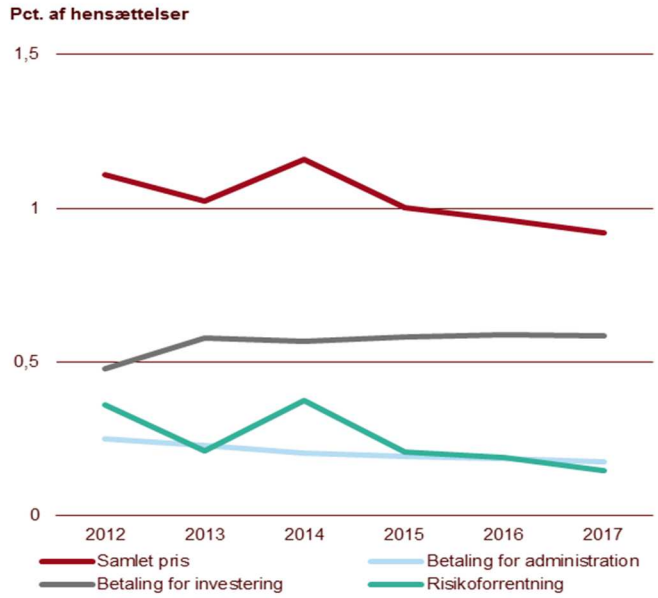
---

[88] Der kan også fratrækkes betaling til administration, som er en pct. af depotet.

[89] Mange markedsrenteprodukter har dog automatisk nedtrapning af risikoen, så prisen for investering kan falde, idet der bliver investeret en større andel i sikre aktiver, som er billigere at administrere.

Figur 3.1 **Udvikling i pris (ÅOK) som pct. af hensættelser og pris (ÅOK) per opsparer**

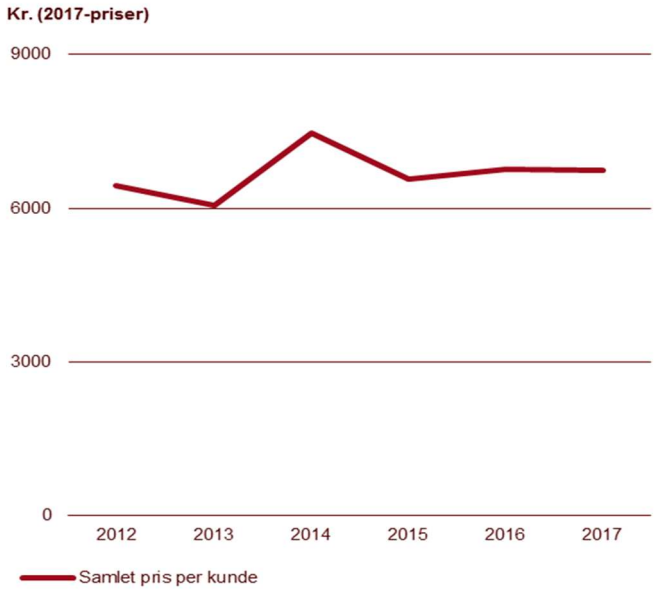
(a) Pris som pct. af hensættelser



Note: Prisen er opgjort som kundernes udgifter – dvs. Årlig Omkostning i Kroner (ÅOK) – som procent af hensættelserne. ÅOK er opgjort i henhold til F&P's omkostningshenstilling, mens hensættelser er opgjort ultimo året ekskl. hensættelser til syge- og ulykkesforsikring.

Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af selskaberne.

(b) Pris per pensionsopsparer



Note: Prisen er opgjort som i figur 3.1a. Antallet af pensionsopsparere er opgjort som antallet af unikke personnumre, som har haft en pensionsopsparing i et pensionsselskab i det givne år. Der er kun data for årene 2014-2016. For 2012-2013 og 2017 er antallet af pensionsopsparere beregnet via en simpel lineær frem- og tilbageskrivning af den gennemsnitlige årlige ændring af antallet af opsparere fra 2014-2016.

Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af selskaberne.

Små ændringer i prisen på pensionsordningerne kan have stor betydning for pensionen

Da pensionsopsparinger er bundet i lang tid, hvor den samtidig forrentes, og der er tale om store beløb, vil lavere priser på pensionsordningen have stor betydning for pensionsdækningen i alderdommen. Samtidig beskattes og modregnes opsparingen ofte ved udbetaling. Det betyder, at størrelsen på prisen også har væsentlig betydning for skatteindtægterne.

Prisens betydning kan illustreres med et enkelt eksempel: En person indbetaler 35.000 kr. om året i 40 år[90] for herefter at være på pension i 15 år, hvorefter den opsparede formue er udbetalt. Hvis prisen på ordningen udgør ½ pct. af opsparingen, vil personen hermed samlet betale knap 250.000 kr. for ordningen over pensionsordningens løbetid (i faste priser), jf. tabel 3.1. Hvis prisen i stedet antages at være 1½ pct., vil omkostningen forøges til godt 660.000 kr., og den årlige udbetaling i pensionsårene reduceres med 23 pct. Det kræver mere end to år ekstra på arbejdsmarkedet med pensionsopsparing, for at kompensere for denne stigning i omkostningerne.

[90] Hvor indbetalingen hvert år nominelt stiger med den forudsatte lønudvikling.

Tabel 3.1 **Betydningen af prisen på en pensionsordning**

Pris	Samlet pris[1]	Fald i årlig udbetaling	Antal år ekstra på arbejdsmarkedet
0,5 pct.	kr. 246.200	-	-
1 pct.	kr. 466.491	12,3 pct.	1,2 år
1,5 pct.	kr. 663.009	22,9 pct.	2,3 år
2 pct.	kr. 837.911	32,1 pct.	3,4 år

Note: "Samlet pris" er opgjort i faste (inflationsjusterede) priser.

Anm.: Beregningerne tager udgangspunkt i en nominel rente på 4,5 pct. før omkostninger og PAL-skat, en årlig lønudvikling på 3 pct., en inflation på 2 pct., en årlig indbetaling på 35.000 kr., en PAL-skattesats på 15,3 pct., en opsparingsperiode på 40 år og en samlet op- og nedsparingsperiode på 55 år. Beregningsmetoderne fremgår af bilag 11.

Kilde: Egne beregninger.

Nærmere om den pris opsparerne betaler for deres pensionsordning

Prisen på en pensionsordning er som nævnt det beløb, den enkelte opsparer betaler for de serviceydelser, som pensionsselskabet leverer. Den samlede pris, som kan opsummeres i et ÅOP- og et ÅOK-tal for hver opsparer, består af flere forskellige elementer.

Prisen for administration går bl.a. til at dække de driftsomkostninger, som selskabet har, og som ikke vedrører investering/forvaltning af formuen. Selskaberne skal fx indberette oplysninger til Skat om størrelsen af opsparernes ind- og udbetalinger og sørge for, at indbetalingen bliver registreret korrekt. Derudover sørger selskabet for at administrere udbetalinger fra ordningerne, men typisk også en række andre tilknyttede forsikringer, som fx tab-af-erhvervsevnedækninger, sundhedsforsikringer m.v.

En anden vigtig serviceydelse, som selskabet eller en mægler leverer, er den løbende rådgivning af opspareren. Da pension er et komplekst område, er rådgivning ofte nødvendig for at sikre, at den enkelte opsparer har en pensionsordning, som passer til opsparerens præferencer.

Prisen for administration vil typisk være fastsat som en procentdel af indbetalingen samt et fast gebyr, som fratrækkes hver måned. Samtidig kan der i visse ordninger fratrækkes en fast procentdel af depotet samt en pct.-andel af udbetalingerne. Den samlede betalte pris for administrationen vil således typisk udgøre en relativt betydelig post for små formuer. Efterhånden som formuen bliver større, bliver prisen for administration gradvist mindre, når den opgøres som en andel af formuen.

Prisen for investering/forvaltning af formuen går til at investere opsparerens formue med sigte på at genere et fornuftigt afkast. Prisen for investering er en fast procentsats af opsparerens formue. Dermed vil prisen for denne ydelse stige med formuens størrelse.

Mere risikofyldte investeringer, fx i børsnoterede eller unoterede aktier, vil typisk være forbundet med højere omkostninger for selskaberne end mere sikre investeringer i fx stats- og realkreditobligationer. Derfor vil selskaber med en mere risikofyldt investeringsstrategi som regel tage en højere pris for at forvalte/investere formuen. Til gengæld vil mere risikofyldte investeringer som udgangspunkt give et højere, men også mere usikkert, afkast til opsparerne.

Derudover kan der være nogle pensionsselskaber, som har en mere aktiv investeringsstrategi, hvor de bruger flere ressourcer på løbende porteføljepleje med henblik på at skabe et højere afkast. I nogle selskaber, særligt kommercielle, har den enkelte pensionsopsparer desuden mulighed for at vælge mellem forskellige pensionsprodukter, hvor formuen forvaltes på forskellige måder, fx med aktiv eller passiv forvaltning eller med forskellige risikoprofiler.

Aktiv forvaltning af porteføljen vil typisk være forbundet med omkostninger og dermed at opspareren skal betale en højere pris for sin ordning. Der er imidlertid ikke fundet belæg for, at nogle selskaber skulle være i stand til at levere et signifikant højere afkast end andre over tid, uanset om afkastet opgøres før eller efter investeringsomkostninger, jf. kapitel 4. Der er således ikke grundlag for at forvente, at en aktiv investeringsstrategi per se skulle medføre et større samlet afkast til pensionsopsparerne.

Risikoforrentning fra rentegrupper er en betaling, som selskaberne opkræver fra opsparerne for den risiko, som opsparerne medfører for selskabet.[91] Risikoforrentningen fra rentegrupper er kun relevant for gennemsnitsrenteprodukter.

Risikoforrentningen skal ses som en betaling for, at pensionsselskabet har stillet garantier om den udbetalte ydelse. Denne garanti vil sikre opspareren en minimumsydelse som pensionist og vil således have en værdi for opspareren. Selskabet løber imidlertid samtidig en risiko for, at de garanterede udbetalinger skal dækkes med træk på selskabets basiskapital. Det kan fx være tilfældet, hvis der ikke kan opnås en tilstrækkelig forrentning af de tilknyttede aktiver til at foretage de garanterede udbetalinger. Derfor tager selskabet typisk en betaling for at påtage sig denne risiko.

Satserne for risikoforrentning fastsættes (typisk) årligt af selskabet og vil afhænge af, hvilken garanti opspareren har fået.[92] Satsen opgøres som en pct.-andel af hensættelserne. Risikoforrentningen fratrækkes som udgangspunkt i opsparernes fælles midler, hvilket i sidste ende vil afspejle sig i en mindre rentetilskrivning til den enkelte opsparer.

Betaling for garantier er en betaling, som kan forekomme i markedsrenteprodukter med garanti. I nogle markedsrenteprodukter er det muligt at tilknytte en garanti, når pensionsopspareren er tæt på pensionsalderen. Betalingen for denne garanti vil blive fratrukket som en fast pct. af opsparerens depot.

Opsparerens betaling for alle de nævnte serviceydelser – dvs. prisen på pensionsordningen – afspejler ikke alene de omkostninger, som selskabet har ved at producere ydelserne men også eventuel indtjening.

Siden 2011 har det været et krav, at pensionsselskaber, som er medlem af Forsikring og Pension, skal opgøre kundeomkostningerne (prisen i form af ÅOP og ÅOK) efter nogle principper, som er fastlagt i henhold til en omkostningshenstilling, jf. boks 3.1. Omkostningshenstillingen fastsætter en standardiseret metode til fastlæggelse af kundeomkostninger, som gør det lettere at sammenligne priser i forskellige selskaber.

---

[91] Risikoforrentning kan også opstå fra omkostnings- eller risikogrupper. Her fokuseres dog på risikoforrentning fra rentegrupper, da dette i stort set alle tilfælde vil udgøre hovedparten af risikoforrentningen.

[92] Teknisk set afhænger risikoforrentningssatsen af, hvilken (rente)gruppe opspareren er placeret i.

Boks 3.1
Beregning af ÅOK og ÅOP

Forsikring og Pension indførte fra 2011 en omkostningshenstilling, som fastsætter retningslinjer for, hvordan pensionsselskaberne skal opgøre kundernes omkostninger, og hvordan oplysningerne skal præsenteres for kunderne. Selskaberne skal over for hver opsparer opgøre et individuelt tal for de samlede omkostninger i kr. (ÅOK) og et individuelt tal for de samlede omkostninger som pct. af depotet (ÅOP). Omkostningstallene indeholder oplysninger om det foregående år.

Omkostninger skal opdeles i følgende elementer:

- De samlede administrationsomkostninger
- Omkostnings- og risikoresultat
- De samlede investeringsomkostninger
- Risikoforrentning til al basiskapital
- Garantibetaling
- Mægleromkostninger

Administrationsomkostninger
Administrationsomkostningerne omfatter de omkostninger, som fratrækkes fra opsparerne til administrative opgaver. Hvis der er tilknyttede forsikringer, som fx syge- og ulykkesforsikring eller gruppeliv, skal administrationsomkostningerne for disse forsikringer også regnes med. Typisk opkræves en forsikringspræmie for disse dækninger. Disse præmier kan være vanskelige at opdele i ren risikopræmie og administrationsomkostninger. Selskaberne skal derfor lave et bedste skøn for, hvor stor en del af forsikringspræmien, som er administrationsomkostninger og hvor stor en del, der modsvarer en forventet fremtidig udbetaling.

Omkostnings- og risikoresultat
I nogle selskaber fordeles over- og underskud på omkostnings- og risikoresultaterne mellem kunderne. Omkostnings- og risikoresultater opstår, fordi selskabets opkrævede administrationsomkostninger og risikopræmier fra opsparerne kan afvige fra selskabets reelle administrationsomkostninger og udbetalte risikodækninger. I visse (gennemsnitsrente)ordninger fordeles disse resultater mellem opsparerne. Det betyder fx, at hvis et selskab har haft større omkostninger, end det har opkrævet fra opsparerne, så opkræves det resterende beløb fra kunderne i slutningen af året. I selskaber, som ikke følger kontributionsbekendtgørelsen, jf. boks 2.11., og som fordeler omkostnings- og risikoresultat mellem opsparerne, skal opsparerne have oplyst, i hvilket omfang over- og underskud på omkostnings- og risikoresultatet er tilfaldet dem.

De samlede investeringsomkostninger
Opgørelsen af investeringsomkostningerne bygger på et princip om, at alle omkostninger i alle lag af alle investeringer skal medregnes. For internt forvaltede aktiver (eller aktiver forvaltet i selskaber, som er oprettet udelukkende med henblik på at forvalte aktiver) skal investeringsomkostningerne opgøres som de *faktiske* kundeomkostninger forbundet med investeringerne, inkl. eventuel fortjeneste for selskabet. For eksternt forvaltede obligationer og noterede aktier skal selskabet bruge de faktiske betalte omkostninger, hvis de har adgang til disse informationer. For danske investeringsforeninger vil denne information typisk være tilgængelig. For udenlandske investeringsforeninger skal selskabet enten kunne dokumentere, at de kan indsamle retvisende tal for omkostningerne eller benytte standardiserede omkostningssatser, som er fælles for branchen.

For unoterede aktier og andre typer af aktiver, som er forvaltet eksternt, skal selskaberne som udgangspunkt også bruge standardiserede omkostningssatser. De standardiserede omkostningssatser er angivet i omkostningshenstillingen og afhænger bl.a. af typen af fonden samt af længden af tilsagnet. Selskaberne kan dog også bruge faktiske omkostninger, hvis de kan dokumentere, at de kan indhente retvisende omkostningstal.

Hvis selskabet har modtaget kickback (provision) fra en ekstern kapitalforvaltninger, og denne gives tilbage til opsparerne, kan kickbacken fratrækkes fra opsparernes investeringsomkostninger.

Direkte handelsomkostninger, som fx kurtage, skal medtages i de samlede investeringsomkostninger. Fra 2019 skal indirekte handelsomkostninger, som direkte eller indirekte tilfalder selskabet som indtjening, også medregnes. Det gælder fx kursspreads og kursskæring, jf. boks 3.2.

Risikoforrentning til al basiskapital
Risikoforrentningen er en betaling, som selskabet opkræver for den risiko, som selskabets basiskapital løber ved gennemsnitsrenteprodukter. Det vil særligt være relevant, når selskabet har stillet garantier om den udbetalte ydelse, da dette vil medføre en risiko for, at selskabets basiskapital skal dække for at kunne leve op til garantierne.

Risikoforrentningen fra rentegrupper fratrækkes i bonuspotentialet for gruppen. Bonuspotentialerne er grundlæggende forskellen mellem den samlede værdi af de aktiver, som er tilknyttet den givne rentegruppe og værdien af de garantier, som er stillet kunderne. Hvis bonuspotentialet i en gruppe er positivt, kan selskabet opkræve en risikoforrentning fra gruppen.

Garantier kan som nævnt føre til, at selskabet bliver nødt til at gøre udlæg for gruppen, hvilket isoleret set vil medføre reduceret basiskapital. Dette udlæg kan ikke fratrækkes i ÅOK. Omvendt kan tilbagebetaling af udlæg fra opsparerne til basiskapitalen heller ikke tillægges til ÅOK. Det er således kun den betalte risikoforrentning, som regnes med i ÅOK.

Tidligere kunne selskabet kun indhente risikoforrentning, hvis overskuddet i det givne år var tilstrækkeligt stort. Det betød, at hvis et selskab fx havde haft et lavt afkast/overskud, så kunne det ikke indhente den rapporterede risikoforrentning fra rentegruppen i det pågældende år. I stedet kunne den ikke-indhentede risikoforrentning overføres til en såkaldt *skyggekonto*, og indeståender på skyggekontoen kunne herefter indhentes i efterfølgende år.

Skyggekontoen blev afskaffet i forbindelse med implementeringen af Solvens II i 2016. Selskaberne har dog mulighed for at overføre et evt. indestående på skyggekontoen til selskabet i fem år fra 1. januar 2016, hvor Solvens II trådte i kraft. Risikoforrentningen skal medregnes i ÅOK, når den indhentes/overføres. Dvs., at beløb overført til skyggekontoen ikke skal medregnes i årets ÅOK, men hvis der i et senere år opkræves en ekstra risikoforrentning ved at nedbringe skyggekontoen, skal dette beløb medregnes i det givne års ÅOK.

Garantibetaling
I visse produkter, typisk markedsrenteprodukter, kan selskabet opkræve en eksplicit betaling for garantier, som er stillet for så vidt angår ydelser eller depotet. Denne betaling for garantier skal indgå i ÅOK. Garantien kan føre til tab, som basiskapitalen må dække. ÅOK skal dog ikke korrigeres ved dækning af tab.

Mægleromkostninger
I visse ordninger videreformidler selskabet et vederlag fra opsparerne til en pensionsmægler, fx for at stå for den løbende rådgivning af kunderne. Dette vederlag skal medregnes i kundens ÅOK. Dog er det ikke et krav, at selskabet særskilt skal oplyse, hvor stor en del af de årlige omkostninger, som videreformidles til en mægler.

Investeringsomkostningerne indeholder bl.a. direkte handelsomkostninger. *Indirekte* handelsomkostninger har til gengæld tidligere ikke skulle opgøres. Indirekte handelsomkostninger kan omfatte fx kursspreads og kursskæring, jf. boks 3.2. En temaundersøgelse foretaget af Finanstilsynet, som blev afsluttet i slutningen af 2018, viste imidlertid, at visse pensionsselskaber har brugt kursskæring og kursspreads til at generere en indtjening. Disse udgifter har ikke været synlige for den enkelte opsparer og har alene vist sig i form af et mindre nettoafkast.

Som opfølgning på temaundersøgelsen har Forsikring og Pension opdateret omkostningshenstillingen, så pensionsselskaberne nu også skal opgøre de indirekte handelsomkostninger, som medfører en indtjening for selskabet eller selskabets koncern, eller som træder i stedet for direkte "fees" til eksterne kapitalforvaltere. Disse omkostninger skal medregnes i opgørelsen af investeringsomkostninger fra 2018 og frem. Det vil styrke transparensen, hvis det virker efter hensigten. Visse andre indirekte handelsomkostninger skal dog fortsat ikke opgøres.

Det gælder de såkaldte spread-omkostninger, som opstår ved almindelig handel, og som ikke generer en indtjening til pensionsselskabet eller pensionsselskabets koncern. Disse omkostninger skal således ikke medregnes i ÅOP og ÅOK. Det står i kontrast til, hvordan investeringsomkostningerne skal opgøres i danske investeringsforeninger samt i fx britiske og hollandske pensionsselskaber.

Boks 3.2
Indirekte handelsomkostninger

Indirekte handelsomkostninger har som nævnt ikke tidligere indgået i beregningen af opsparernes ÅOP og ÅOK. Hvis fx bruttoafkastet på en pensionsordning har udgjort 100 kr., før alle udgifter til investering er fratrukket, de direkte investeringsomkostninger udgør 10 kr., de indirekte handelsomkostninger udgør 1 kr., og nettoafkastet (bruttoafkast minus summen af investeringsomkostningerne) er 89 kr., har en opsparer kun fået oplyst nettoafkastet på 89 kr. og de direkte investeringsomkostninger på 10 kr. Dermed kan man heller ikke udregne bruttoafkastet, dvs. afkastet før omkostninger, som heller ikke oplyses.

Tabel 1 **Pensionsoverblik**

Pensionsoverblik	**Beløb kr.**
Bruttoafkast (oplyses *ikke*)	100
Direkte investeringsomkostninger (oplyses)	10
Indirekte handelsomkostninger (oplyses *ikke*)	1
Nettoafkast (oplyses)	89

Kilde: Egen fremstilling

De indirekte handelsomkostninger opstår i forbindelse med handel af aktiver, hvor der typisk vil være forskel på den kurs, aktiver bliver købt til, og den kurs som aktivet kan sælges til umiddelbart efter købet. Overordnet kan de indirekte handelsomkostninger opdeles i kursskæring og kursspreads.

Kursskæring kan opstå, når et pensionsselskab bruger eksterne kapitalforvaltere. Her kan pensionsselskabet og den eksterne kapitalforvalter eksplicit aftale, at pensionsselskabet betaler en højere pris for at komme ind i den eksterne kapitalforvalters fond, end hvad aktiverne i fonden i virkeligheden er værd. Kursskæring medfører dermed en indtjening for den eksterne kapitalforvalter og kan på den måde stå i stedet for en direkte betaling til den eksterne kapitalforvalter. Da pensionsselskaberne ikke tidligere har indregnet kursskæring som en del af ÅOP, har denne omkostning været mindre synlig og er alene kommet til udtryk i et lavere nettoafkast til opsparerne.

Pensionsselskaber, der får opsparing forvaltet eksternt, modtager ofte en provisionsbetaling fra de eksterne kapitalforvaltere i form af "kickback". Kommercielle selskaber beholder typisk hele eller en del af denne kickback. Selskaberne har således kunnet generere indtjening ved at opkræve en høj kursskæring fra opsparerne til de eksterne kapitalforvaltere og til gengæld modtage en højere kickback. Denne indtjening, som er finansieret af opsparerne, har således ikke være synlig for den enkelte opsparer. Det samme kan være tilfældet, hvis pensionsselskabet har opkrævet kursskæring til kapitalforvaltere, som er i samme koncern som pensionsselskabet.

I den nye omkostningshenstilling fra Forsikring og Pension, skal kursskæring som udgangspunkt medregnes i investeringsomkostninger i opgørelsen for 2018 og frem.

Kursspreads er en generel omkostning, som opstår ved handel med aktiver. Spreads opstår, fordi der typisk vil være forskel på købs- og salgsprisen på et givet aktiv på et bestemt tids-

punkt. Kursspreads vil typisk være større ved større handler, da der ikke nødvendigvis er tilstrækkeligt med investorer, som er villige til at sælge aktivet til den laveste salgspris. Pensionsselskabet er således nødsaget til at give en højere pris for nogle af aktiverne for at gennemføre hele ordren. Derudover vil spreads typisk være større for illikvide aktiver, som ikke handles særligt ofte.

Pensionsselskaber, som indgår i større finansielle koncerner, kan generere en indtjening til koncernen ved at handle internt i koncernen til ikke-markedskonforme spreads. Hvis et pensionsselskab fx ønsker at købe et aktiv, som en koncernintern kapitalforvalter ejer, kan pensionsselskabet købe aktivet fra den koncerninterne kapitalforvalter til en højere pris, end det var muligt at opnå, hvis pensionsselskabet købte aktivet fra en anden ikke-koncernintern investor. Dermed genereres en indtjening til koncernen gennem en betaling fra opsparerne. Med Forsikring og Pensions nye omkostningshenstilling skal sådanne ikke-markedskonforme spreads medregnes i ÅOP og ÅOK, således at de bliver synlige for opsparerne. Derved løser omkostningshenstillingen det primære problem med skjulte omkostninger.

De spread-omkostninger, som opstår ved almindelig handel, og som ikke generer en indtjening til pensionsselskabet eller pensionsselskabets koncern, skal dog fortsat ikke medregnes. Dette står i kontrast til, hvordan investeringsomkostningerne skal opgøres i danske investeringsforeninger samt i fx britiske og hollandske pensionsselskaber.

I januar 2018 trådte en aftale i kraft mellem bl.a. Finans Danmark, Finanstilsynet og Erhvervsministeriet[93] således at tilføje indirekte handelsomkostninger til ÅOP-formlen for danske investeringsforeninger, så investorerne også kan se de ekstra, og nu synlige, gebyrer på deres opgørelse. Dette gælder, i modsætning til pensionsselskaberne, for *alle* indirekte handelsomkostninger, uanset om de kan medføre en indtjening for investeringsforeningen eller ej.

Investeringsforeningerne skal oplyse om de indirekte handelsomkostninger i pct. som supplement til ÅOP på de steder, hvor investorerne støder på ÅOP, fx på følgende måde:

$$ÅOP\text{: } 1{,}50\ \%\ (+0{,}1\ \%\ i\ indirekte\ handelsomkostninger)$$

I 2017 besluttede Financial Conduct Authority (FCA) i Storbritannien, at britiske pensionsselskaber skulle opgøre alle indirekte handelsomkostninger som en del af de samlede investeringsomkostninger. Tiltaget var bl.a. inspireret af Holland, hvor pensionsselskaber ligeledes skal opgøre spreads som en del af de samlede investeringsomkostninger.

Et pensionsprodukt indeholder som nævnt både en opsparingsdel samt en række tilknyttede forsikringsdækninger. Selve pensionsopsparingen kan også have et indbygget forsikringselement, fx hvis der er tale om en livrente, idet en livrente sikrer en udbetaling typisk i hele restlevetiden, uanset hvor længe man lever - dvs. også hvis man lever længere end de andre medlemmer af ordningen.

Ved et livrenteprodukt vil der løbende *tilskrives* præmier til pensionsopsparerens depot (ud over den almindelige forrentning), så længe opspareren er i live. Til gengæld tilfalder de opsparede midler som udgangspunkt de øvrige opsparere i ordningen (via selskabet), hvis opspareren dør. Et livrenteprodukt er derfor normalt en meget billig vej til at skabe indkomstsikkerhed sent i livet.

For andre forsikringer skal opspareren *betale* en forsikringspræmie. En del af forsikringspræmien vil gå til at dække omkostninger forbundet med forsikring, mens hovedparten fungerer

[93] Finanstilsynet (2017): Aftale om styrket ÅOP for investeringsfonde.

som en *risikopræmie,* som skal dække udbetalinger fra forsikringen til de forsikrede under ordningen, jf. boks 3.3. Risikopræmien, dvs. den andel af forsikringspræmierne, som ikke går til at dække omkostninger, indgår ikke i definitionen af prisen. Opsparerne får oplyst deres betalte risikopræmier særskilt på deres pensionsoversigt.

Boks 3.3
Illustration af risikopræmier

Som et simpelt eksempel antages, at en gruppe opsparere alle har knyttet en kritisk sygdomsdækning til deres pensionsordning. Dækningen udbetaler 100.000 kr., hvis en opsparer bliver ramt af en kritisk sygdom, og der er 1 pct. sandsynlighed for, at en given opsparer rammes af kritisk sygdom. Den forventede udgift for selskabet til personer, der rammes af kritisk sygdom, er dermed 1.000 kr. Selskabet vurderer desuden, at dækningen medfører omkostninger til administration for selskabet på 100 kr. om året per forsikret.

Det antages først, at selskabet opkræver 1.100 kr. for dækningen. Da dækningen koster 100 kr. at administrere, skal der lægges 100 kr. til den pris (ÅOK), som opspareren betaler. De resterende 1.000 kr. udgør risikopræmien, som ikke tælles med i prisen. I dette tilfælde er den betalte risikopræmie lig den forventede udbetaling fra forsikringen, dvs. 100.000 $kr * 1\ pct. =$ 1.000 kr.

Selskabet kan også vælge at sænke forsikringspræmien for dækningen til fx 900 kr. Hvis administrationsomkostningerne for selskabet er de samme, vil dækningen fortsat bidrage til ÅOK med 100 kr. Derimod er den betalte risikopræmie nu 800 kr., hvilket er mindre end den forventede udbetaling fra forsikringen. Omvendt kan selskabet også hæve forsikringspræmien, så den betalte risikopræmie overstiger den forventede udbetaling fra forsikringen. Det vil isoleret set øge den reelle pris, opspareren betaler, uden at det indgår i ÅOP og det øger den forventede indtjening.

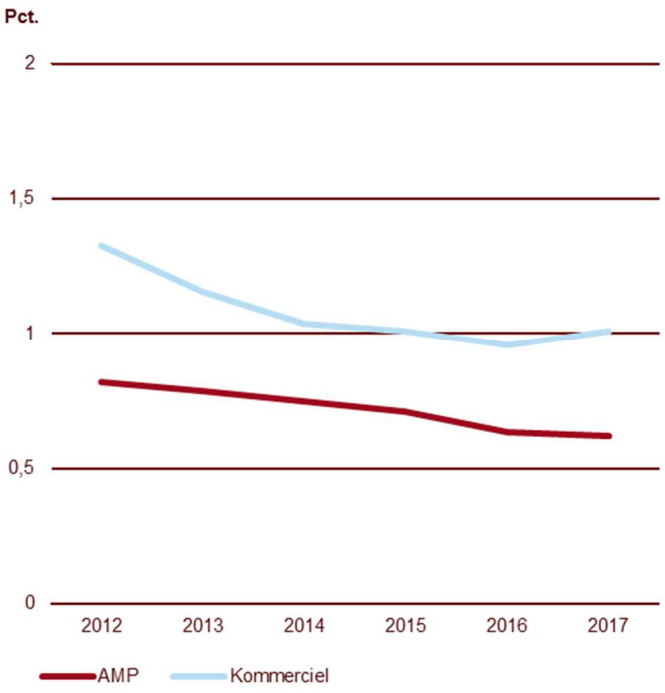
Selvom risikopræmier ikke indgår i prisen, kan de imidlertid stadig have væsentlig betydning for størrelsen af pensionsopsparingen. Som regel vil risikopræmien for en forsikringsdækning udgøre hovedparten af den forsikringspræmie, som betales, mens den del, som skal dække administrationsomkostninger, typisk vil være en mindre del. Det betyder, at fx tilvalg af en ekstradækning (ved given indbetaling til pensionsordningen) kan få mærkbar betydning for selve alderspensionen ud over, hvad der afspejles i den forøgelse af ÅOK, som følger af tilvalget.

Prisen er lavere i AMP-selskaber end i kommercielle selskaber

Opsparerne i AMP-selskaber betaler i gennemsnit mindre for deres pensionsordning end opsparere i kommercielle selskaber for ordninger tegnet gennem et ansættelsesforhold, jf. figur 3.2.[94]

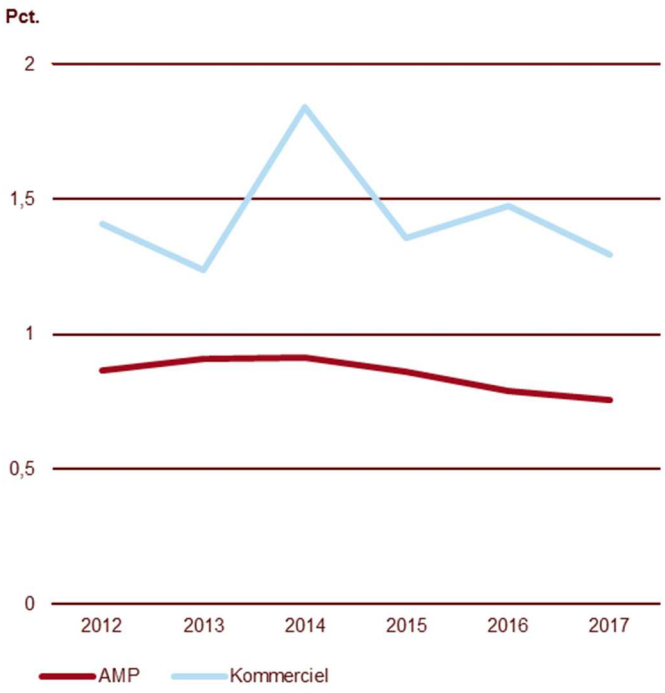
Figur 3.2 **Pris som pct. af hensættelser opdelt på AMP-selskaber og kommercielle selskaber**

(a) Pris som pct. af hensættelser for markedsrenteprodukter tegnet gennem ansættelsesforhold



Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af selskaberne.

(b) Pris som pct. af hensættelser for gennemsnitsrenteprodukter tegnet gennem ansættelsesforhold



Anm.: Det er generelt svært at sammenligne prisen på gennemsnitsrenteprodukter, da forskellige selskaber typisk har givet forskellige former for garantier i deres gennemsnitsrenteprodukter. Derfor vil betalingen for garantier i form af risikoforrentning samt sammensætningen af aktiver, og derved investeringsomkostningerne, typisk være forskellig i de forskellige selskaber. Enkelte selskaber har derudover opgjort hensættelserne til gennemsnitsrente uden akkumulerede værdireguleringer og kollektivt bonuspotentiale, dvs. som depotet. Den reelle pris som pct. af hensættelser må således forventes at ligge under det angivne niveau.

Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af selskaberne.

Det er dog svært at sammenligne prisen på gennemsnitsrenteprodukter i forskellige selskaber, da forskellige selskaber typisk har forskellige former for garantier knyttet til deres gennemsnitsrenteprodukter. Derfor vil betalingen for garantier i form af risikoforrentning være

[94] Dette er på trods af, at omkostningerne i kommercielle selskaber og AMP-selskaber er stort set ens, jf. afsnit 3.4.

forskellig i selskaberne. Det samme vil sammensætningen af aktiverne, som midlerne er placeret i, og derved investeringsomkostningerne.

For markedsrenteprodukter, som ikke på samme måde har tilknyttede garantier og dermed er mere sammenlignelige på tværs af selskaber, er der dog også relativt store forskelle på de betalte priser. Således betalte opsparerne i det dyreste selskab i 2017 en samlet pris for markedsrenteprodukter på ca. 1,5 pct. af hensættelserne/depotet, mens opsparerne i det billigste selskab betalte en pris på 0,5 pct. af hensættelserne, jf. tabel 3.2.[95] Forskellene i pris skal dog også ses i sammenhæng med, at produkterne har forskellig karakter, herunder at de kommercielle selskaber typisk udbyder mere komplekse produkter med større valgfrihed. Samtidig kan der være forskel på, hvor risikofyldt de forskellige selskaber investerer.

Tabel 3.2 **Pris som pct. af hensættelserne for markedsrenteprodukter tegnet gennem ansættelsesforhold i 2017.**

Navn	Samlet pris som pct. af hensættelser	Heraf administration (pct.)	Heraf investering (pct.)	Type
Selskab 1	1,5	0,4	0,9	Kommerciel
Selskab 2	1,3	0,1	1,0	Kommerciel
Selskab 3	1,2	0,3	0,7	Kommerciel
Selskab 5	1,0	0,2	0,7	Kommerciel
Selskab 6	1,0	0,2	0,7	Kommerciel
Selskab 7	0,9	0,1	0,8	AMP
Selskab 8	0,8	0,1	0,4	AMP
Selskab 9	0,8	0,1	0,6	Kommerciel
Selskab 10	0,7	0,1	0,6	AMP
Selskab 11	0,6	0,1	0,5	AMP
Selskab 12	0,6	0,1	0,5	AMP
Selskab 13	0,5	0,1	0,4	AMP

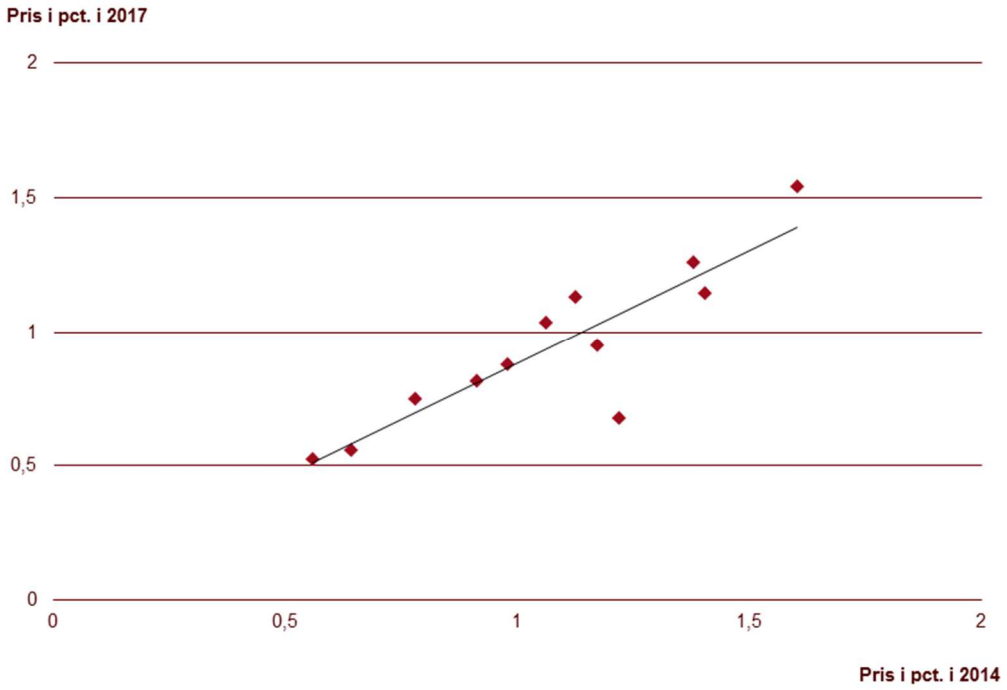
Anm.: Prisen for administration og investering vil ikke nødvendigvis summe til den samlede pris. Det skyldes, at den samlede pris også kan indeholde mæglervederlag samt betaling for garantier.

Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af selskaberne.

Det er typisk de samme selskaber, som er blandt de billigste fra år til år – ligesom det også er de samme selskaber, der er blandt de dyreste. Der er således en klar tendens til, at de selskaber, der havde relativt høje priser i 2017 også lå højt i 2014, jf. figur 3.3.

[95] Det skal bemærkes, at prissammenligningen indeholder de faktisk betalte priser i de enkelte selskaber. Det er således muligt, at visse selskaber fx har mange små firmakunder, som er dyre at administrere, og som således betaler en højere pris. Hvis disse kunder valgte at skifte til et andet (samlet set billigere) selskab, er det ikke givet, at de ville kunne opnå en lavere pris.

Figur 3.3 **Sammenhæng mellem priser over tid på selskabsniveau**



Note: Prisen er opgjort for markedsrenteprodukter tegnet gennem ansættelsesforhold som pct. af hensættelserne.

Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af selskaberne.

Den ret store spredning i priser mellem pensionsselskaber kan medføre, at en opsparer, som fx skifter job og flytter sin pensionsordning til et nyt selskab, kan opleve en stor ændring i prisen på sin pensionsordning. For de, der oplever et prisfald, vil resultatet alt andet lige være en gevinst, enten i form af større udbetalinger, eller ved at man kan bruge færre år på arbejdsmarkedet, for at opnå samme årlige pensionsydelse. Omvendt vil de, der får en prisstigning, alt andet lige opleve en forringelse af deres pensionsforhold.

Fx vil en opsparer, der har en opsparingshorisont på 40 år og nedsparingshorisont på 15 år, og som midt i opsparingsperioden skifter fra et selskab med en pris på 1,5 pct. af formuen til et selskab med en pris på 0,5 pct. af formuen, alt andet lige opnå en udbetaling, som er ca. 24 pct. højere, end hvis den pågældende person var blevet i det gamle selskab. Alternativt kunne opspareren gå på pension 2¼ år tidligere og stadig få det samme i pension som i det tidligere selskab, jf. også tabel 3.1.[96]

[96] Beregningerne tager udgangspunkt i, at opspareren skifter efter 20 års opsparing.

Prisen er højere for individuelle ordninger end ordninger, som er oprettet gennem et ansættelsesforhold

I kommercielle selskaber opererer man ofte med to forskellige *overordnede* standardpriser for hvert produkt – én for individuelle ordninger og én for ordninger oprettet gennem ansættelsesforhold.[97]

Hvis indbetalingen fra arbejdsgiveren stopper, vil ordningen typisk ændres fra en kollektiv ordning til en individuel ordning, i hvert fald i kommercielle selskaber. Indbetalingen kan fx stoppe, hvis ansættelsen ophører (fx i forbindelse med et jobskifte), hvis arbejdsgiveren skifter pensionsleverandør, eller hvis opspareren går på pension. Det betyder, at nogle opsparere med en ordning på individuelle vilkår oprindeligt vil have tegnet deres ordning gennem et ansættelsesforhold.

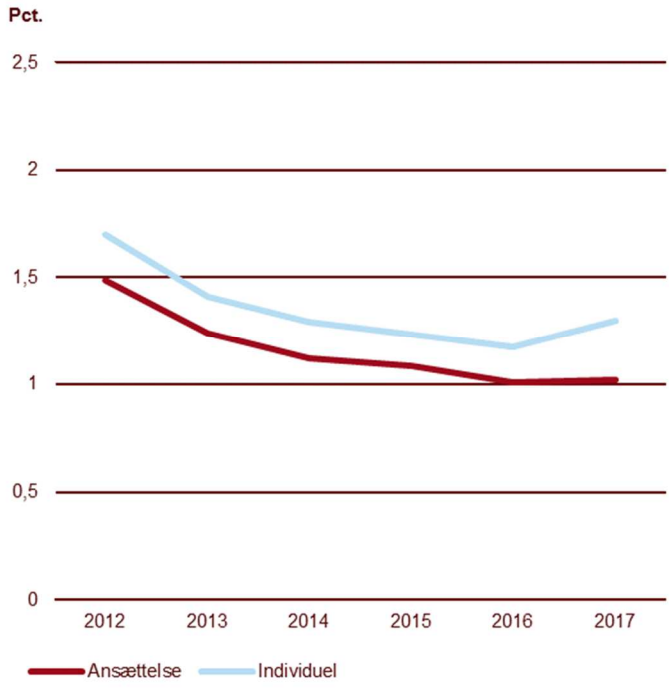
Opsparere, som har en individuel ordning, betaler noget mere end opsparere, som har en ordning tegnet gennem et ansættelsesforhold, jf. figur 3.4. Det gælder både for markedsrente- og gennemsnitsrenteprodukter. For markedsrenteprodukter betalte opsparere med en individuel ordning i 2017 en pris, der var ca. 28 pct. højere end opsparere med en ordning gennem ansættelsesforhold. For gennemsnitsrenteprodukter var prisen for individuelle ordninger ca. 27 pct. større end prisen for ordninger tegnet gennem ansættelsesforhold.[98]

[97] Hertil kommer, at visse kunder, især større firmakunder, kan være i stand til at opnå rabat på priserne.

[98] Det skal bemærkes, at det kan være svært at sammenligne prisen på gennemsnitsrenteprodukter mellem kunder. Det må formodes, at mange af de individuelle kunder med gennemsnitsrenteprodukter har tilknyttet høje rentegarantier, som selskabet tager en høj risikoforrentning for.

Figur 3.4 **Pris som pct. af hensættelser for kunder gennem ansættelsesforhold og individuelle kunder**

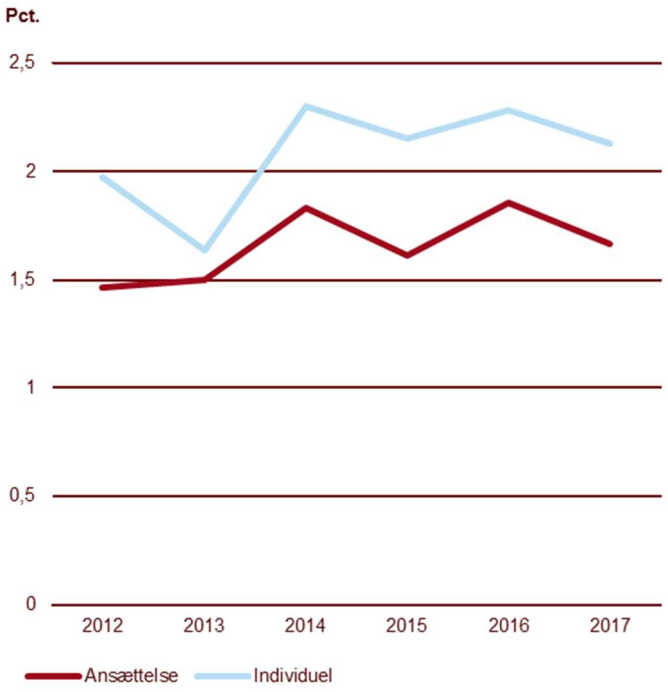
(a) Pris som procent af hensættelser, markedsrenteprodukter



Note: Kun selskaber, som har foretaget en opdeling i prisen på kunder gennem ansættelsesforhold og individuelle kunder, er medtaget i figuren.

Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af selskaberne.

(b) Pris som procent af hensættelserne, gennemsnitsrenteprodukter



Note: Kun selskaber, som har foretaget en opdeling i prisen på kunder gennem ansættelsesforhold og individuelle kunder, er medtaget i figuren.

Anm.: Se anmærkning til figur 3.2.

Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af selskaberne.

3.3 Indirekte udgifter fylder mere end direkte udgifter

Prisen på en pensionsordning sammenfattes som nævnt enten i ÅOK (årlig omkostning i kroner) eller ÅOP (årlig omkostning i procent af depotet) og kan opdeles i en række forskellige udgifter, jf. boks 3.1 ovenfor.

Visse af disse udgifter kan betegnes som *direkte* udgifter, mens andre kan betegnes som *indirekte* udgifter. De direkte udgifter, er de udgiftsposter, hvis størrelse er fastsat eksplicit på forhånd, fx som en procentdel af indbetalingen, og hvor prisen fratrækkes direkte fra opsparerens indbetaling eller depot.[99] Direkte udgifter omfatter udgifter til administration, betaling for garantier samt mæglervederlag.

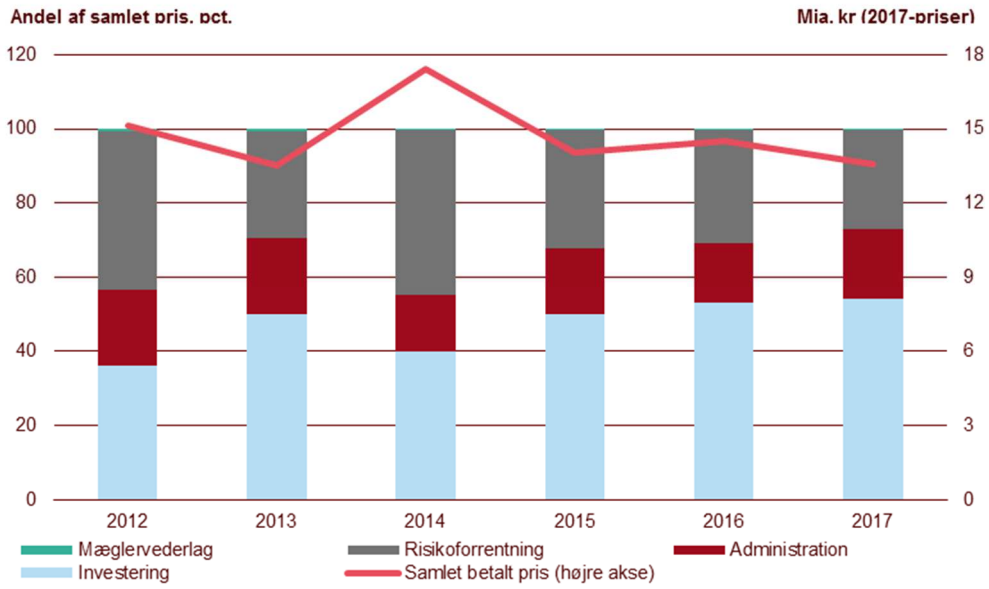
Den resterende del af kundeudgifterne knytter sig især til udgifter til investering/forvaltning af porteføljen/investering samt risikoforrentning. Denne del betales ved en formindskelse af

[99] For en nærmere gennemgang af pengestrømmene i forskellige pensionsprodukter, se bilag 3.

den rente, som tilskrives opsparernes depot. Disse udgifter kendes ofte ikke på forhånd. I slutningen af året opgøres, hvad den enkelte opsparer har betalt, og det indgår herefter i hhv. ÅOK og ÅOP.

De indirekte udgifter udgør hovedparten af den samlede pris for både gennemsnits- og markedsrenteprodukter. I perioden 2012-2017 udgjorde disse udgifter 81 pct. af den samlede betalte pris for gennemsnitsrenteprodukter, hvoraf 47 procentpoint var udgifter til investering, og 34 procentpoint var risikoforrentning, jf. figur 3.5.

Figur 3.5 **Fordeling af forskellige priselementer for gennemsnitsrenteprodukter**



Note: Enkelte selskaber har ikke indleveret data for hele perioden.

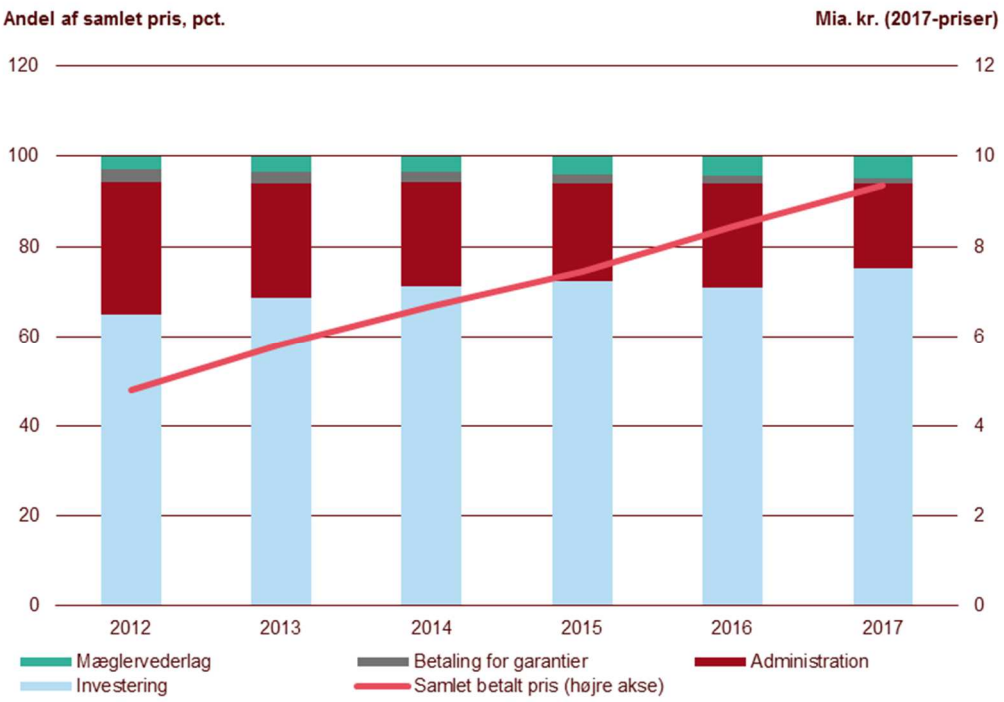
Kilde: Data indleveret af selskaberne.

I perioden 2012-2017 betalte pensionsopsparerne gennemsnitligt en samlet pris på ca. 15 mia. kr. i 2017-priser om året for gennemsnitsrenteprodukter.[100] Der er visse udsving fra år til år, særligt som følge af variation i risikoforrentningen. Det skal ses i lyset af, at det før implementeringen af Solvens II fra 2016 kun var tilladt for selskaberne at indhente risikoforrentning, hvis årets resultat var tilstrækkeligt stort.

For markedsrenteprodukter er det også de indirekte udgifter, som udgør hovedparten af den samlede pris. Således udgjorde udgifterne til investering 71 pct. af den samlede betalte pris i perioden 2012-2017, jf. figur 3.6. Udgifter til investering udgør således en større andel af den samlede pris (og er også større i absolut forstand) for markedsrenteprodukter end gennemsnitsrenteprodukter. Den samlede betaling for at få administreret markedsrenteprodukter er også steget kraftigere end prisen på gennemsnitsrenteprodukter.

[100] Tallet omfatter kun selskaber, som er indgået i Konkurrencerådets dataindsamling.

Figur 3.6 **Fordeling af forskellige priselementer for markedsrenteprodukter**



Note: Enkelte selskaber har ikke indleveret data for hele perioden.

Kilde: Data indleveret fra selskaberne.

Samtidig udgør prisen for investering en stigende andel af den samlede pris. Således betalte de danske pensionsopsparere samlet ca. 3 mia. kr.[101] for at få forvaltet/investeret deres formuer i 2012, hvilket udgjorde 65 pct. af den samlede pris. I 2017 var denne betaling steget til 7 mia. kr., hvilket udgjorde 75 pct. af den samlede betalte pris for markedsrenteprodukter på ca. 9,5 mia. kr.

Kundeudgifterne til såkaldt risikoforrentning og investering er som nævnt ikke så synlige, som fx administrationsbidraget, der fremgår direkte af aftalen med pensionsselskabet. De nævnte indirekte udgifter præsenteres således først for den enkelte opsparer i forbindelse med pensionsoversigten for det foregående år, og det er først på dette tidspunkt, at man ved, hvad ordningen har kostet.

Skattereglerne påvirker prisen på pensionsprodukterne

Pensionsordninger, som udbetales som ratepensioner eller livrenter, er fradragsberettigede ved indbetaling. Til gengæld beskattes udbetalingerne som personlig indkomst. Hvis et pensionsselskab opkræver en betaling, fx for administration af pensionen eller en fradragsberettiget forsikringspræmie, vil det således resultere i en mindre udbetaling af pension før skat.

[101] Opgjort i 2017-priser.

men også i mindskede skatteindtægter og mindre modregning i offentlige ydelser. Det er således ikke opspareren, som bærer hele effekten af en forøget pris på ordningen. De offentlige finanser svækkes også.

Når staten dækker en del af det tab, som følger af højere priser/omkostninger på pensionsprodukterne, kan det mindske fokus på at nedbringe priser og omkostninger for både selskaber og opsparerne.

Der er ligeledes forskel på den skattemæssige behandling af de forskellige betalinger, som pensionsselskaberne opkræver. De fleste betalinger, fx betaling for administration eller risikoforrentning, fratrækkes *efter* PAL-skatten er trukket fra. Udgifterne til investering/kapitalforvaltning adskiller sig herfra, da disse omvendt fratrækkes, *før* PAL-skatten bliver opgjort. Der er således et ekstra skattefradrag for betaling for investering i forhold til de andre kundeomkostninger. Det giver en skattemæssig tilskyndelse til at flytte en del af betalingen for administration m.v. over som betaling for investering.

Beskatningen kan skabe et incitament for selskaberne til at sænke især forsikringspræmier for ikke-fradragsberettigede forsikringer, men også priser for administration, til gengæld for at hæve priserne for investering, da dette vil gavne opsparerne og evt. selskaberne, men svække de offentlige finanser, jf. boks 3.4.

Visse forsikringsdækninger, som fx sundhedsforsikringer, er ikke fradragsberettigede. Det betyder, at forsikringspræmier, som betales til disse forsikringsdækninger, ikke kan fradrages i kundens skattegrundlag. Derfor reduceres statens skatteindtægt som udgangspunkt ikke af disse forsikringspræmier. Omvendt er de udgifter, som sundhedsforsikringen i sidste ende betaler for, normalt heller ikke skattepligtige for opspareren. Der er værnsregler, som sigter på at begrænse tendensen til, at selskaberne af skattemæssige grunde "flytter" opsparernes betaling fra et område til et andet.[102] Disse regler indebærer, at hvis et selskab har underskud (for en gruppe af opsparere) på fx administration, vil dette underskud også udløse en PAL-beskatning. Incitamentet til at skrue ned for prisen for fx administration til gengæld for at skrue op for prisen på investering vil dermed alene virke, indtil selskabet ikke længere har overskud på administration.

[102] Værnsreglen omhandler således selskabernes prissætning og ikke fordelingen af selskabernes faktiske omkostninger til hhv. administration og kapitalforvaltning.

Boks 3.4
Illustration af skattefradrags betydning for forskellige opkrævningsmetoder

En opsparer har et depot på 100 kr. på en fradragsberettiget ordning. Depotet forrentes med 4,5 pct. årligt før omkostninger, og PAL-skat og udbetales som et engangsbeløb efter ét år. Det betyder som udgangspunkt, at forrentningen efter PAL-skat er ca. 3,8 pct.

Hvis selskabet ikke opkræver nogen omkostninger, vil depotet efter ét år have en værdi på $100 * 1{,}038 = 103{,}8$ kr. Når depotet udbetales, skal opspareren betale almindelig indkomstskat. Derudover kan der være modregning i offentlige ydelser, som fx folkepensionens tillæg. Det antages, at den effektive beskatning er 40 pct. Det medfører, at opspareren får udbetalt 62,3 kr., mens staten får skatteindtægter på 41,5 kr. Samtidig får staten en indtægt fra PAL-skat på $100 * 0{,}045 * 0{,}153 = 0{,}69$ kr. hvilket medfører, at statens samlede skatteindtægt er ca. 42,2 kr.

Det antages nu, at selskabet opkræver 10 kr. fra opspareren. Selskabet kan vælge tre forskellige måder at opkræve beløbet på:

1. Som et administrationsgebyr, som trækkes fra depotet.
2. Som en betaling for kapitalforvaltning, som fratrækkes i afkastet før opgørelse af PAL-skat.
3. Som en forøgelse af en forsikringspræmie fra en forsikring, som ikke er fradragsberettiget.

Det antages, at både administrationsgebyr og forsikringspræmie fratrækkes *efter* tilskrivning af rente for at sikre, at timingen af de tre opkrævninger er den samme. Fra selskabets side har det ingen betydning, hvilken af de tre opkrævningsmetoder, som benyttes. Således vil alle tre metoder forbedre selskabets resultat med 10 kr. fratrukket skattesatsen for selskabet (enten selskabsskat eller PAL-skat).

Hvis selskabet opkræver et administrationsgebyr på 10 kr., vil det resultere i, at depotet ved udbetaling har en værdi på $100 * 1{,}038 - 10 = 93{,}8$ kr. Opspareren får dermed udbetalt 56,3 kr., mens staten samlet set har skatteindtægter på 38,2 kr.

Hvis selskabet i stedet vælger at opkræve betalingen for investering på 10 kr., svarer det til at reducere rentetilskrivningen til depotet med 10 procentpoint. Således bliver rentetilskrivningen -5,5 pct. før PAL-skat, hvilket svarer til -4,7 pct. efter PAL-skat. Det betyder, at depotet ved udbetaling vil have en værdi på 95,3 kr. Opspareren får dermed udbetalt 57,2 kr., mens staten samlet har skatteindtægter på 37,3 kr.

Hvis selskabet vælger at opkræve betalingen ved at hæve en ikke-fradragsberettiget forsikringspræmie med 10 kr., skal selskabet hæve mere end 10 kr. fra opsparerens depot (i realiteten vil forsikringspræmierne typisk fratrækkes fra indbetalingen.) Det skyldes, at forsikringspræmien ikke kan fratrækkes i opsparerens skattegrundlag. Hvis det antages, at opsparerens effektive beskatning på ind- og udbetalingstidspunkt er den samme, skal selskabet hæve $\frac{10}{0{,}6} = 16{,}7$ kr. fra depotet. Depotet vil således have en værdi på $100 * 1{,}038 - 16{,}7 = 87{,}1$ kr. Opspareren får dermed udbetalt 52,3 kr. Staten får nu både en skatteindtægt fra udbetalingen, PAL-skat samt beskatning fra forsikringspræmien. Dermed bliver den samlede skatteindtægt 42,2 kr.

Således er det muligt at opgøre, hvor meget opspareren vil miste for de tre forskellige opkrævningsmetoder. Samtidig kan det opgøres, hvor stor en del af de 10 kr., som reelt rammer opspareren.

	Opsparerens tab i kr.	Opsparerens tab i pct. af samlet tab
Administration	6	60
Investering	5	50,8
Ikke-fradragsberettiget forsikring	10	100

Beregningerne viser således, at det har stor betydning for opspareren, og dermed også staten, hvordan opkrævningen foregår. Omvendt er det i eksemplet, som nævnt, uden betydning for selskabet, hvilken opkrævning der foretages. Således er der et incitament for selskabet til at hæve priserne på investering og sænke dem på administration og forsikring.

3.4 Pensionsselskabernes omkostninger

Et pensionsselskab har som nævnt en række omkostninger ved at administrere opsparernes pensionsordninger og forsikringer samt nogle omkostninger til at investere deres formue. Pensionsselskabernes omkostninger omfatter blandt andet udgifter til den daglige drift og til at investere formuen, aflønning af ansatte, kontorleje, vedligeholdelse af IT-systemer m.v. Pensionsselskabernes omkostninger og opgaver er nærmere beskrevet i boks 3.5.

Nogle pensionsselskaber vælger at udlicitere en eller flere af deres opgaver til eksterne parter. Fx kan en del af administrationen i et AMP-selskab udliciteres til administrationsfællesskaber, forsikringsdækninger til forsikringsselskaber og investering af pensionsformuerne til kapitalforvaltere. Desuden kan en del af rådgivningen være placeret hos pensionsmæglere.

Cirka hver tredje pensionsselskab i Danmark indgår i rene administrationsfællesskaber eller fællesskaber, hvor der sælges diverse ydelser til medlemmerne, jf. figur 2.18. Derudover bliver en væsentlig del af den samlede formue hos selskaberne forvaltet hos eksterne parter. I selskaberne er det mellem 38 pct. og 100 pct. af den samlede formue, som forvaltes eksternt og primært af investeringsforeninger og kapitalfonde.[103] Nogle af disse selskaber får dele af formuen forvaltet eksternt, men i et selskab, som tilhører samme koncern, som pensionsselskabet. Pensionsselskabernes interne og eksterne kapitalforvaltning er nærmere beskrevet i kapitel 0.

Service og produktudvalg er forskelligt i pensionsselskaberne. Et bredt produktudvalg og mere komplicerede pensionsprodukter vil alt andet lige kræve mere administration og rådgivning og derfor medføre højere administrationsomkostninger.

Mere risikofyldte aktiver og mere aktiv porteføljepleje vil typisk også medføre højere investeringsomkostninger. Fx er det oftest dyrere at handle med unoterede aktier og ejendomme end med fx statsobligationer.

[103] Ved ekstern investeringsforvaltning forstås alt, hvad der ikke er indeholdt i selskabets eget regnskab.

Boks 3.5
Pensionsselskabernes opgaver og omkostninger

Et pensionsselskab varetager en række opgaver, der medfører omkostninger for selskabet, jf. tabellen nedenfor. Opgaverne skal løses både for individuelle og kollektive pensionsordninger og kan inddeles i to overordnede typer: administrationsopgaver og investeringsopgaver.

Tabel 1 **Pensionsselskabernes opgaver**

Administrationsopgaver/omkostninger	Investeringsopgaver/omkostninger
Indberetning til Skat	Investere pensionsformuen
Løbende rådgivning til kunder	Løbende justering af investeringer i forbindelse med risikoprofiler hos kunderne
Pleje forsikringer	Opgøre pensionsafkastskatten (PAL-skatten)
Compliance – sikre at reguleringer overholdes	Håndtere et aktivt ejerskab i forbindelse med alternative investeringer såsom ejendomme og unoterede kapitalandele
Håndtere og kontoføre ind- og udbetalinger	Risikohåndtering
Sagsbehandling	Compliance
Salg og erhvervelse af nye kunder	
Løbende justering og opdatering af produktudbud	

Kilde: Egen fremstilling.

Administrationsomkostningerne er den samlede betegnelse for de omkostninger, som pensionsselskaberne har til den daglige drift, kontorleje, lønninger, køb og vedligeholdelse af IT-systemer, men også udgifter til at håndtere ind- og udbetalinger, indberetninger til Skat samt løbende rådgivning til pensionsopsparerne. Derudover er der omkostninger ved at håndtere en lang række regulatoriske opgaver mht. at indberette oplysninger, beregne hensættelser, solvenskrav m.v. Nogle pensionsselskaber har også omkostninger ved salg og erhvervelse af nye kunder, som især består af *provisioner* til salgsmedarbejdere eller mæglere.[104]

Investeringsomkostninger er den samlede betegnelse for de omkostninger, som pensionsselskaberne har til investering af pensionsformuen, løbende justeringer af investeringer i forbindelse med risikoprofiler hos opsparerne, lønudgifter til kapitalforvaltere og håndtering af et aktivt ejerskab ved alternative investeringer såsom ejendomme. For nogle selskaber vil en stor del af investeringsomkostningerne være betalinger til eksterne kapitalforvaltere.

Ud over omkostninger til administration af ordningerne og investering/forvaltning af formuen, har pensionsselskaberne også omkostninger til at dække tab på garantier, som selskabet har stillet over for opsparerne.

Omkostningerne målt per pensionskrone har været stort set konstante siden 2012
De kommercielle selskaber og AMP-selskabernes omkostninger[105] målt i forhold til deres respektive formuer udgør knap 0,7 pct. og har været nogenlunde konstante siden 2012 jf. figur

[104] Finanstilsynets ordforklaringer.

[105] Administration- og investeringsomkostningerne er baseret på data, som pensionsselskaberne har stillet til rådighed for Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen. Omkostningerne er defineret som opsparernes samlede omkostninger (prisen) fratrukket

3.7(a). De konstante omkostninger målt i forhold til formuen skal ses i sammenhæng med, at branchen har skullet omstille sig løbende til øget regulering. Omkostningerne svarer samlet til 16,5 mia. kr. i 2017. Omkostningerne er dermed mindre end den pris, som betales af opsparerne, og som er opgjort til knap 0,9 pct. af den samlede opsparing, jf. afsnit 3.2.

De kommercielle selskaber har betydeligt lavere omkostninger ved at investere/forvalte pensionsformuen (investeringsomkostninger) end AMP-selskaberne, jf. figur 3.7(b). Det kan der være flere årsager til. Fx har de kommercielle selskaber flere ordninger med tilknyttede garantier, hvilket indebærer, at de ikke kan investere i ligeså risikofyldte aktiver, som AMP-selskaberne. Investering i mindre risikofyldte aktiver medfører altså lavere forvaltnings/investeringsomkostninger.

En anden forklaring kan være, at AMP-selskaberne ikke har samme forhandlingsposition som de pensionsselskaber, der er en del af større koncerner har ved ekstern kapitalforvaltning. En tredje forklaring kan være, at AMP-selskaberne kan have mindre fokus på at nedbringe omkostningerne end de kommercielle selskaber. Det kan i givet fald afspejle, at de kommercielle selskaber er udsat for lidt større konkurrencepres, og at der samtidig i nogle af selskaberne er en ejerkreds, som har en egeninteresse i at reducere omkostningerne via effektiviseringer.

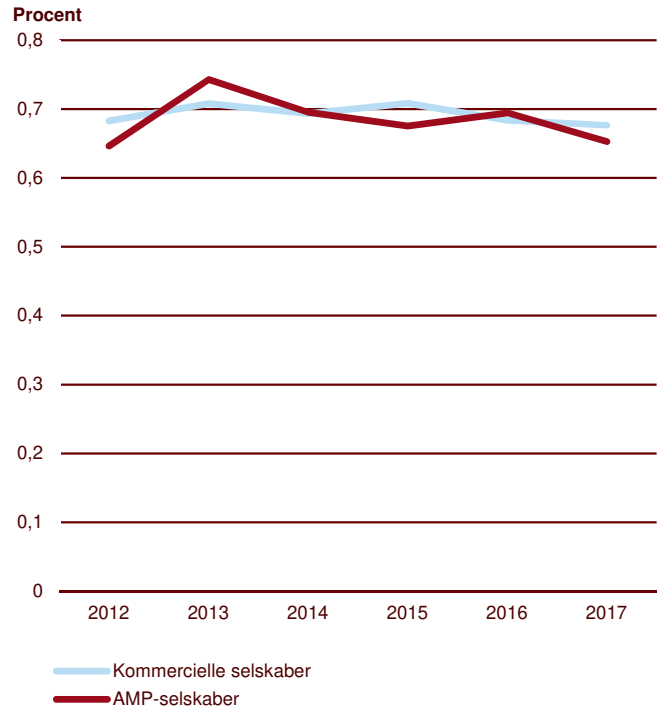
AMP-selskaberne har omvendt lavere administrationsomkostninger målt per pensionskrone end de kommercielle selskaber, jf. figur 3.7(b).

---

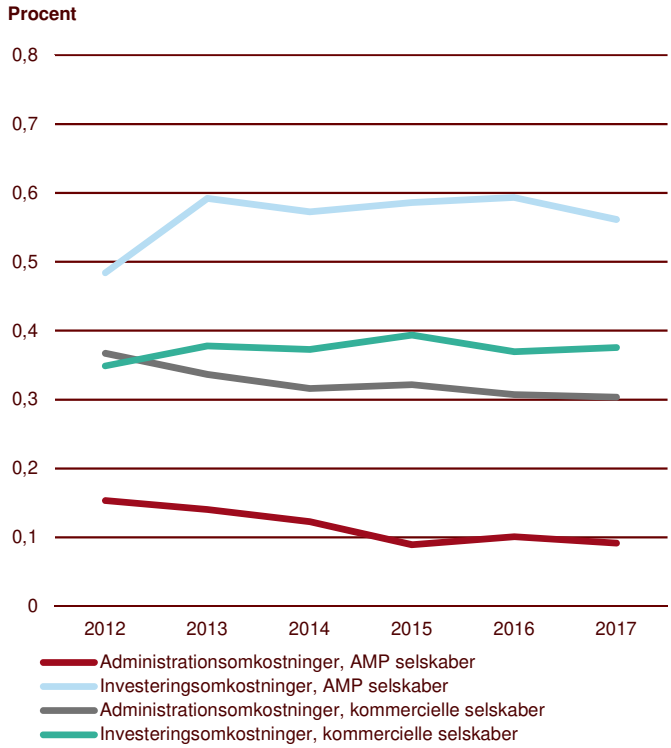
indtjening til basiskapitalen. Omkostninger til at dække tab på garantier er ikke medtaget i dette afsnit, da disse ikke kan klassificeres som *drifts*omkostninger.

Figur 3.7 **Udviklingen i omkostninger som procent af hensættelserne**

(a) Samlede omkostninger



(b) Investerings- og administrationsomkostninger



Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret fra pensionsselskaberne

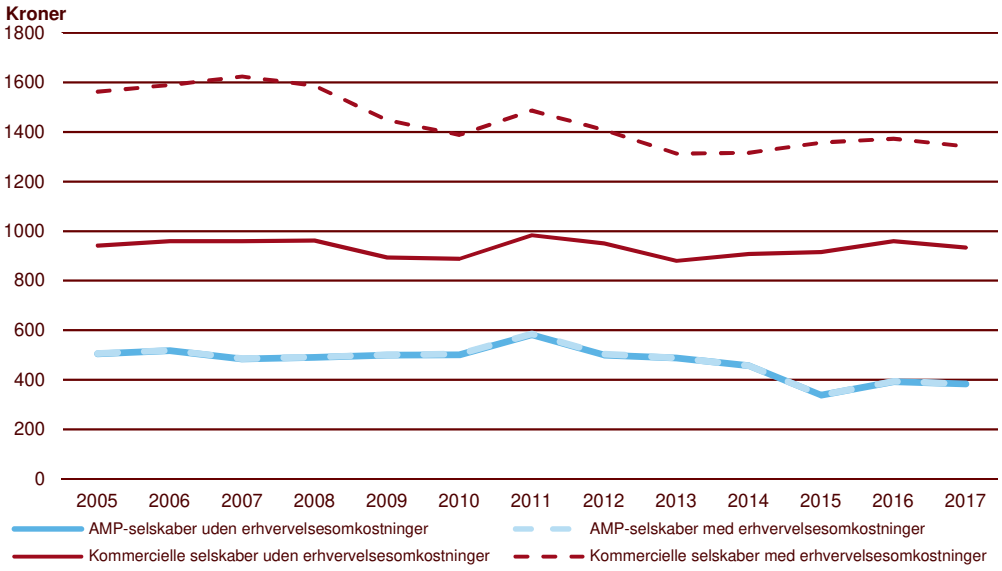
Administrationsomkostninger afhænger bl.a. af antal pensionsopsparere

Et pensionsselskabs administrationsomkostninger afhænger bl.a. af antallet af opsparere og af størrelsen på den samlede formue, som administreres. Det er sandsynligt at antallet af ind- og udbetalinger, der skal administreres, i højere grad har betydning for administrationsomkostningerne end størrelsen på ind- og udbetalingerne. Administrationsomkostningerne målt per opsparer har været relativt stabile de seneste 10 år for de kommercielle selskaber, mens der har været et fald for AMP-selskaberne, jf. figur 3.8.

Det lavere niveau for administrationsomkostningerne i AMP-selskaberne skal også ses i sammenhæng med, at arbejdsmarkedspensioner tilbyder mere standardiserede produkter end de kommercielle selskaber fx for så vidt angår valg af risikoprofil og fleksibilitet i forhold til forsikringsdækning. Desuden tilbyder kommercielle selskaber også i højere grad rådgivning, som også medfører meromkostninger. De kommercielle selskaber kan ligeledes have omkostninger til at fastholde nuværende opsparere, bl.a. tilgængelighed og løbende justering af produktudbud.

Erhvervelsesomkostninger er de omkostninger, selskaber afholder med henblik på at erhverve nye opsparere, og de består især af provisioner til salgsmedarbejdere eller mæglere.[106] Det er knap 30 pct. af administrationsomkostningerne i de kommercielle selskaber, som kan henføres til erhvervelse af nye kunder/opsparer i 2017. I 2005 var andelen ca. 40 pct., jf. figur 3.8. AMP-selskaberne har derimod ingen omkostninger til erhvervelse af nye kunder, da de ikke deltager i konkurrencen herom, jf. figur 3.8. Når der ses bort fra omkostningerne ved at erhverve nye opsparer, har kommercielle selskaber dog fortsat noget højere administrationsomkostninger per opsparere end AMP-selskaberne har.

Figur 3.8 **Årlige administrationsomkostninger per kunde**



Anm.: Antallet af kunder er opgjort som antal af ordninger. En kunde kan have flere ordninger i forskellige selskaber.

Kilde: Data fra Finanstilsynet.

3.5 Lønpræmier i pensionsbranchen

Løn og gager til medarbejdere er en væsentlig omkostningspost i pensionsselskaberne. Lønniveauet i en branche kan indikere, om konkurrencen er hård eller svag i branchen. Hvis der er svag konkurrence mellem virksomhederne i en branche, kan det således ofte give sig udslag i både højere overskud og højere lønniveau. Lønmodtagere og virksomhedernes ejere deler så at sige den overnormale indtjening, såkaldt *rent sharing*.

En del af lønforskellen mellem brancher kan imidlertid også henføres til, at visse brancher kræver eller tiltrækker personer med særlige karakteristika, som erfaringsmæssigt får en højere aflønning. Det kan fx være personer med et højt uddannelsesniveau. Uddannelsesniveauet i pensionsbranchen er forholdsvist højt sammenlignet med andre brancher, hvilket i sig selv peger i retning af et relativt højt lønniveau.

[106] Finanstilsynet.

Det er på den baggrund relevant at undersøge, om lønniveauet i pensionsbranchen ligger over, hvad en person med de samme egenskaber og forudsætninger m.v. ville tjene i en anden branche. Såfremt en person tjener mere i pensionsbranchen, end en person med de samme egenskaber og forudsætninger ville tjene i en anden branche, siges pensionsbranchen at have en (høj) *lønpræmie*.

Udgangspunktet for beregning af lønpræmien er således en antagelse om, at en lønmodtagers løn afhænger af en række forhold, herunder lønmodtagerens uddannelse, ansættelsesforhold, alder, køn, familieforhold, etnisk baggrund, samt Fx karaktergennemsnit fra gymnasiet m.v. Til beregningen af lønpræmier opsættes en økonometrisk model, der udover baggrundsvariable også medtager en branchedummy, som opfanger branchespecifikke forhold, efter der er korrigeret for de ansattes kvalifikationer m.v. Analysen inddrager flere modeltilgange, herunder en *ordinary least squares* model som i Det Økonomiske Råd (2005) og en *fixed effects* model som i Schaarup (2011). Metoderne er beskrevet i boks 3.6.

Analysen viser, at lønpræmien i pensionsbranchen er blandt de højeste af de brancher, som indgår i analysen. Lønpræmien er således mellem den 2. og 12. højeste – dvs. inden for top 10 pct. af alle brancher, jf. tabellen i boks 3.6. Lønpræmien er 35 pct. højere end i referencebranchen[107] og rangeret som den 5. højeste ud af 128 brancher, når den estimeres ved en OLS estimation (DØRs metode), og der kontrolleres for erhvervserfaring og medfødte evner via bl.a. karaktergennemsnit, jf. model (3) i tabellen i boks 3.6. Det svarer samtidig til, at lønpræmien er 26 pct. højere end medianbranchen. Det vil sige den branche, som er rangeret som den midterste i estimationen, hvor 50 pct. af brancherne har hhv. en højere og lavere lønpræmie end medianbranchen. Lønpræmien er 8 pct. højere end referencebranchen (som svarer til 8 pct. i forhold til medianbranchen) og rangeret som den 12. højeste ud af 128 brancher (snæver branchegruppering), når den estimeres ved en såkaldt fixed effects, jf. model (5) i tabellen i boks 3.6.

Ved brug af fixed effects kontrolleres for alle tids*uafhængige* ikke observerbare forskelle, fx medfødte evner som ikke opfanges Fx af karaktergennemsnit fra gymnasiet. Det betyder imidlertid, at lønpræmien kun identificeres for personer, der skifter branche i løbet af den betragtede periode. Det har således betydning for estimationen, hvilke brancher der skiftes i mellem. Hvis de estimerede lønpræmier i en fixed effects model skal fortolkes som lønpræmien for hele branchen, kræves det, at individerne, der skifter ud og ind af branchen, er repræsentative for hele branchen (dvs. at lønpræmien estimeres på baggrund af en tilfældig valgt stikprøve fra den samlede population). Selektion i brancheafgang og tilgang kan dog betyde, at der er systematisk forskel på de personer, der skifter ind, og de personer der skifter ud af en branche, hvilket vil påvirke skønnene. Endvidere gælder, at såfremt personerne primært skifter mellem brancher, der alle har et højt lønniveau, vil det påvirke resultatet i retning af at reducere den målte lønpræmie.

For pensionssektoren gælder fx, at der ofte udveksles medarbejdere fra den finansielle sektor, som potentielt også kan have en høj lønpræmie. Hvis (fixed effects) modellen estimeres med en branchedummy for den finansielle sektor inklusiv forsikring og pensionsbranchen, er lønpræmien den 2. højeste ud af 36 brancher jf. model (6) i tabellen i boks 3.6.

[107] Møbelindustri er referencebranchen i analysen. Valget af referencegruppe betyder, at lønpræmierne skal fortolkes som relative forskelle i lønniveauet mellem den pågældende branche og møbelindustrien, efter der er kontrolleret for de nævnte kontrolvariable. Valget af møbelindustri kan ses som et forsøg på at vælge en branche, som man vil forvente er udsat for international konkurrence.

Boks 3.6
Metode til beregning af lønpræmien

Den økonometriske analyse af lønpræmien i pensionsbranchen er dels baseret på en tilgang anvendt af Det Økonomiske Råd (2005) og dels en tilgang anvendt i Schaarup (2011). Lønpræmien i pensionsbranchen estimeres ved hhv. en Ordinary Least Squares model (OLS) og en fixed effects model (FE).

Ordinary Least Squares model

Med udgangspunkt i metoden anvendt i DØRs (2005)[108] opstilles en OLS model for lønpræmie estimationen. Den logaritmetransformerede timeløn er den afhængige variabel i modellen. Logaritmetransformeringen af den afhængige variabel (timeløn) betyder, at estimaterne skal fortolkes som semi-elasticiteter. Lønpræmien beregnes på baggrund af estimatet til en branchedummy, og angiver således, hvor mange procent lønpræmien er højere/lavere end referencebranchen. Der anvendes data fra 2017 (og i en pooled OLS fra 2014-2017), og der kontrolleres for en række individspecifikke karakteristika. Lønpræmien estimeres ved:

$$\begin{aligned}\log timeløn_i = {} & \beta_0 + \beta_1(branche_i) + \beta_2(køn_i) + \beta_3(barn_i) + \beta_4(civilstatus_i) + \beta_5(etnicitet_i) \\ & + \beta_6(alder_i) + \beta_7(uddannelsesniveau_i) + \beta_8(stilling_i) + \beta_9(landsdel_i) \\ & + \beta_{10}(køn_i * barn_i) + \beta_{11}(køn_i * civilstatus_i) + \beta_{12}(alder_i^2) \\ & + \beta_{13}(alder_i^2 * køn_i) + \beta_{14}(køn_i * alder_i) + \epsilon_i\end{aligned}$$

I beregningen af lønpræmien er der således kontrolleret for personens køn, om personen har børn, personens alder og civilstatus (angiver om personen er gift eller ej), personens etnicitet (efterkommer, indvandrer eller personer med dansk oprindelse), personens uddannelsesniveau (ufaglært, faglært, gymnasial, kort videregående, mellemlang/bachelor, lang videregående eller forskeruddannelse, personens stillingsbetegnelse (fx med eller uden ledelsesarbejde), personens karaktergennemsnit fra gymnasiet, personens branchetilknytning og slutteligt personens bopæl (Københavnsområdet, Aarhus eller resten af Danmark (residualen)).

Der tilføjes også et interaktionsled i modellen, som er krydsproduktet af en række af de individspecifikke karakteristika fx køn og børn. Det kan fange, at lønpræmien kan variere afhængigt af om mænd eller kvinder får børn. Ligeledes tilføjes kvadrede variable, der kontrollerer for eventuelle ikke-lineære sammenhænge mellem variable fx lønniveau og alder.

I en OLS model er der fare for, at der er ikke-observerbare individspecifikke karakteristika – både tidsvariante og tidsinvariante – der påvirker både den afhængige variable (timelønnen) og en/eller flere af de forklarende variable (fx branchetilknytning). Det såkaldte *endogenitetsproblem.* Dette er oftest et problem ved *self-selektion*, hvor individet selv vælger x_{it}, fx branchen, som så afhænger af nogle faktorer, der ikke er observerbare. Estimaterne i lønpræmieestimationerne vil i givet fald være biased enten nedad eller opad, alt afhængig af korrelationen med de ikke-observerbare karakteristika. Det er muligt at teste, hvorvidt der er nogle tidsinvariante karakteristika, som der burde tages højde for i modellen, ved at anvende en Chow test.

Fixed effects model

Med udgangspunkt i metoden anvendt i Schaarup (2011) opstilles en fixed effects model for lønpræmie estimationen. Som i modellen ovenfor – er den logaritmetransformerede timeløn den afhængige variabel i modellen. Lønpræmien beregnes også i denne model pba. estimatet til en branchedummy, og angiver således, hvor mange procent lønpræmien er højere/lavere

[108] DØRs (2005). Estimation af lønpræmier.

end referencebranchen. Der anvendes data fra 2014-2017 og der kontrolleres for en række individspecifikke karakteristika. For estimationen tages udgangspunkt i en udvidet Mincer relation:

$$y_{it} = x_{it}\beta + d_{it}\gamma + z_i\delta + \alpha_i + \epsilon_{it}$$

hvor $i = 1, \dots, N$ og $t = 1, \dots, T$

Variablen y_{it} angiver logaritmen til timelønnen , x_{it} er en vektor af observerbare tidsvariante variable fx antal børn, z_i er en vektor af observerbare tidsinvariante variable fx karakterer eller etnicitet, d_{it} er en vektor af branchedummies, der angiver om person i er ansat i branche j til tiden t, og koefficienten α_i er ikke-observerbare tidsinvariante karakteristika.

I en fixed effects tages højde for disse individspecifikke ikke-observerbare forskelle, der ikke ændres over tid fx medfødte evner. Det sker ved, at der i en fixed effects model for hver individ *i* beregnes et gennemsnit af hver variabel i hele perioden. Dette gennemsnit trækkes fra de enkelte variable for hver tidsperiode, *t*, som følger:

$$y_{it} - \bar{y}_i = (x_{it} - x_i)\beta + \left(d_{it} - d_i\right)\gamma + (z_i - z_i)\delta + +\epsilon_{it} - \epsilon_i$$

$$k = \{y, x, d, z\}$$

hvor

$$\bar{k}_i \equiv \frac{1}{T}\sum_{t=1}^{T} k_{it}$$

Dermed fjernes alle individspecifikke karakteristika, herunder den ikke observerbare heterogenitet, α_i. Ved at omskrive dette fås følgende transformation:

$$y_{it} = x_{it}\beta + d_{it}\gamma + \varepsilon_{it}$$

hvor

$$k_{it} \equiv k_{it} - \bar{k}_i$$

Som angiver værdien af variablen i periode *t* fratrukket gennemsnittet. Transformationen medfører således, at alle individspecifikke tidsinvariante karakteristika fjernes fra modellen. Det gælder både de observerbare tidsinvariante karakteristika fx køn, alder mv. og de ikke-observerbare tidsinvariante karakteristika fx medfødte evner mv.

Det medfører også, at lønpræmien kun estimeres på baggrund af personer, der skifter branche i løbet af den betragtede periode. Det vil sige, at lønpræmien kun dækker over lønændringen for personer, der skifter fra eller til den pågældende branche *j*. En væsentlig forskel mellem at estimere lønpræmien med OLS og fixed effects er altså, at OLS estimerer lønpræmien på baggrund af alle lønmodtagere i branchen, mens fixed effects udelukkende estimerer lønpræmien for de lønmodtagere, der skifter branche i perioden, der estimeres.

Hvis de estimerede lønpræmier i en fixed effects model skal fortolkes som lønpræmien for hele branchen, kræves det, at individerne, der skifter ud og ind af branchen, er repræsentative for hele branchen. Sagt med andre ord, at lønpræmien estimeres pba. af en tilfældig valgt stikprøve fra den samlede population. Selektion i branchetilknytning kan dog betyde, at der er forskel i de personer, der skifter ind, og de personer der skifter ud af en branche og som tidligere nævnt er branchetilknytning nok ikke tilfældig. Desuden antages det implicit i modellen, at løngevinsten ved at skifte ind i branchen er den samme som løntabet ved at skifte ud.

Lige såvel som selektion i branchetilknytning kan have en betydning, kan antallet af skift for de respektive brancher – altså variationen – i datasættet have en betydning for estimaterne for lønpræmien. Det betyder helt konkret for estimationen, at standardfejlene bliver for store.

Som i en OLS model, er der fare for, at der er ikke-observerbare individspecifikke karakteristika, der påvirker både den afhængige variable (timelønnen) og en/eller flere af de forklarende variable (fx branchetilknytning). Imidlertid er alle ikke-observerbare tidsinvariante individspecifikke karakteristika fjernet fra estimationen – så problemet omhandler kun tids*afhængige* ikke-observerbare karakteristika. Det er således [potentielt] et mindre problem i en fixed effects model end i en OLS model.

I en fixed effects model har det desuden betydning hvilke brancher, der skiftes imellem. Hvis personer fx primært skifter mellem brancher, der alle har et højt lønniveau vil det medføre, at de faktiske lønpræmier undervurderes. Ved at anvende en bredere branchegruppering kan udfordringen med at lignende brancher kan have lignende lønniveau reduceres. En bredere branchegrupperingvil dog medføre, at der vil være færre brancheskift og dermed mindre variation, der kan bruges til estimationen af lønpræmierne.

Data anvendt i analysen

Lønpræmien er estimeret på baggrund af registerdata fra Danmarks Statistik. Data for den *registerbaserede arbejdsstyrkestatistik (RAS)* er brugt til at opgøre personernes timeløn inkl. pension (variablen BREDT_LOENBELOEB_EBS er anvendt). Lønpræmierne bliver en smule lavere, hvis der anvendes timeløn ekskl. pension. Den registerbaserede arbejdsstyrke er ligeledes anvendt til stillingsbetegnelse og hvilken branche personerne er beskæftiget indenfor. Øvrige personkarakteristika som uddannelse, alder og køn er tilføjet fra registrene for uddannelse (UDDA) og befolkning (BEF). Data er fordelt på 128 brancher, jf. nationalregnskabet. For pensionsbranchen anvendes en branche kaldet "forsikring og pension". Dvs. den estimerede lønpræmie dækker både personer ansat i forsikringsbranchen og pensionsbranchen.

Hver af de 128 brancher har en dummy i modellen bortset fra branchen møbelindustri, som er valgt som referencegruppe, idet denne branche normalt anses for at være relativt konkurrenceudsat. Valget af møbelindustri kan ses som et forsøg på at vælge en branche, som man vil forvente er udsat for international konkurrence. Møbelindustri er tidligere brugt som referencegruppe ved estimation af lønpræmien i DØRs (2005) og Konkurrencestyrelsen (2009)[109]. Valget af referencebranche har ingen betydning for den relative rangering af lønpræmien i brancherne, og der kunne sagtens have været anvendt en anden referencebranche i estimationerne.

Valget af referencegruppe betyder, at lønpræmierne skal fortolkes som relative forskelle i lønniveauet mellem den pågældende branche og møbelindustrien, efter der er kontrolleret for de nævnte kontrolvariable. Det er altså et udtryk for merlønnen, som en person med givne karakteristika, ville have i udsigt, hvis vedkommende skifter fra branchen Møbelindustri til den pågældende branche. Beregningen af den relative forskel i lønniveau mellem pensionsbranchen og møbelindustrien ser således ud:

$$Lønpræmie_{\text{forsikring og pension}} = \frac{e^{\beta(\text{forsikring og pension})}}{e^{\beta(møbelindustri)}} - 1 = e^{\beta(\text{forsikring og pension})} - 1$$

[109] Konkurrencestyrelsen (2009). Konkurrenceredegørelse 2009

Resultater

Lønpræmien i pensionsbranchen er mellem den 2. og 12. højeste blandt de hhv. 36 og 128 brancher afhængigt af den anvendte estimationsmetode, jf. nedenstående tabel. Lønpræmien er 35 pct. højere end i referencebranchen og rangeret som den 5. højeste (af 128 brancher), når den estimeres ved en OLS estimation og der kontrolleres for medfødte evner og erhvervserfaring, jf. model (3) i nedenstående tabel. Dette svarer også til en lønpræmie, som er 26 pct. højere end medianbranchen. Det vil sige den branche, hvor der er præcis 50 pct. af brancherne, som har hhv. en lavere og en højere lønpræmie. En pooled OLS estimation (2014-2017) ændrer ikke på analysens resultater, jf. model (4). Lønpræmien er 8 pct. højere end referencebranchen (svarende til 8. pct. i forhold til medianbranchen) og rangeret som den 12. højeste (af 128 brancher), når den estimeres ved en såkaldt fixed effects estimation, jf. model (5) i nedenstående tabel.

Lønpræmien er rangeret som den 2. højeste lønpræmie ud af 36 brancher, jf. model (6) i nedenstående tabel, ved estimation med en fixed effect model og en bredere branchegruppering (finansiering og forsikring).

	Logaritmen til timeløn					
Model	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Population	Alle lønmodtagere	Lønmodtagere med karakterer	Lønmodtagere med karakterer og [potentiel] erhvervserfaring	Lønmodtagere med karakterer og [potentiel] erhvervserfaring	Alle lønmodtagere	Lønmodtagere på fuldtid
Estimationsmetode	OLS	OLS	OLS	Pooled OLS	Fixed effects	Fixed effects
Periode	2017	2017	2017	2014-2017	2014-2017	2014-2017
Forsikring og Pension	**0,2928** ***	**0,3018** ***	**0,2967** ***	**0,3079** ***	**0,0731** ***	**0,0623** ***
Rangering	5 (top 4 pct.)	5 (top 4 pct.)	5 (top 4 pct.)	5 (top 4 pct.)	12 (top 9 pct.)	2 (top 5 pct.)
Den finansielle sektor (bred branche gruppering)						
Køn	0,2850 ***	0,2625 ***	0,2728 ***	0,2249 ***	-	-
Køn*børn	-0,0161 ***	-0,0359 ***	-0,0369 ***	-0,0477 ***	0,0290 ***	0,0286 ***
Alder	0,0596 ***	0,0484 ***	0,0333 ***	0,0435 ***	0,0872 ***	0,0873 ***
Alder*køn	-0,0199 ***	-0,0153 ***	-0,0161 ***	-0,0134 ***	-0,0211 ***	-0,0203 ***
Alder^2	-0,0006 ***	-0,0004 ***	-0,0003 ***	-0,0005 ***	-0,0011 ***	-0,0011 ***
Alder^2*køn	0,0002 ***	0,0002 ***	0,0002 ***	0,0001 ***	0,0002 ***	0,0002 ***
Potentiel erhvervserfaring	-	-	0,0000 ***	0,0000 ***	-	-
Potentiel erhvervserfaring^2	-	-	0,0000 ***	0,0000 ***	0,0000 ***	0,0000 ***
Civilstatus	0,0611 ***	0,0801 ***	0,0759 ***	0,0705 ***	-0,0184 ***	-0,0181 ***
Civilstatus*køn	-0,0537 ***	-0,0674 ***	-0,0673 ***	-0,0677 ***	-0,0213 ***	-0,0217 ***
Karakter	-	0,0142 ***	0,0127 ***	0,0124 ***	-	-
Gymnasial uddannelse	0,1133 ***	-0,0206 ***	0,0176 ***	0,0788 ***	0,0179 ***	0,0166 ***
Kortvideregående uddannelse	0,1274 ***	-0,0167 ***	0,0526 ***	0,0971 ***	-0,0065 ***	-0,0078 ***
Mellemlangvideregående uddannelse	0,1665 ***	0,0050 *	0,0801 ***	0,1264 ***	-0,0068 ***	-0,0079 ***
Langvideregående uddannelse	0,3306 ***	0,1587 ***	0,2545 ***	0,3012 ***	0,0351 ***	0,0345 ***
Ph.d.	0,4163 ***	0,2237 ***	0,3508 ***	0,3980 ***	0,0336 ***	0,0423 ***
Børn	0,0137 ***	0,0536 ***	0,0488 ***	0,0446 ***	-0,0049 ***	-0,0045 ***
Lønmodtager med ledelsesarbejde	0,4225 ***	0,4675 ***	0,4569 ***	0,4497 ***	0,0613 ***	0,0656 ***
Lønmodtager på højeste niveau	0,1522 ***	0,1461 ***	0,1403 ***	0,1367 ***	0,0468 ***	0,0544 ***
Lønmodtager på mellemniveau	0,0866 ***	0,0813 ***	0,0795 ***	0,0774 ***	0,0120 ***	0,0162 ***
Andre lønmodtagere	-0,0429 ***	-0,0021	-0,0032	-0,0181 ***	0,0132 ***	0,0194 ***
Lønmodtager u.n.a.	-0,0795 ***	-0,0099 ***	-0,0132 ***	-0,0460 ***	-0,0369 ***	-0,0367 ***
Indvandrer	-0,0728 ***	-0,0049	-0,0007	0,0023	-	-
Efterkommer	-0,0068 ***	0,0153 ***	0,0114 ***	0,0069 ***	-	-
København og omegn	0,0400 ***	0,0359 ***	0,0372 ***	0,0348 ***	-0,0007	-0,0017
Aarhus	0,0093 ***	-0,0016	0,0002	0,0012 *	-0,0151 ***	-0,0160 ***
Konstantled	3,8752 ***	4,0193 ***	4,2523 ***	3,9353 ***	3,9579 ***	3,9619 ***
Observationer	2.163.885	710.025	710.025	2.789.411	8.522.426	8.522.426
R^2	0,5674	0,5725	0,5784	0,6131	0,1147	0,1020

Anm.: En stjerne indikerer p-værdi under 5 pct., mens to og tre stjerner indikerer p-værdier under hhv. 1 pct. og 0,1 pct.

Estimaterne for de resterende branchedummier findes i bilag 12. Følgende individspecifikke observerbare karakteristika er dummyvariable; køn, børn, civilstatus, gymnasial-, kort videregående -, mellemlang videregående-, lang videregående- og forskeruddannelse, lønmodtager med ledelsesarbejde, lønmodtager på højeste niveau, lønmodtager på mellemniveau, andre lønmodtagere, lønmodtagere u.n.a., indvandrer, efterkommere, København og omegn og slutteligt Aarhus.

For køn er referencegruppen mænd, for børn er referencegruppen ingen børn, for civilstatus er referencegruppen ugift, for uddannelsesdummies er referencegruppen grundskole, for stillingsbetegnelsesdummies er lønmodtager på grundniveau referencegruppen, for etcinitetsdummies er personer med dansk oprindelse referencegruppen og for geografidummies er individer bosat i resten af landet (residualen) referencegruppen.

3.6 Stordriftsfordele

Pensionsmarkedets karakteristika og erfaringer fra andre lande peger på, at det danske pensionsmarked bør være præget af betydelige økonomiske stordriftsfordele ved forvaltning af pensionsopsparingen. Det skal ses i sammenhæng med, at nogle af selskabernes omkostninger er relativt uafhængige af, om selskabet får lidt flere eller lidt færre opsparere, og om den samlede formue bliver lidt større eller lidt mindre. Samtidig er det antageligt, at selskaber med en stor formue sandsynligvis har mere forhandlingsmagt over for eksterne investeringsforvaltere end mindre selskaber.[110] Det betyder konkret, at omkostninger per opsparer må forventes at falde, jo flere opsparere selskabet har. Desuden må det forventes, at investeringsomkostningerne målt i forhold til formuen også falder, jo større formue selskabet forvalter. Fx er det forventningen, at det ikke koster fem gange mere at forvalte for 5 mia. kr. statsobligationer end for 1 mia. kr.

Pensionsselskaberne er vokset markant de sidste ti år

Pensionsselskaberne er vokset fra en gennemsnitlig størrelse på cirka 28,5 mia. kr. i 2006 til knap 97 mia. kr. til 2017. Det svarer til en stigning på 240 pct., hvilket er næsten ni gange mere end væksten i nominel BNP i samme periode. En del af væksten afspejler konsolidering i sektoren, dvs. fusioner m.v. Antallet af pensionsselskaber i Danmark er således faldet fra 43 til 25 fra 2006 til 2017, og koncentrationen i markedet er derfor øget. Væksten afspejler også, at pensionsformuen vokser som følge af stigende indbetalinger og det afkast pensionsselskaberne løbende genererer

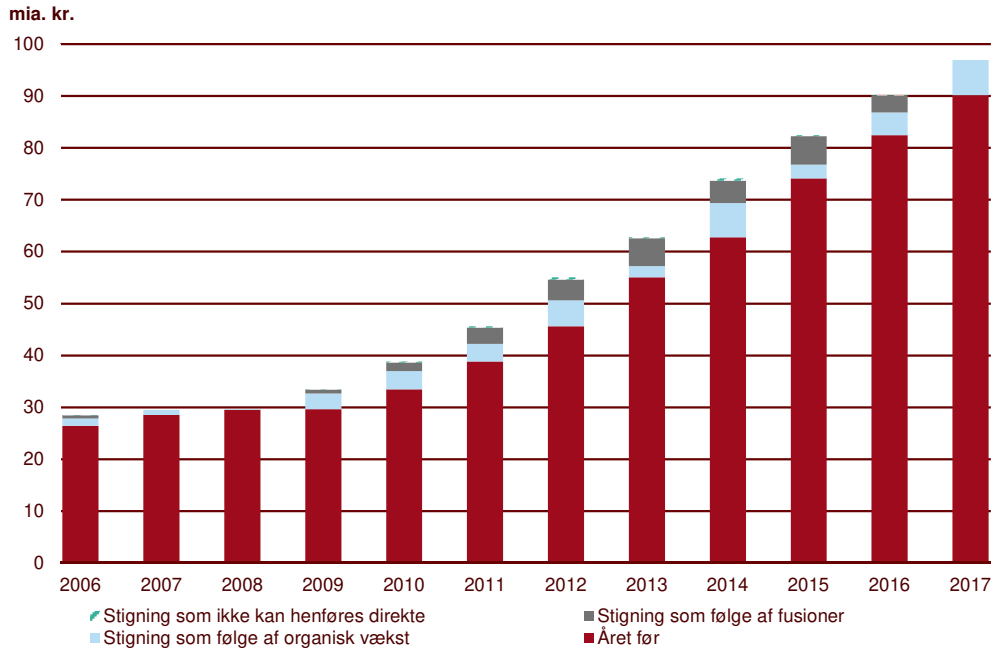
Nogle år kan størstedelen af den årlige vækst i størrelsen på et gennemsnitlig pensionsselskab henføres til fusioner mellem pensionsselskaber, mens det andre år kan tilskrives stigende pensionsindbetalinger og –formuer (såkaldt organisk vækst), jf. figur 3.9. Omkring 25 pct. af den samlede vækst i størrelsen på "det gennemsnitlige pensionsselskab" fra 2005 til 2017 kan henføres til sammenlægninger af selskaber, mens 38 pct. kan henføres til organisk vækst[111], jf. figur 3.10.

---

[110] James et al. (2001). Administrative costs and the organization of individual retirement account systems: a comparative perspective.

[111] Grundet den "ikke-lineære" natur af ændringen i gennemsnittet, hvor der ofte vil være ændringer i både antallet af selskaber og størrelsen af hensættelserne i et givet år (dvs. ændringer i både tæller og nævner), vil der være en "residual-vækst", som ikke via beregningerne kan tilskrives fusionsvækst eller organisk vækst.

Figur 3.9 **Årsager til vækst for det "gennemsnitlige pensionsselskab"**



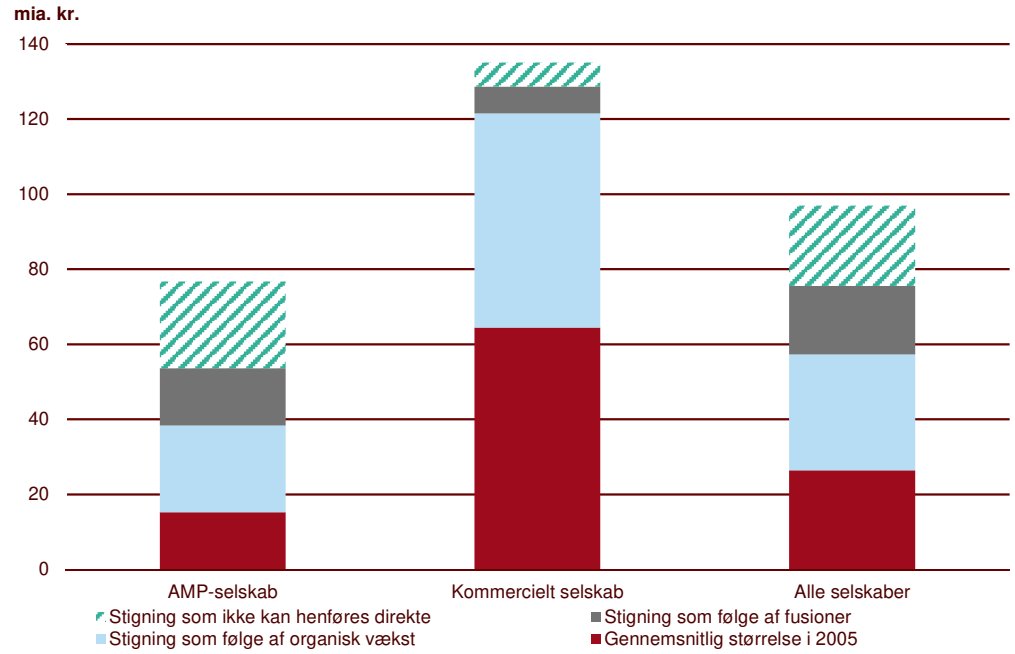
Anm. Beregningsmetoden fremgår af bilag 9.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra Finanstilsynet.

Det er særligt AMP-selskaberne, der i gennemsnit er blevet større som følge af sammenlægninger, mens den gennemsnitlige vækst hos de kommercielle selskaber i højere grad er drevet af stigende pensionsindbetalinger og -formuer, jf. Figur 3.10. Antallet af AMP-selskaber er således faldet med næsten 50 pct. fra 2005 til 2017 (fra 33 til 17), mens antallet af kommercielle selskaber er faldet med 10 pct. (fra 10 til 9). Antallet af kommercielle selskaber er dog yderligere faldet til syv i 2018, idet AP Pension har opkøbt Skandia Danmark og Danica Pension har købt SEB Pension.

Der er fortsat betydelig forskel på størrelsen af pensionsselskaberne. I 2017 var et gennemsnitligt kommercielt selskab på 135 mia. kr. målt ved deres hensættelser, mens AMP-selskaberne i gennemsnit havde en størrelse på knap 77 mia. kr. Et gennemsnitligt kommercielt selskab er dermed ca. dobbelt så stort som et gennemsnitligt AMP-selskab (bl.a. påvirket af to relativt store kommercielle selskaber). I 2005 var forskellen en faktor 4. Denne udvikling skal ses i sammenhæng med, at flere AMP-selskaber er gået sammen i administrationsfællesskaber. Et administrationsfællesskab giver mulighed for at drage nytte af nogle af de samme fordele, der kan opstå ved at være et stort selskab.

Figur 3.10 **Gennemsnitlig størrelse på et pensionsselskab i 2017 set i forhold til 2005**



Anm.: Beregningsmetode fremgår af bilag 9.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra Finanstilsynet.

Hvis der er god konkurrence på markedet, vil der være en stærk tilskyndelse til at udnytte denne vækst og dermed de fordele, der er forbundet med at forvalte en stor formue, og stordriftsfordelene vil samtidig i vidt omfang komme opsparerne til gode i form af lavere priser.

Erfaringer fra andre lande peger i retning af stordriftsfordele ved forvaltning af pensionsopsparinger

Flere internationale studier har vist, at der generelt er stordriftsfordele forbundet med at forvalte pensionsordninger, både når det gælder administration af opsparernes pensionsordninger og investering/forvaltning af deres formue.

Tuesta (2014)[112] undersøger stordriftsfordele i pensionsbranchen ved at analysere administrationsomkostninger i 53 lande. Danmark ligger pænt med relativt lave gennemsnitlige administrationsomkostninger i analysen. Norge, Holland og Italien har dog lavere administrationsomkostninger (målt i procent af den samlede aktivmasse selskabet administrerer). Forfatteren finder desuden en robust negativ sammenhæng mellem pensionsselskabernes størrelse (målt på aktivmassen) og administrationsomkostningerne og konkluderer dermed, at der er stordriftsfordele i pensionsbranchen.

[112] Tuesta (2014). Factors behind the administrative fees of private pension systems: An international analysis.

Bateman og Mitchell (2004)[113] sammenligner australske detailpensionsordninger og arbejdsgiversponsorerede pensionsordninger. I arbejdsgiverordninger er én eller flere arbejdsgivere gået sammen om at tilbyde pensionsordning til deres ansatte, mens detailordninger er tilgængelige for alle typer af arbejdstagere på det private pensionsmarked. Studiet finder, efter der er kontrolleret for pensionsfirmaernes størrelse, at detailpensionsaftaler har 70 procent højere omkostninger end arbejdsgiversponsorerede ordninger. De finder desuden, at der er betydelige skalafordele på det australske pensionsmarked: en forøgelse af aktiver under administration på én procent fører til en stigning i omkostningerne på en halv procent.

Bikker og de Dreu (2009)[114] finder, at der er betydelige stordriftsfordele på det hollandske pensionsmarked både ved administration af pensionsordninger og ved investering af formuen. Studiet viser, at når antallet af kunder stiger med 1 pct., så stiger administrationsomkostningerne med 0,64 pct. Desuden finder studiet, at en stigning i pensionsformuen med 1 pct. medfører en forøgelse af investeringsomkostningerne med 0,78 pct. Forfatterne finder også, at mulighederne for at høste yderligere stordriftsfordele aftager med selskabets størrelse. Det vil sige, at især mindre selskaber kan høste gevinster af stordriftsfordele ved vækst eller konsolidering.

Latzko (1999)[115] undersøger, om der eksisterer skalafordele i kapitalforvaltning i et stort tværsnit af 2610 investeringsselskaber. I papiret findes en negativ sammenhæng mellem de samlede omkostninger målt i forhold til størrelsen på formuen. Studiet konkluderer, at når formuen vokser med 1 pct., så stiger investeringsomkostningerne med godt 0,7 pct.

Broeders, van Oord og Rijsbergen (2016)[116] undersøger, hvorvidt der er stordriftsfordele ved investering i forskellige aktivklasser for pensionsselskaber.[117] Analysen tager udgangspunkt i 225 hollandske pensionsfonde, der samlet set administrerer 928 mia. euro. Forfatterne konkluderer, at der er stordriftsfordele ved investering i statsobligationer, noterede aktier og diversificerede porteføljer, men ikke ved investering i bygninger, unoterede aktier og hedgefonde. Endvidere finder studiet, at der ikke er evidens for stordrifts*ulemper* ved meget store pensionsselskaber.

Stordriftsfordele på det danske pensionsmarked

Analyserne i denne rapport peger på, at der er stordriftsfordele ved administration af pensionsopsparinger i et vist omfang i Danmark.[118] For kapitalforvaltning/investering er der ikke signifikante stordriftsfordele. Det peger på, at danske pensionsselskaber ikke fuldt ud formår at udnytte stordriftsfordele til at nedbringe omkostningerne og dermed også priserne for opsparerne.

Der er en negativ sammenhæng mellem antallet af opsparere i et pensionsselskab og administrationsomkostninger per opsparer, jf. figur 3.11. Når effekten af stordriftsfordele estimeres i en økonometrisk model, hvor der er korrigeret for visse faktorer, findes, at der er moderate stordriftsfordele ved administration af pensionsordninger, jf. tabel 1 i boks 3.7.

---

[113] Bateman og Mitchell (2004). New evidence on pension plan design and administrative expenses: The Australian experience.

[114] Bikker og de Dreu (2009). Operating costs of pension funds: the impact of scale, governance, and plan design.

[115] Latzko (1999). Economics of scale in mutual fund administration.

[116] Broeders et al. (2016). Journal of International Money and Finance.

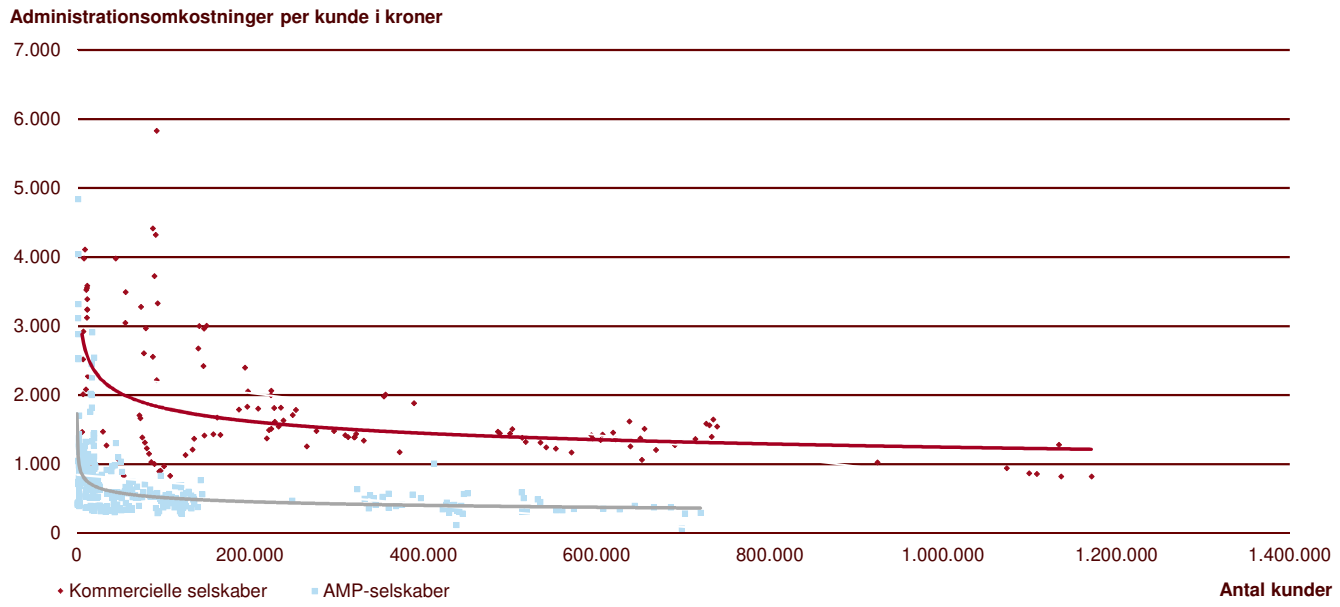
[117] Der tages højde for, at større pensionsselskaber typisk investerer i aktivklasser med højere investeringsomkostninger.

[118] Analysen er baseret på pensionsselskabernes faktiske omkostninger, dvs. aflønning af ejere indgår ikke i tallene.

Det er både AMP-selskaber og kommercielle selskaber, der har visse stordriftsfordele ved administration af pensionsordninger, jf. tabel 1 i boks 3.7. Når antallet af opsparere stiger med 1 pct., så vil administrationsomkostningerne således skønsmæssigt stige med 0,73 pct. for kommercielle selskaber og 0,84 pct. for AMP-selskaber.[119] Hvis omkostninger til erhvervelse af nye opsparere ikke medregnes i de samlede administrationsomkostninger, er der fortsat evidens for stordriftsfordele – de er dog mindre udtalte. Det gælder for de kommercielle selskaber, som har denne type omkostninger, jf. tabel 1 i boks 3.7.

Analysen viser også, at pensionsselskaber, som er medlem af et administrationsfællesskab, har lavere omkostninger ved at administrere opspareres pensionsordninger. Det understøtter, at administrationsfællesskaber kan være en måde at høste stordriftsfordele på, uden at selskabet selv vokser gennem fx fusioner eller organisk vækst.

Figur 3.11 **Sammenhæng mellem antal opsparere og administrationsomkostninger**



Anm.: Administrationsomkostninger er inklusiv omkostninger til erhvervelse af nye kunder.

Kilde: Data fra finanstilsynet.

Der er rent visuelt en svag negativ sammenhæng mellem selskabernes investeringsomkostninger målt i forhold til formuens størrelse og selve formuen, som selskabet forvalter. Det kunne tyde på stordriftsfordele af en vis størrelse. jf. figur 3.12.

I den økonometriske model, hvor der også kontrolleres for andre forhold såsom porteføljesammensætning, er der imidlertid ikke fundet statistisk signifikante stordriftsfordele i kapitalforvaltning/investeringsomkostningerne, jf. tabel 2 i boks 3.7. Investeringsomkostningerne

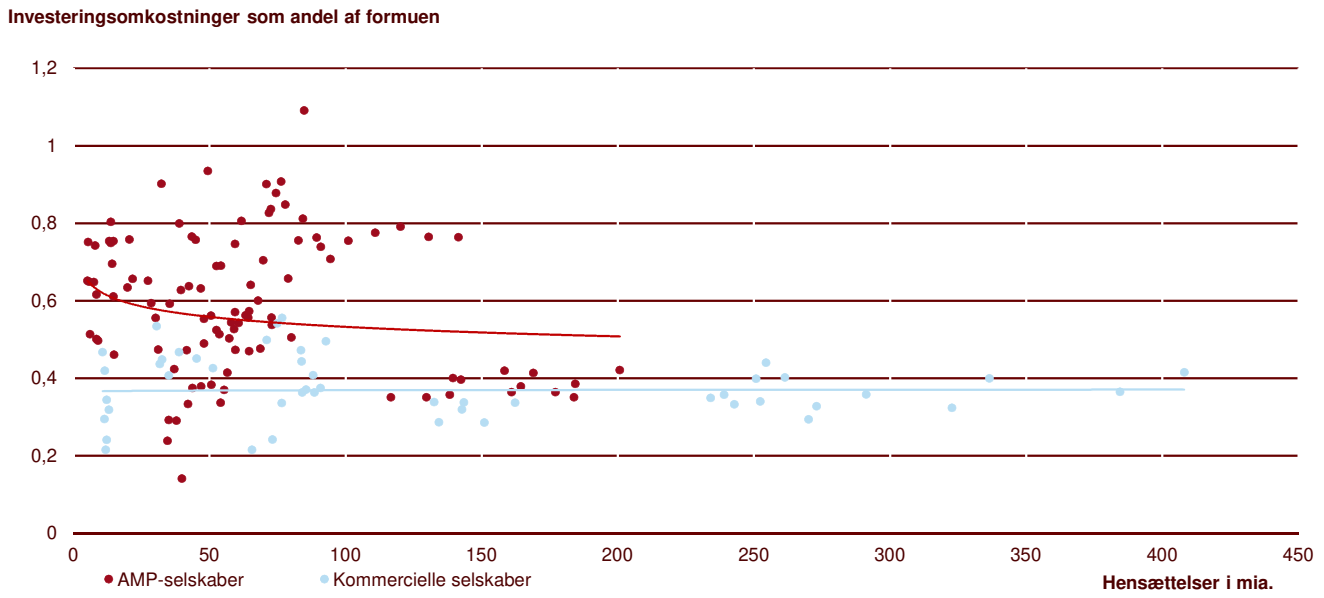
[119] Der er signifikant forskel i størrelsen af stordriftsfordelene mellem AMP- og kommercielle selskaber.

målt per pensionskrone er dermed ret uafhængig af pensionsformuens størrelse i de forskellige selskaber. Når der opstilles separate modeller for hhv. AMP-selskaber og kommercielle selskaber, estimeres der heller ikke signifikante stordriftsfordele, jf. tabel 2 i boks 3.7. Derimod er der signifikante skalaulemper for kommercielle selskaber, jf. tabel 2 i boks 3.7.

De opgjorte omkostninger har et signifikant højere niveau, når kapitalen forvaltes eksternt men inden for samme koncern. Hvis de selskaber, som har koncernintern kapitalforvaltning udelades i modellen, er der ikke længere signifikante stordriftsulemper for de kommercielle selskaber og omvendt heller ikke skalafordele, jf. tabel 2 i boks 3.7. Det kan pege i retning af, at de kommercielle selskaber, som får en stor del af opsparernes formuer forvaltet eksternt, men inden for samme koncern, tager en relativt høj pris, og at en evt. indtjening herved kanaliseres til det koncernforbundne selskab.

Det skal dog samtidig ses i sammenhæng med, at niveauet for investeringsomkostninger er signifikant lavere for kommercielle selskaber end for AMP-selskaberne. Det gælder også, når der korrigeres for de forskellige forhold, som indgår i de anvendte økonometriske modeller. Desuden viser undersøgelsen, at det er signifikant dyrere at investere i bygninger og kreditobligationer m.v. end i statsobligationer. Der er hverken et lavere eller højere niveau af investeringsomkostninger ved at indgå i et administrationsfællesskab. Analysen af stordriftsfordele er beskrevet mere detaljeret i boks 3.7.

Figur 3.12 **Sammenhæng mellem pensionsformue og investeringsomkostninger**



Kilde: Egne beregninger.

Boks 3.7
Analyse af stordriftsfordele på det danske pensionsmarked 2018

Modellen for stordriftsfordele tager udgangspunkt i den økonometriske model for skalafordele, som er anvendt i Bikker og de Dreu (2009). Der tages udgangspunkt i, at produktionen af ydelserne kan beskrives ved en Cobb-Douglas produktionsfunktion.

Analysen er todelt. Først opstilles en model, der estimerer sammenhængen mellem omkostninger ved at administrere opsparernes pensionsordninger og antallet af opsparere. Dernæst opstilles en model, der estimerer sammenhængen mellem omkostningerne ved at forvalte pensionsformuen og den samlede formue. Analysen baseres på data fra de danske pensionsselskaber i perioden 2005 til 2017.[120]

Den empiriske model for administrationsomkostninger med og uden erhvervelsesomkostninger

Sammenhængen mellem administrationsomkostninger[121] og antallet af opsparere specificeres i følgende lineære model:

$$log\left(\frac{adm\ omk_{it}}{antal\ opsparere_{it}}\right) = \alpha + \beta_1 log(antal\ opsparere_{it}) + \beta_2 log(gns formue_{it}) + \beta_3 log(antal\ opsparere_{it}) * selskabstype_i + \delta selskabstype_i + \phi administrationsfællesskab_i + \eta kontrol\ variable_{it} + \epsilon_{it}$$

Variablen $adm\ omk_{it}$ angiver administrationsomkostningerne for pensionsselskab *i* til tiden *t.* Antallet af opsparere i et pensionsselskab og den gennemsnitlige formue per pensionsopsparer anvendes som forklarende variable i regressionen.

Der tilføjes også et interaktionsled i modellen, som er krydsproduktet af selskabstype og antallet af opsparere, og selskabstype og gennemsnitlig formue per opsparer. Det kan fange, at stordriftsfordelene kan variere afhængigt af selskabstype, dvs. om det er et APM-selskab eller et kommercielt selskab.

I modellen inkluderes også en dummy for selskaber, som er med i et administrationsfællesskab, idet det kan have en forklarende effekt at være en del af et administrativt fællesskab. Fejlleddet er repræsenteret ved ϵ_{it}. Endvidere inkluderes kontrolvariable (herunder års-dummier) i modellen, der kan forklare den tidsvariation i data, som ikke er virksomhedsspecifik.

Estimaterne for regressionen er angivet i tabel 1 nedenfor. Model 1 estimerer sammenhængen mellem administrationsomkostninger inklusive erhvervelsesomkostninger og antallet af opsparere i pensionsselskaber. Model 2 estimerer sammenhængen for kommercielle selskaber og model 3 sammenhængen for AMP-selskaber. Model 4, 5 og 6 svarer til model 1, 2 og 3 med den ene forskel, at administrationsomkostningerne ikke omfatter erhvervelsesomkostninger.

Regressionen viser, at der er stordriftsfordele ved at administrere opsparernes pensionsordninger. Når der kommer 1 pct. flere kunder ind i et pensionsselskab, så stiger administrationsomkostningerne (inklusive erhvervelsesomkostninger) med 0,84 pct. for AMP-selskaber og 0,73 pct. for kommercielle selskaber.

[120] Data for investeringsomkostninger haves for perioden 2011 til 2017. Et trunkeret datasæt for administrationsomkostninger er estimeret i Bilag 7: Robusthedstjek af modelspecifikation i analysen af skalafordele

[121] Der estimeres både en model med og uden erhvervelsesomkostninger.

Der er også stordriftsfordele i administrationen af pensionsordninger, når omkostninger til at erhverve nye opsparere ikke medregnes for både kommercielle selskaber og AMP-selskaber. Derimod er der ikke signifikant forskel på, hvor meget omkostningerne stiger med for hhv. kommercielle og AMP-selskaber, når antallet af opsparere stiger.

Regressionen viser også, at pensionsselskaber, der er en del af et administrationsfællesskab har lavere omkostninger, både når omkostninger til erhvervelse af nye kunder er medregnet, og når de ikke er, jf. tabellen nedenfor. Det kan afspejle en besparelse ved at indgå i et fællesskab men evt. også, at de AMP-selskaber, der har valgt at indgå i det administrationsfælleskab, måske i forvejen er mere optaget af at sikre lave omkostninger.

Tabel 1 **Regression af administrationsomkostninger**

	Administrationsomkostninger (log)					
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
	Inkl. omkostninger til at erhverve nye kunder			Uden omkostninger til at erhverve nye kunder		
	Pensionsselskab	Kommercielt selskab	AMP-selskab	Pensionsselskab	Kommercielt selskab	AMP-selskab
Antal kunder (log)	-0,183 ***	-0,269 ***	-0,158 ***	-0,137 ***	-0,078 **	-0,154 ***
Antal kunder (log) x AMP selskaber		0,111 ***			-0,076 *	
Antal kunder (log) x kommercielle selskaber			-0,111 ***			0,076 *
Gennemsnitlig formue pr kunde (log)	0,219 ***	0,257 ***	0,257 ***	0,310 ***	0,283 ***	0,283 ***
Administrationsfælles-skab	-0,304 ***	-0,309 ***	-0,309 ***	-0,315 ***	-0,311 ***	-0,311 ***
AMP selskab	-1,343 ***	-2,664 ***		-0,740 ***	0,166	
Kommercielt selskab			2,664 ***			-0,166
Konstantled	8,444 ***	9,289 ***	6,625 ***	6,857 ***	6,278 ***	6,444 ***
Antal observationer	473	473	473	473	473	473
R-sq	0,706	0,715	0,715	0,542	0,548	0,548

Anm.: ***, ** og * angiver signifikant forskellig fra nul ved 99 pct., 95 pct. og 90 pct. konfidensinterval.

Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af pensionsselskaber.

Den empiriske model for investeringsomkostninger (log)

Sammenhængen mellem investeringsomkostninger og den samlede formue estimeres på følgende lineære form:

$$log\left(\frac{inv\ omk_{it}}{hensættelser_{it}}\right) = \alpha + \beta_1 log(hensættelser_{it}) + \beta_2 log(hensættelser_{it}) * selskabstype_i + \delta selskabstype_i + \phi administrationsfællesskab + \sigma aktiv\ allokering_{it} + \gamma kapitalforvaltning_{it} + \eta kontrol\ variable_{it} + \epsilon_{it}$$

Variablen $inv\ omk_{it}$ angiver investeringsomkostningerne for pensionsselskab i til tiden t. Som forklarende variabel anvendes pensionsselskabets samlede hensættelser.

I denne model tilføjes andelen af forskellige aktiver i investeringsporteføljen jf. boks 4.1. både for markedsrente- og gennemsnitsrenteprodukter som forklarende variabel, idet det forventes, at fx handel med bygninger er dyrere end handel med statsobligationer. Aktivsammensætningen for markedsrenteprodukter er baseret på andelen af markedsrenteprodukter for hvert år, dog med sammensætning af aktivklasser fra 2017, idet der ikke findes historiske oplysninger om, hvor meget der var placeret i hver klasse for markedsrenteprodukter.

I modellen tilføjes også den andel af kapitalforvaltningen, som er udliciteret til eksterne kapitalforvaltere, og fordelingen på hhv. koncernforbundne og ikke-koncernforbundne kapitalforvaltere. Fejlleddet er repræsenteret ved ϵ_{it}. Der inkluderes kontrolvariable (herunder årsdummier) i modellen, der kan forklare den tidsvariation, som ikke er virksomhedsspecifik.

Estimaterne i regressionen er angivet i tabellen nedenfor. Model 1 estimerer sammenhængen mellem investeringsomkostninger ift. formuen og den samlede pensionsformue i alle pensionsselskaberne. Model 2 estimerer sammenhængen for kommercielle selskaber og model 3 sammenhængen for AMP-selskaber. Model 4 estimerer ligeledes sammenhængen for kommercielle selskaber, men hvor selskaberne med koncernintern kapitalforvaltning er udeladt.

Regressionen viser, at der ikke er signifikante stordriftsfordele i kapitalforvaltning/investeringsomkostningerne, jf. model 1. Når der opstilles separate modeller for hhv. AMP-selskaber og kommercielle selskaber, er der heller ikke estimeret signifikante stordriftsfordele. Derimod er der signifikante skalaulemper for kommercielle selskaber, jf. model 2.

Estimationerne viser også, at de opgjorte omkostninger har et signifikant højere niveau, når kapitalen forvaltes eksternt men inden for samme koncern. Det kan påvirke de estimerede skalafordele, da selskaberne med koncernintern forvaltning er relativt store. Hvis de kommercielle selskaber, som har koncernintern kapitalforvaltning udelades i modellen, findes ikke længere signifikante stordriftsulemper, jf. model 4**.** Men der er heller ikke signifikante skalafordele.

Dette resultat kan samtidig pege på, at en del af overskuddet ved forvaltningen overføres til fx moderselskabet. Derimod er der ikke nogen effekt af ekstern forvaltning, når der er tale om selskaber, som ikke er koncerninterne. Desuden viser regression, at det er signifikant dyrere at investere i bygninger og kreditobligationer end i statsobligationer m.v.

Estimaterne for de fire modeller nedenfor, angiver også, at der hverken er et lavere eller højere niveau af investeringsomkostninger ved at indgå i et administrationsfællesskab. Evt. fordele ved at indgå i et administrationsfællesskab knytter sig således tilsyneladende ikke til kapitalforvaltningen.

Ofte anvendes den såkaldte transcendentale logaritmiske (translog) omkostningsfunktion i empiriske studier af omkostninger frem for den mere enkle Cobb-Douglas funktion, idet den funktionelle form er mere fleksibel og kan fange effekten af, at stordriftsfordelene kan være aftagende med størrelse.[122] Med andre ord vil denne produktionsfunktion vise en efficient skala, hvor selskaber, der er større end denne skala har stigende omkostninger, når de bliver større. Imidlertid kan denne produktionsfunktion vise en falsk efficient skala – drevet af fordelingen af selskabers størrelse i estimationen – hvis omkostninger, der estimeres, er monotont aftagende i hele perioden.[123]

[122] Den funktionelle form i en translog funktion konstrueres ved at tilføje kvadrerede led og krydsled.
[123] Shaffer, S. (1998). Functional forms and declining average costs.

Tabel 2 **Regression af investeringsomkostninger**

	Investeringsomkostninger (log)			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
	Pensionsselskab	Kommercielt selskab	AMP-selskab	Kommercielt selskab (ekskl. selskaber med koncernintern kapitalforvaltning)
Samlede hensættelser (log)	0,014	0,178 ***	-0,052	0,021
Samlede hensættelser (log) x AMP selskaber		-0,231 ***		-0,040
Samlede hensættelser (log) x kommercielle selskaber			0,231 ***	
Bygninger(2)	2,009	3,205 **	3,205 **	4,896 **
Noterede kapitalandele(2)	0,097	-0,003	0,003	-0,387
Unoterede kapitalandele(2)	0,043	0,153	0,153	-0,291
Kreditobligationer, udlån, emerging markets(2)	2,291 ***	2,192 ***	2,192 ***	2,571 ***
Andre investeringer(2)	-1,648 ***	-1,476 **	-1,476 **	-2,900 ***
Ekstern kapitalforvaltning (ikke-koncern) (3)	-0,010	0,043	0,043	-0,030
Ekstern kapitalforvaltning (koncern) (3)	0,440 **	0,797 ***	0,797 ***	
Administrationsfællesskab	0,150 *	0,065	0,065	0,134
AMP selskab	0,540 ***	4,896 ***	-4,896 ***	1,490
Kommercielt selskab				
Konstantled	-6,513 ***	-9,756 ***		-6,869 ***
			-4,861 ***	
Antal observationer	150	150	150	122
R-sq	0,4724	0,5044	0,5044	0,5215

Note 1: Referencegruppe er stats-, real- og indeksobligationer

Note 2: Referencegruppen er intern kapitalforvaltning

Anm.: ***, ** og * angiver signifikant forskellig fra nul ved 99 pct., 95 pct. og 90 pct. konfidensinterval.

Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af pensionsselskaber.

Som supplement til modellen beskrevet ovenfor (Cobb-Douglas omkostningsfunktion) er det dog valgt også at estimere en model med translog omkostningsfunktion. Estimationen viser, at der er stordriftsfordele ved administration, og at fordelene er aftagende med størrelse, jf. bilag 7. Det betyder, at især mindre selskaber kan høste gevinster ved stordrift. Der er i denne model heller ikke estimeret signifikante skalafordele for investeringsomkostningerne ift. formuernes størrelse.

Derudover er der foretaget en række robusthedstjek af den valgte Cobb-Douglas modelspecifikation. Der er tilføjet en variabel, som kontrollerer for den demografiske sammensætning, fjernet en variabel, der kontrollerer for årsvariation, der er anvendt en omkostningsfunktion med en anden form (translog) og hhv. en random - og en fixed effects model. Desuden er modellen estimeret for et trunkeret (mindre) datasæt, som indeholder administrationsomkostninger med samme (kortere) tidsserie som for investeringsomkostningerne. Overordnet set er hovedmodellens resultater robuste, jf. bilag 7: robusthedstjek af modelspecifikation i analysen af skalafordele.

3.7 Pensionsselskabernes indtjening

Pensionsselskaberne genererer løbende en indtjening, som isoleret set forøger selskabets egen/basiskapital eller udbetales i udbytte. Indtjeningen udgøres, lidt forsimplet, af forskellen mellem de priser, som opsparerne i selskabet betaler, fratrukket de omkostninger, selskabet har, samt af afkastet på de aktiver, som finansieres af selskabets egenkapital/basiskapital.[124] Et pensionsselskab kan således overordnet skabe indtjening gennem seks forskellige kanaler:

- **Indtjening på administration:** De priser for administration, som løbende betales af opsparerne, kan afvige fra selskabets faktiske administrationsomkostninger. En evt. positiv forskel på de opkrævede administrationspriser og administrationsomkostningerne forøger isoleret set selskabets basiskapital.
- **Indtjening på kapitalforvaltning:** Opsparerne i selskabet betaler løbende for at få investeret deres formue. Disse investeringsgebyrer kan overstige selskabets faktiske omkostninger forbundet med investering. Fx kan selskabet direkte opkræve en sats fra opsparerne, som er højere end de faktiske investeringsomkostninger. Ved ekstern kapitalforvaltning kan en del af den pris, som opsparerne har betalt, sendes tilbage til selskabet i form af kickback. Hvis selskabet beholder (en del af) denne kickback, vil deres faktiske investeringsomkostninger være lavere end opsparernes samlede betaling for investering.
- **Indtjening på risikoresultater/forsikringsdækninger:** Selskabet opkræver løbende risikopræmier fra opsparerne i selskabet. Derudover sker der udbetalinger fra risikodækninger fx i form af udbetaling ved tab af erhvervsevnen. En evt. positiv forskel på de opkrævede risikopræmier og udbetalinger er indtjening, som isoleret set forøger basiskapitalen.
- **Indtjening fra rentegrupper:** Hvis en opsparer er blevet stillet garantier omkring udbetalingerne fra en gennemsnitsrenteordning, vil opspareren løbende betale en pris herfor i form af risikoforrentning. Afhængigt af, hvor stor en rente ydelsesgarantien er beregnet på baggrund af, vil opspareren blive placeret i en bestemt rentegruppe. For hver rentegruppe opkræves en risikoforrentningssats som betaling for den garanti, selskabet har stillet. En evt. positiv forskel på risikoforrentningen og den tabsdækning, som selskabet eventuelt skal foretage for at leve op til garantierne, er indtjening, som isoleret set forøger basiskapitalen.
- **Ved markedsrenteprodukter med garanti** vil der blive fratrukket en eksplicit betaling for garantien. Forskellen mellem denne betaling, og de udlæg basiskapitalen skal foretage for at leve op til garantierne, går ligeledes som indtjening til selskabet.
- **Afkast på basiskapitalens aktiver:** Selskabets basiskapital er placeret i en række aktiver på samme måde som kundernes midler. Afkastet på disse aktiver forøger isoleret set basiskapitalen.

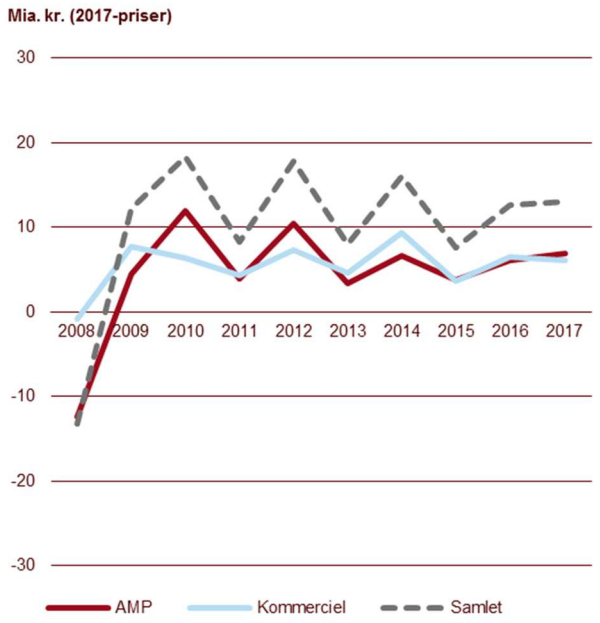
Siden 2012 har indtjeningen i pensionsselskaberne ligget omkring 0,5 pct. af hensættelserne (samlet formue), jf. figur 3.13. Indtjeningen har været nogenlunde på dette niveau i både kommercielle selskaber og i AMP-selskaber. En indtjening på 0,5 pct. af hensættelserne svarer for de kommercielle selskaber til ca. 8 pct. af den bogførte basiskapital i perioden. Under finanskrisen og i årene lige efter oplevede pensionsselskaberne (især AMP'erne) relativt store udsving i indtjeningen.[125]

[124] Definitionen af prisen som opsparernes ÅOK indeholder ikke risikopræmier for forsikringsdækninger. Indtjening for forsikrings-/risikodækninger vil således komme ud over forskellen mellem pris og omkostninger.

[125] De større udsving i AMP-selskabernes indtjening skyldes formodentlig, at AMP-selskaberne placerer basiskapitalen mere risikofyldt, jf. afsnit 3.8.

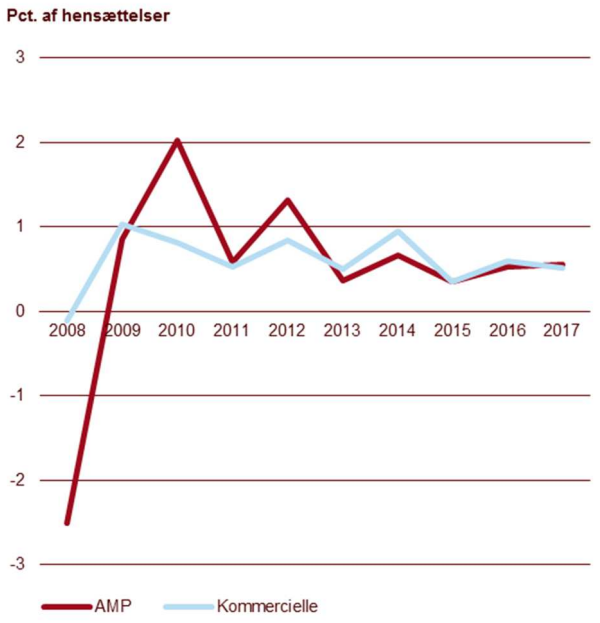
Figur 3.13 **Samlet indtjening til basiskapitalen opdelt på AMP-selskaber og kommercielle selskaber**

(a) Samlet indtjening i mia. kr.



Kilde: Egne beregninger foretaget på baggrund af data indleveret af selskaberne.

(b) Samlet indtjening som pct. af hensættelser



Anm.: Hensættelserne for et givet år er opgjort som et simpelt gennemsnit af de samlede hensættelser primo og ultimo i året.

Kilde: Egne beregninger foretaget på baggrund af data indleveret af selskaberne.

Indtjening og omkostninger påvirkes af konkurrenceforholdene på markedet

Svag konkurrence på et marked kan bl.a. komme til udtryk ved overnormal indtjening og/eller unødigt høje omkostninger. Det skyldes, at svag konkurrence giver virksomhederne mulighed for at hæve priserne (evt. markant) over omkostningerne, og at virksomheden ikke via konkurrence presses til effektiv drift.

På pensionsmarkedet er det i et vist omfang reguleret, hvor meget selskaberne må tjene. Det følger af lov om finansiel virksomhed, at fordelingen af resultater mellem kunder og selskab skal være *rimelig*.[126] For gennemsnitsrenteprodukter[127] (med garantier) er det yderligere uddybet i bekendtgørelse om kontributionsprincippet, jf. boks 2.11, at der skal ske en rimelig fordeling mellem egenkapital/basiskapital og forsikringstagere.

[126] Lov om finansiel virksomhed § 20.

[127] Kontributionsprincippet gælder som udgangspunkt ikke for markedsrenteprodukter, men alle produkter, inkl. markedsrenteprodukter, skal tegnes med *rimelige* forudsætninger over for forsikringstagerne.

Flere pensionsselskaber har ikke eksterne aktionærer, som forventer afkast af deres investering. I disse selskaber kan svag konkurrence bl.a. komme til udtryk ved høje omkostninger eller mindsket produktudbud, og evt. mindre fokus på at tiltrække nye kunder med attraktive tilbud, som kan presse andre selskaber. De selskaber, som ikke har eksterne aktionærer, der forventer et afkast, omfatter alle AMP-selskaber samt de kommercielle selskaber AP Pension og PFA Pension.[128]

Der fokuseres i resten af dette afsnit alene på indtjeningen i de selskaber, som skal skabe et afkast til eksterne aktionærer.[129] Disse selskaber repræsenterer omkring 50 pct. af de kommercielle selskabers hensættelser og 25 pct. af de samlede hensættelser i branchen. Overnormal indtjening blandt disse selskaber kan fortælle noget om konkurrencen på det kommercielle pensionsmarked, herunder det evt. pres, som måtte komme fra AMP-selskaber. Det er vurderingen, at AMP-selskaberne som udgangspunkt er mindre konkurrenceudsat end de kommercielle selskaber med en ekstern ejerkreds, og at det konkurrencepres AMP-selskaberne lægger på de kommercielle selskaber i dag er forholdsvist begrænset.

En indtjening kan betegnes som "overnormal", når den overstiger den indtjening en ekstern investor med rimelighed kan forvente i et velfungerende marked for at stille kapital til rådighed i selskabet. Overnormal indtjening kan som nævnt være tegn på ineffektiv konkurrence. For at finde ud af om der er overnormal indtjening blandt de pågældende pensionsselskaber, er det således nødvendigt at finde ud af, hvad afkastkravet er i markedet for at stille egenkapital eller anden basiskapital til rådighed for et pensionsselskab. Afkastkravet vil bl.a. være bestemt af, hvor stor (ikke diversificerbar) risiko der er ved at investere i selskabet. Jo større risiko, jo større vil afkastkravet være. De senere år har den *realiserede* forrentning af den bogførte egenkapital ligget omkring 10 pct., mens den risikofri rente målt ved den 10 årige statsobligation er faldet ganske meget – med 4-5 pct. point. Dermed er merforrentningen ift. et ret sikkert afkast på statsobligationer næsten fordoblet og udgør i øjeblikket op mod 10 pct., jf. figur 3.4.

[128] PFA Pension kan udbetale udbytte på op til 50.000 kr. om året, men udbyttebetalingen er så lille, at det ikke kan formodes at medføre, at PFA agerer som profitmaksimerende.

[129] Dvs. selskaberne Alm. Brand Liv, Danica Pension, Nordea Liv og Pension, SEB Pension, Skandia Link og Topdanmark livsforsikring.

Figur 3.14 **Egenkapitalforrentning i forhold til risikofri rente**

(a) Egenkapitalforrentning og renten på 10-årig statsobligation

(b) Forskel på egenkapitalforrentning og renten på 10-årig statsobligation

Note: Den risikofri rente er defineret som renten på en 10-årig statsobligation.

Anm.: Kun de ikke-kundeejede selskaber Bankpension Liv, Danica Pension, Alm. Brand, SEB Pension, Nordea Liv og Pension, Nykredit Liv, SHB liv, Skandia og Topdanmark er med i beregningerne.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra Finanstilsynet og Danmarks Statistik.

Den mest anvendte model til at fastlægge et forventet afkast for en virksomhed eller brancher er Capital Asset Pricing Modellen (CAPM). Det relevante afkast i CAPM er det merafkast, som kan forventes ved at købe fx en aktie i forhold til den risikofri rente. Merafkastet kan være i form af kapitalgevinster (dvs. stigende aktiekurser) eller udloddet udbytte.

For at kunne estimere et forventet afkast/afkastkrav for et selskab via CAPM er det nødvendigt at have et estimat for den systematiske risiko, som afkastet af aktiebesiddelser i selskabet er udsat for, samt et mål for den markedsrisikopræmie, som en investor skal kompenseres med for at løbe en systematisk risiko, jf. boks 3.8.

Boks 3.8
Estimation af afkastkrav via CAPM

CAPM (Capital Asset Pricing Modellen) er en teoretisk model til at bestemme det forventede afkast af en aktie. Modellen kan anvendes til at vurdere, om en målsætning om afkast er i overensstemmelse med den risiko, som forretningen er forbundet med.

Det forventede afkast beregnes i modellen som:

$$E(r_i) - r_f = \beta_i(E(r_m) - r_f)$$

Hvor $E(r_i)$ er det forventede afkast på aktien, og r_f er den risikofrie rente. Dermed angiver $E(r_i) - r_f$ et forventet merafkast ift. den risikofri rente. Dette udtryk adskiller sig således fra det, man kan læse i figur 3.14 ovenfor, hvor der er tale om et *realiseret* merafkast.

Det omtalte merafkast (ift. den risikofri rente) forklares i modellen af 2 forhold:

1) Markedsrisikopræmien $E(r_m) - r_f$, Denne risikopræmie udtrykker det ekstraafkast, man kan forvente at opnå ift. den risikofri rente, ved at investere bredt i aktier, obligationer m.v., der repræsenterer hele markedet

2) Risikoen β_i. Denne parameter repræsenterer den systematiske risiko ved det pågældende aktiv. Den systematiske risiko angiver, hvor meget afkastet på den pågældende aktie systematisk samvarierer med markedsporteføljen. Jo større β_i er, jo mere volatilt vil den del af det forventede afkast på aktiv i, der kovarierer med markedet, således være ift. markedsporteføljen.

Efter denne model kan en stigning i det forventede merafkast således afspejle enten stigende markedsrisikopræmie eller stigende β

Mere generelt kan risikoen ved at investere i en aktie deles op i usystematisk og systematisk risiko. Usystematisk risiko er den risiko, en investor kan diversificere bort ved at investere i tilpas mange aktiver (markedsporteføljen). Denne usystematiske risiko kan fx være knyttet til, om der kommer en ny stærk konkurrent i en specifik sektor, eller at der i den konkrete sektor indføres ny regulering med stor betydning for virksomhedens indtjeningsevne.

Den systematiske risiko er derimod den risiko, der er relateret til den generelle usikkerhed i økonomien, og som ikke kan undgås ved at diversificere sin portefølje. CAPM-modellen tilsiger, at man som investor normalt alene kan forvente en aflønning af den systematiske risiko, som ikke kan fjernes ved at diversificere porteføljen.

Mål for den systematiske risiko (β)
Som regel bruges historiske aktiekurser til at estimere den systematiske risiko via CAPM. For de danske pensionsselskaber gælder dog, at de enten ikke er børsnoterede, eller at de indgår i større, børsnoterede koncerner, som også opererer på andre finansielle områder end pensionsmarkedet. Det er således svært at estimere et afkastkrav for danske pensionsselskaber via CAPM. Da det ikke er muligt direkte at estimere afkastkravet for danske pensionsselskaber, er det nødvendigt at finde benchmarks fra andre markeder.

I forbindelse med udarbejdelsen af Solvens II-reguleringen, udarbejdede en række "chief risk officers" for skades- og livsforsikringsselskaber i EU en rapport, som inkluderede en CAPM-estimation for forsikringsselskaber i EU. På baggrund af aktiekurser for en række europæiske forsikringsselskaber/finansielle koncerner for 1998-2006 blev β for livforsikringsselskaber i EU estimeret til 1,28. Til sammenligning blev β- værdien for amerikanske og globale livsforsikringsselskaber estimeret til hhv. 0,72 og 0,9.

Der er flere grunde til, at 1,28 kan være et for højt estimat for danske pensionsselskaber. Estimationen er udført i tidsperioden 1998-2006, hvilket er før introduktionen af risikobaserede solvenskrav i EU. Helt generelt vil en større egenkapital medføre en mindre risiko for investo-

rerne og dermed et lavere afkastkrav. I den givne tidsperiode må det formodes, at de europæiske livsforsikringsselskaber har været mindre velpolstrede, end de er i dag, hvilket har medført en højere systematisk risiko for investorerne.

Derudover er de danske livsforsikringsselskaber særlige i forhold til livsforsikringsselskaber i andre EU-lande. Bl.a. er danske livsforsikringsselskaber underlagt reguleringen om "forsigtige" garantier, hvilket alt andet lige, særligt før introduktionen af risikobaserede solvenskrav, har reduceret risikoen for investorerne i danske pensionsselskaber. Derudover kan livsforsikringsselskaber i andre EU-lande i højere grad være specialiserede i rene *forsikrings*produkter, som livsforsikringer og (garanterede) livrenter, mens danske livsforsikringsselskaber i høj grad også administrerer pensions*opsparinger* uden eller med et begrænset forsikringselement, og som er forbundet med noget mindre risiko.

I en analyse fra 2016 nåede Nationalbanken frem til, at pengeinstitutternes β-værdier lå i spændet 0,7-1,0. Nogle af de inkluderede pengeinstitutter (Danske Bank og Nordea) var også aktive på pensionsmarkedet. Det er således også noget mindre end den værdi for β, som er fundet for de europæiske livsforsikringsinstitutter. Pengeinstitutterne har en anden risikoprofil og er derfor heller ikke direkte sammenlignelige med pensionsselskaberne.

Samlet set er det i følgende lagt til grund, at β-værdien for et dansk pensionsselskab kan ligge i spændet 0,8-1,2.

Markedsrisikopræmie
Markedsrisikopræmien er forskellen på det afkast, man som investor kan forvente at opnå ved at investere i den generelle markedsporteføljе og den risikofrie rente. Et ekspertudvalg for Energitilsynet vurderede i 2016 ud fra flere metoder, at markedsrisikopræmien er 5,5 pct. i Danmark.[130] Nationalbanken estimerede i 2015 denne markedsrisikopræmie til at være 7,2 pct.

Pablo Fernandez, som er økonomiprofessor på University of Navarra, udsender årligt et spørgeskema til en række analytikere, professorer og investorer, som bl.a. indeholder spørgsmål om, hvilken markedsrisikopræmie de bruger for forskellige geografiske markeder. I 2018 var gennemsnittet for Danmark 6,0 pct.[131]

Samlet set er vurderingen, at markedsrisikopræmien sandsynligvis ligger omkring 5,5-6,0 pct. Af forsigtighedshensyn benyttes der i det følgende et spænd for markedsrisikopræmien på 5,5 til 7,2 pct.

Forhold mellem markedsværdi og bogført værdi af egenkapital
Ofte vil markedsværdien af et selskabs egenkapital, udtrykt som markedsværdien af alle aktier i selskabet, ikke være den samme som den bogførte værdi af egenkapitalen. Det skyldes, at markedsværdien af selskabets egenkapital vil afhænge af, hvilken forventning investorerne har til fremtidig indtjening. Hvis investorerne forventer, at selskabet vil være i stand til at forrente egenkapitalen med mere, end hvad investorernes afkastkrav er, vil dette føre til en højere markedsværdi af egenkapitalen end den bogførte værdi. Hvis den fremtidige forventede indtjening er under afkastkravet, vil markedsværdien af egenkapitalen være under den bogførte værdi.

---

[130] I forbindelse med udarbejdelsen af Solvens II blev markedsrisikopræmien beregnet til 7,8 pct. Denne markedsrisikopræmie er dog beregnet på baggrund af det amerikanske aktiemarked og er derfor mindre relevant for denne analyse.
[131] Fernandez et al. (2018). Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 Countries in 2018: A Survey.

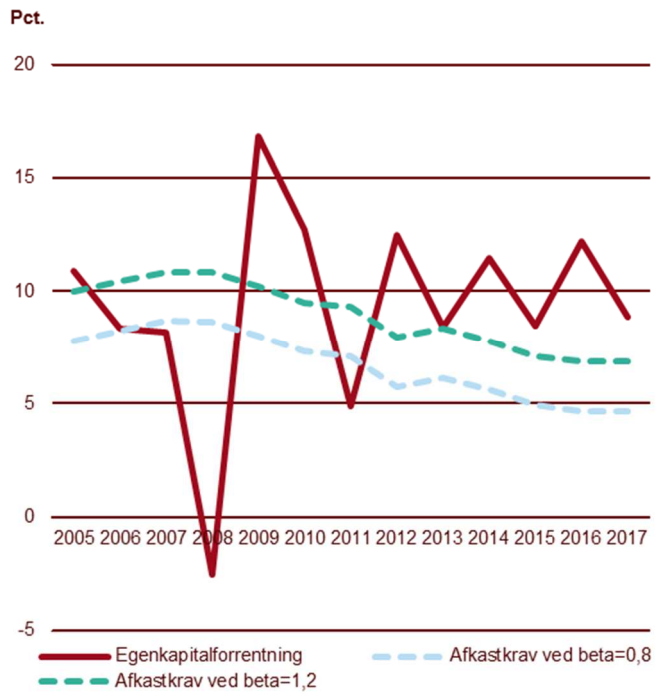
Hvis forventningen til fremtidig indtjening er over afkastkravet, og markedsværdien af egenkapitalen således er over den bogførte værdi, kan det være tegn på ineffektiv konkurrence, som gør selskabet i stand til at generere en overnormal indtjening. Omvendt kan det også være udtryk for, at markedet fx er præget af en høj grad af innovation. På et marked med en høj grad af innovation vil det typisk være sådan, at de selskaber, som er på markedet, netop er de selskaber, som har haft succes med at innovere. Til gengæld vil der være flere selskaber, som er fejlet og derfor ikke er på markedet længere. Dermed kan de tilbageværende selskaber have en forholdsvis høj markedsværdi/forventet indtjening, uden at dette nødvendigvis er udtryk for ineffektiv konkurrence.

Pensionsmarkedet er et modent marked med en relativt lav grad af innovation og med relativt homogene produkter. Derfor er det ikke sandsynligt, at markedsværdien af egenkapitalen skulle være betydeligt højere end den bogførte værdi, under antagelse om effektiv konkurrence. Beregningerne er i denne analyse foretaget med et forhold på 1, dvs. at den reelle markedsværdi svarer til den bogførte værdi af egenkapitalen.

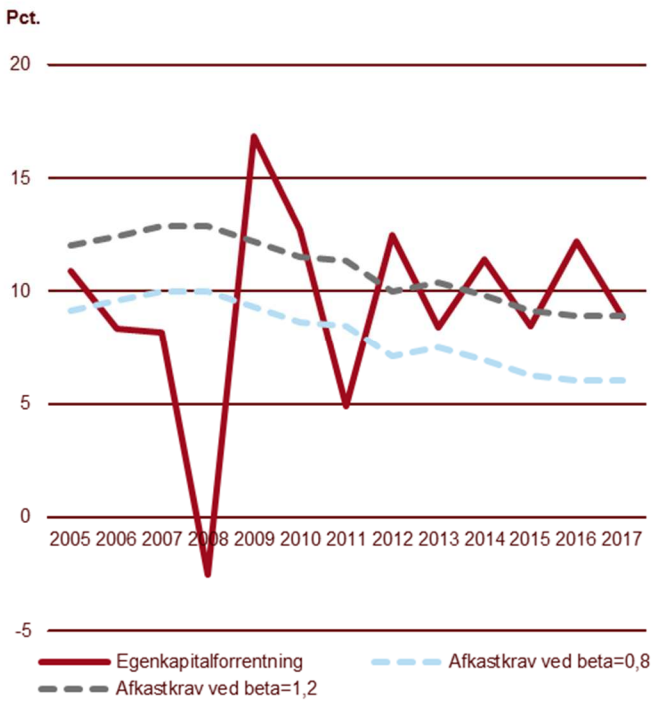
Hvis det lægges til grund, at markedsrisikopræmien er 5,5 pct., er der generelt tegn på, at egenkapitalforrentningen er over afkastkravet, særligt i de seneste år, jf. figur 3.15a. Hvis det lægges til grund, at markedsrisikopræmien er 7,2 pct., er der tegn på, at egenkapitalforrentningen er over afkastkravet ved det nedre estimat for den systematisk risiko ($\beta = 0{,}8$), jf. Figur 3.15b. Omvendt er der ikke indikation på en overnormal indtjening, hvis det øvre estimat for den systematiske risiko ($\beta = 1{,}2$) bruges til at beregne afkastkravet.

Figur 3.15 **Egenkapitalforrentning i forhold til afkastkrav**

(a) Egenkapitalforrentning og afkastkast ved markedsrisikopræmie på 5,5 pct. (fra WACC-ekspertgruppe)



(b) Egenkapitalforrentning og afkastkast ved markedsrisikopræmie på 7,2 pct. (fra Nationalbanken)



Note: Den risikofri rente er opgjort som rente på en 10-årig statsobligation

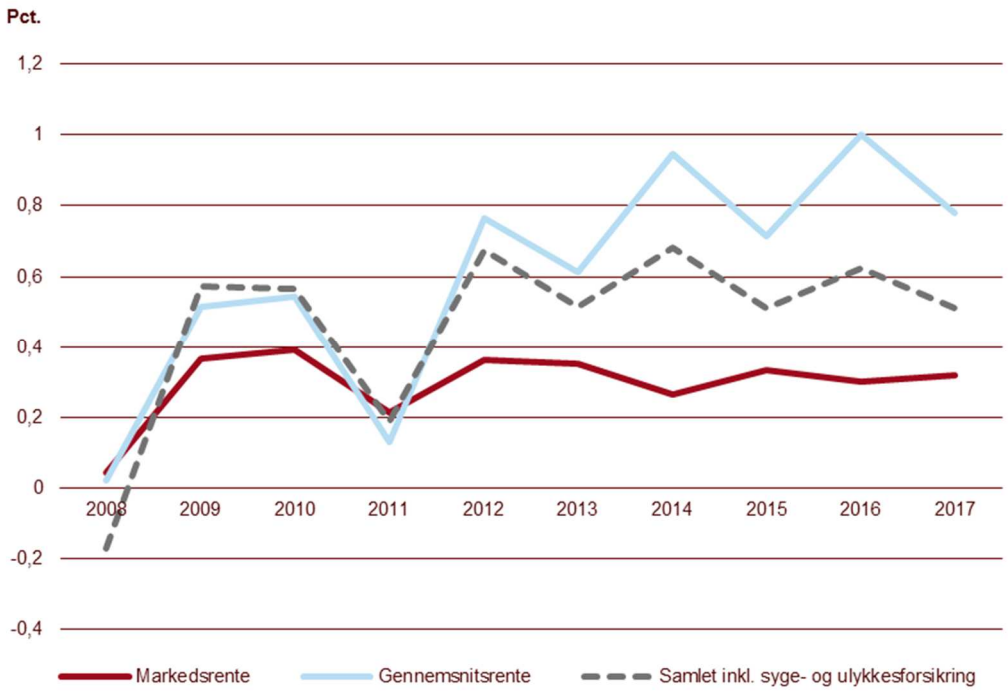
Kilde: Egne beregninger baseret på data fra Finanstilsynet

I stedet for at benytte CAPM-estimater for andre markeder er det muligt at beregne afkastkravet via en kapitalomkostningssats på 6 pct. fastsat i Solvens II. Ved denne metode er der også tegn på overnormal indtjening, jf. bilag 6.

Kommercielle selskabers indtjening som pct. af hensættelserne har været nogenlunde konstant

Når indtjeningen opgøres som en andel af hensættelserne, er indtjeningen højere for gennemsnitsrenteprodukter end for markedsrenteprodukter, jf. figur 3.16. Indtjeningen som pct. af hensættelserne er steget markant for gennemsnitsrenteprodukter, mens der har været en mindre stigning for indtjeningen på markedsrenteprodukter. Samlet har indtjeningen for kommercielle selskaber været nogenlunde konstant som pct. af hensættelserne. Dette skyldes dels, at en voksende andel af hensættelserne går til markedsrenteprodukter, dels at selskaberne opererer med stigende underskud på syge- og ulykkesforsikring.

Figur 3.16 **Indtjening som pct. af hensættelser opdelt på markeds- og gennemsnitsrente**



Note: Den samlede indtjening er opgjort som den samlede indtjening fra hhv. markeds- og gennemsnitsrenteprodukter divideret med de samlede hensættelser til hhv. markedsrente- og gennemsnitsrenteprodukter. Samlet inkl. SUL er den samlede indtjening fra markeds- og gennemsnitsrenteprodukter samt syge- og ulykkesforsikring som andel af de samlede hensættelser i selskaberne.

Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af selskaberne

Som følge af de garantier, som især er knyttet til gennemsnitsrenteprodukter, vil selskabets ejere (basiskapitalen) normalt tage højere risiko, når et pensionsselskab udbyder gennemsnitsrenteprodukter, end når selskabet udbyder markedsrenteprodukter. Derfor kan der argumenteres for en større forventet forrentning for gennemsnitsrenteprodukter end markedsrenteprodukter.

Selskaberne løber derimod mindre risiko ved salg af markedsrenteprodukter, hvilket bl.a. afspejler sig i et betydeligt mindre udsving i indtjeningen som pct. af hensættelserne, jf. figur 3.16. Pensionsselskaberne er desuden – når de udbyder markedsrenteprodukter –mindre udsat for større chok som fx en ny finanskrise og/eller strukturelle skift i rente eller levetider, da disse kan gøre stillede garantier dyre at leve op til. Omvendt bærer kunderne som udgangspunkt i højere grad disse risici ved markedsrenteprodukter.

En del af kommercielle pensionsselskabers indtjening kan være skjult

Nogle af de kommercielle pensionsselskaber er en del af en samlet koncern. Derfor kan de potentielt også skabe indtjening til et moderselskab via andre kanaler end udbytte, hvilket teknisk set reducerer den registrerede forrentning i pensionsselskabet. Det kan reducere de mål for indtjening i pensionsselskaberne, som anvendes i dette kapitel (som bygger på pensionsselskabernes egne, separate selskaber).

De fleste selskaber står selv for forvaltningen af en del af selskabets aktiver. Dvs. at selskabet selv har ansat kapitalforvaltere, som står for køb og salg af aktiver m.v. Alle selskaber benytter dog også ekstern kapitalforvaltning i varierende omfang, hvor midlerne fx placeres i eksterne investeringsforeninger eller kapitalfonde, jf. tabel 3.3.

Tabel 3.3 **Koncernintern kapitalforvaltning**

Selskab	Pct. af kapitalforvaltningen, som foregår internt i koncernen
Selskab 1	100
Selskab 2	90
Selskab 3	88
Selskab 4	74
Selskab 5	57
Selskab 6	20
Selskab 7	0
Selskab 8	0

Note: Andelen er opgjort som den andel af selskabets aktiver, som er blevet forvaltet af kapitalforvaltere, som er i samme koncern som selskaber, men hvor indtjeningen for kapitalforvaltningen ikke indgår i selskabets eget regnskab.

Anm.: Alle kommercielle selskaber, inkl. PFA og AP, indgår i opgørelsen.

Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af selskaberne.

Hvis en del af kapitalforvaltningen foregår i et selskab inden for koncernen, er det således muligt, at den indtjening, som indgår i selskabernes regnskaber, ikke rummer hele den indtjening, som pensionsselskaberne reelt skaber til moderselskabet og dets ejere.

En sådan indtjening, som kanaliseres til et koncerninternt selskab, vil komme til udtryk ved, at pensionsselskabet har forholdsvist høje omkostninger og/eller forholdsvis lav indtjening forbundet med investering/kapitalforvaltning. De høje omkostninger kan således være udtryk for en betaling til koncerninterne kapitalforvaltere, som rummer en høj indtjening.

Det er forbundet med store udfordringer at opgøre præcist, hvor stor sådan en koncernintern overførsel af indtjening er, og hvorvidt det påvirker opgørelsen af basiskapitalens forrentning.

Regressionsanalysen af selskaberne omkostninger i afsnit 3.6 peger i retning af, at kapitalforvaltning, som foregår inden for koncernen, alt andet lige kan være forbundet med højere omkostninger end anden kapitalforvaltning. Der er samtidig en tendens til, at de kommercielle selskaber, som har en høj andel af deres kapitalforvaltning i et andet, koncerninternt, selskab, også registrerer en relativt lille nettoindtjening på kapitalforvaltning.[132] Det kan antyde, at et overskud fra kapitalforvaltning tilfalder moderselskabet, og at den beregnede indtjening og egenkapitalforrentning i disse pensionsselskaber dermed undervurderes.

3.8 Kommercielle selskaber tjener penge på visse forretningsområder og taber på andre

I det foregående har der været fokuseret på den samlede indtjening for visse pensionsselskaber, som både omfatter forvaltning og administration af pensionsmidlerne m.v. samt forsikring. De kommercielle selskaber genererer dog særligt deres indtjening på bestemte forretningsområder, primært kapitalforvaltning.

Siden 2014 har kommercielle selskaber (samlet set) haft et vist underskud på forsikringsdækninger, jf. figur 3.17.[133] Samtidig har selskaberne i alle år opkrævet administrationspriser, som ikke har været tilstrækkelige til at dække selskabets administrationsomkostninger.

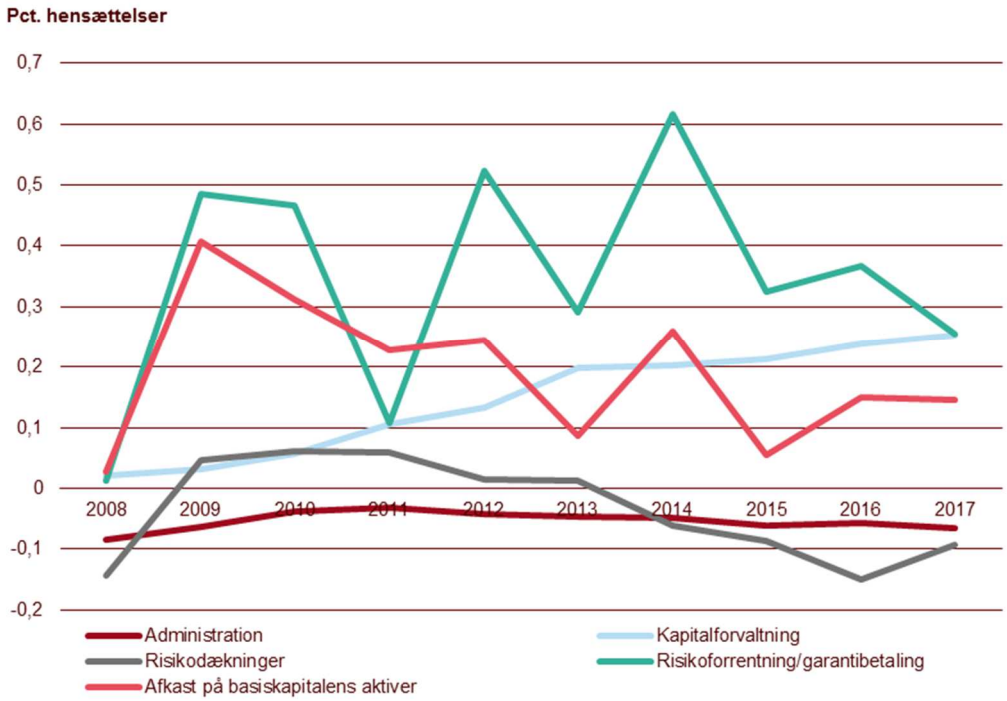
Derimod har de kommercielle selskaber samlet opkrævet markant højere priser for investering/forvaltning af formuen, end deres omkostninger tilsiger, og selskabernes overskud fra kapitalforvaltning er således løbende steget siden 2008. Endelig er forrentningen af de aktiver, som basiskapitalen finansierer/er placeret i, gået lidt ned, hvilket skal ses i sammenhæng med det generelle fald i renteniveauet.

---

[132] Jf. data indleveret af selskaberne.

[133] Underskuddet opstår fra syge- og ulykkesforsikring. Pensionsselskaber kan tegne forsikringer som enten syge- og ulykkesforsikring eller livsforsikring. Livsforsikringer skal tegnes på forsigtigt grundlag, således at selskabet ikke må tegne en livsforsikring, som de regner med at tabe penge på. Derimod er syge- og ulykkesforsikring klassificeret som skadesforsikring, hvor der ikke er krav om, at det skal tegnes på et forsigtigt grundlag.

Figur 3.17 **Indtjening fordelt på forskellige indtjeningselementer for kommercielle selskaber**



Note: Indtjening på risikodækninger omfatter den del af risikoresultatet på livsforsikring, som tilfaldt selskabet, samt resultatet fra syge- og ulykkesforsikring. Indtjening fra risikoforrentning/garantibetaling omfatter den betalte risikoforrentning fra rentegrupper samt betaling fra garantier, fratrukket de tab, som basiskapitalen har dækket som følge af garantier.

Kilde: Data indleveret af selskaberne.

Kommercielle selskaber skal løbende sælge deres produkter til virksomheder og i mindre omfang individuelle opsparere. Selskaberne må samtidig antages at prissætte de enkelte elementer, så de kan opnå en høj indtjening (og/eller højt salg) over tid. Almindeligvis vil en virksomhed, som sælger flere produkter, sætte en relativt høj pris på de produkter, hvor prisfølsomheden er lav – og omvendt en relativt lavere pris på de produkter, hvor efterspørgslen er meget prisfølsom. Det vil kunne bidrage til at sikre høj indtjening og samlet markedsandel.

Da kommercielle selskaber generelt prissætter lavt på administration og forsikringsdækninger og højt på investering (og risikoforrentning), må det formodes, at kundernes efterspørgsel generelt er mere følsom over for prisen på administration og forsikring end på priserne for kapitalforvaltning.

Fx kan det være en fordel at sætte en lav pris på de produkter, der særligt kan tiltrække nye virksomhedskunder. Det kan således være med til at forklare, at risikodækninger som fx sundheds- og invalidedækning er prissat lavt, hvis virksomheder fx tillægger disse forsikringer særlig vægt, når de vælger selskab.

En lav pris på administration og forsikringer som kompenseres af en høj indtjening ved kapitalforvaltning, kan begrænse mulighederne for, at nye konkurrenter kommer ind på forsikrings og/eller pensionsmarkedet.

En anden – beslægtet – forklaring på prisstrukturen kan være, at forsikringspræmier og priser for administration kan være mere synlige end indirekte udgifter som udgifter til kapitalforvaltning, som først løber op i takt med at formuen vokser, samt risikoforrentning, jf. afsnit 3.3.

Endelig kan skatteforhold være en del af forklaringen, da det i et vist omfang vil give opsparerne en mindre samlet skatteregning, hvis en større del af den samlede pris flyttes over på kapitalforvaltningen. Dette vil dog kun være tilfældet, så længe selskaberne ikke har underskud på administrationen eller risikodækningerne (for en given gruppe af kunder), og skat kan således ikke alene forklare den skæve prissætning i de kommercielle selskaber.

Prissætningen kan medføre, at de opsparere, som fortsat indbetaler til deres pensionsordning, betaler en lavere relativ pris i forhold til dækning, end de opsparere hvor indbetalingen er stoppet (hvilende ordninger), fx på grund af pensionering. Betalingen for administration fratrækkes typisk som en pct. af indbetalingen, så længe indbetalingen forekommer. Forsikringsdækninger udløber typisk, når indbetalingerne til ordningen stopper.[134] For ordninger tegnet gennem et ansættelsesforhold kan virksomheder, som opretter en ordning, have et større ønske om at tilgodese de medarbejdere, som er ansat i virksomheden og således fortsat indbetaler.

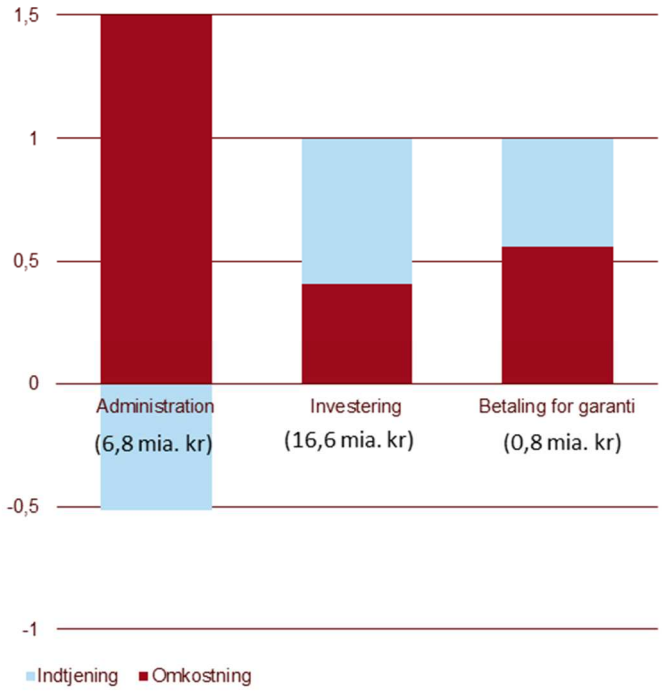
De kommercielle pensionsselskabers prissætning kan illustreres ved at beregne, hvor stor en andel af den samlede betalte pris, der gik til at dække reelle omkostninger, og hvor stor en del der gik til indtjening, som isoleret set forøger basiskapitalen. For *markedsrenteprodukter* har kommercielle pensionsselskaber i perioden 2012-2017 haft over 1,5 kr. i administrationsomkostninger for hver kr. de har opkrævet for administration, jf. figur 3.18. Omvendt har selskaberne i samme periode tjent ca. 60 øre for hver kr., de har opkrævet til investering af formuen.

For *gennemsnitsrenteprodukter* ligger de opkrævede priser for administration og investering tættere på selskabets reelle omkostninger. Der er dog en vis indtjening på investering, hvor de kommercielle selskaber samlet set tjente ca. 20 øre for hver kr. betalt af kunderne. Derimod svarer de kommercielle selskabers omkostninger til administration til det, som opkræves af kunderne. Til gengæld ligger indtægten ved risikoforrentning væsentligt over de opgjorte omkostninger herved i den pågældende periode.

[134] Ved ordninger gennem ansættelsesforhold vil forsikringsdækningerne typisk ophøre nogle måneder efter, at indbetalingerne er stoppet. Kunden kan typisk fortsætte sin indbetaling frivilligt og herved beholde sine forsikringsdækninger, men på individuelle vilkår med (langt) højere forsikringspræmier.

Figur 3.18 **Kommercielle pensionsselskabers omkostning og indtjening for hver kr. opkrævet i perioden 2012-2017**

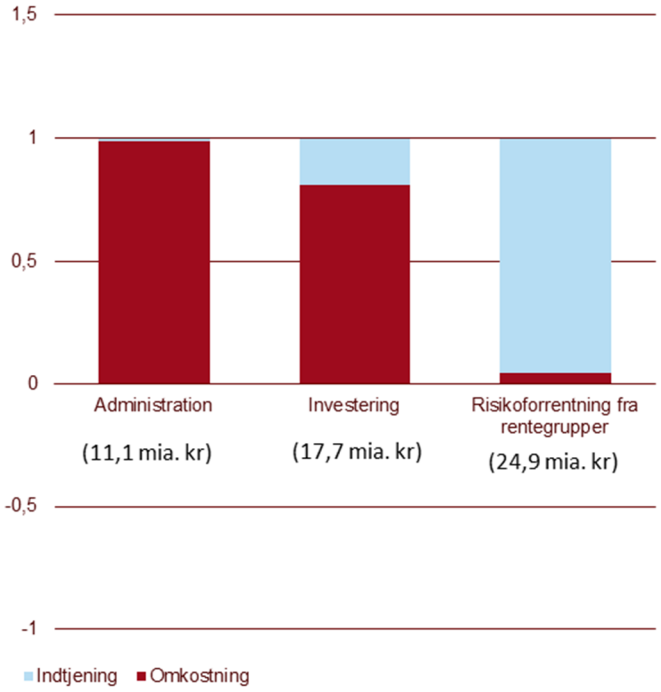
(a) Omkostninger og indtjening for markedsrenteprodukter



Anm.: Selskaberne har opgjort et samlet tal for indtjening på hvert område samt en samlet betaling for hvert område i form af et samlet ÅOK. Omkostninger er herefter fundet ved at fratrække indtjeningen på området fra den samlede ÅOK på området.

Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af selskaberne.

(b) Omkostninger og indtjening for gennemsnitsrenteprodukter



Anm.: Opgørelsen er forbundet med usikkerhed, da en del af den betalte risikoforrentning, i henhold til ÅOK, kan stamme fra risikogrupper og/eller omkostningsgrupper. Den betalte risikoforrentning fra rentegrupper kan således være mindre end opgjort i figuren. Samtidig kan den reelle betalte pris for administration være højere end den benyttede sats.

Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af selskaberne.

Basiskapitalforrentningen for AMP-selskaber kommer primært fra basiskapitalens aktiver

AMP-selskaber prissætter, som nævnt, typisk på omkostningsdækkende basis. Det betyder, at selskabet sætter priser, som præcis dækker de omkostninger, selskabet har.

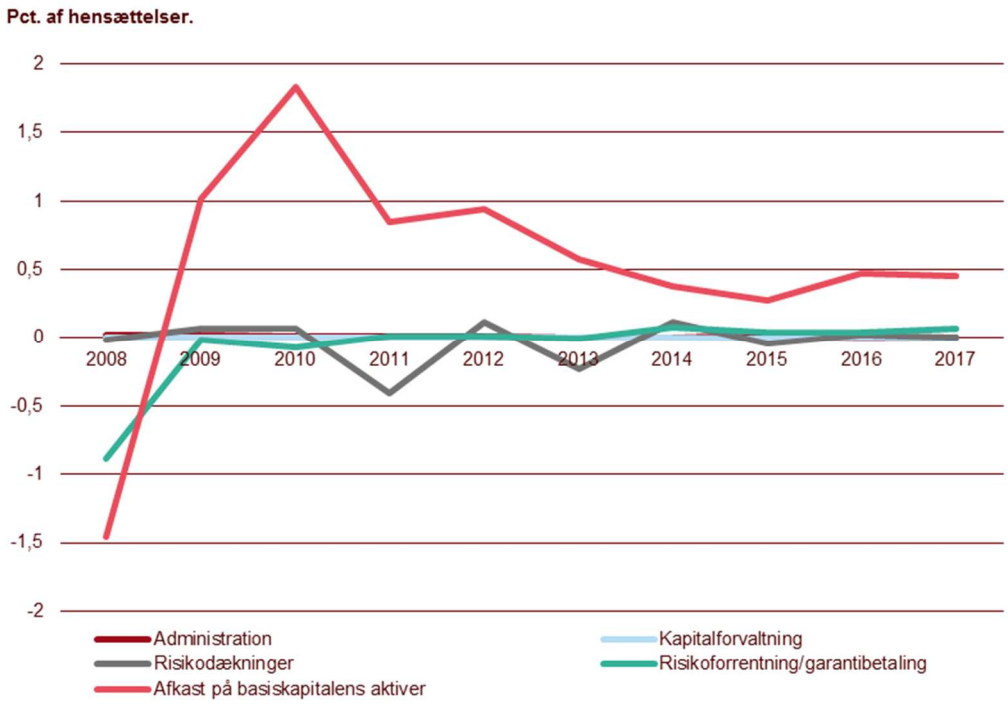
Den primære kilde til egentlig indtjening for AMP-selskaberne er således det direkte investeringsafkast, som opnås fra de aktiver, som basiskapitalen er placeret i, jf. figur 3.19. Da AMP-selskaber er kundeejede (eller er ejet af arbejdsmarkedets parter, men med begrænset eller ingen udbytteudbetaling), skelnes der i mindre grad mellem kundemidler og basiskapital.[135] Egenkapitalen i AMP-selskaber, særligt tværgående pensionskasser, fungerer således som en kollektiv pulje, der i sidste ende skal komme kunderne til gode. Derfor investeres basiskapitalen typisk med en risiko, der nogenlunde svarer til den, som gælder for kundernes midler. Det

[135] En del af basiskapitalen kan også direkte være udgjort af midler, som kunderne har stillet til rådighed i form af såkaldte særlige bonushensættelser, jf. også kapitel 8.

gennemsnitlige afkast på basiskapitalens aktiver svarede til ca. 0,5 pct. af hensættelserne i 2017.

De fleste AMP-selskaber, som har ordninger med tilknyttede garantier, opkræver en form for risikoforrentning fra disse opsparere som kompensation for den risiko, som garantierne er forbundet med. Der er forskel på selskabernes praksis på dette område. Det gælder dog, at AMP-selskaberne typisk over en årrække prissætter risikodækningerne, så udgifterne matcher indtægterne.

Figur 3.19 **Indtjening fordelt på forskellige indtjeningselementer for AMP-selskaber**



Note: Indtjening på risikodækninger omfatter den del af risikoresultatet på livsforsikring, som tilfaldt selskabet, samt resultatet fra syge- og ulykkesforsikring. Indtjening fra risikoforrentning/garantibetaling omfatter den betalte risikoforrentning fra rentegrupper samt betaling fra garantier fratrukket de tab, som basiskapitalen har dækket som følge af garantier.

Kilde: Data indleveret af selskaberne

Kapitel 4
Kapitalforvaltning

4.1 Sammenfatning

Pensionsselskaberne forvalter omkring 70 pct. af den samlede pensionsformue. Investeringerne har til formål at sikre et afkast, som forøger den samlede pensionsformue og dermed udbetalingerne til opsparerne. Muligheden for at opnå et højt afkast afvejes i forhold til den risiko, der tages, og skal også ses i sammenhæng med de omkostninger, som investeringsstrategien er forbundet med.

Der har i flere år været en bevægelse mod, at pensionsselskaberne investerer mere risikofyldt. Dette skyldes både et skifte mod flere markedsrenteprodukter samt en mere risikabel investeringsstrategi for gennemsnitsrenteprodukter. For gennemsnitsrenteprodukter er der således i perioden 2005-2017 sket en udvikling mod større investeringsandele af unoterede aktier samt af kreditobligationer, udlån og emerging markets obligationer, mens den andel af formuen, der er placeret i mere sikre aktiver i form af stats-, realkredit- og indeksobligationer er faldet.

Der er stor forskel på de enkelte selskabers investeringsstrategi for gennemsnitsrenteprodukter og dermed også stor variation i den risiko, som selskabernes aktiver er forbundet med. Således varierede selskabernes andel af stats-, indeks- og realkreditobligationer i 2017 mellem 19 pct. og 100 pct., mens andelen af aktier varierede mellem 0 pct. og 59 pct. En af grundene til denne variation er, at nogle selskaber har stillet bindende garantier i deres gennemsnitsrenteprodukter, hvilket også indebærer begrænsninger i, hvor risikofyldt de kan investere. For pensionsopsparing i *markedsrenteprodukter* er en større andel af formuen placeret i risikobetonede aktivklasser end tilfældet er for gennemsnitsrenteprodukter. For markedsrenteprodukter er der dog også stor forskel på selskabernes placering af pensionsformuen.

Den akademiske litteratur peger på, at forskellen i afkast mellem aktivklasser kan henføres til varierende risiko- og illikviditetspræmier. Blandt aktivklasserne har børsnoterede- og unoterede aktier, som anses for mere usikre, da også givet det største afkast for selskaberne i perioden 2005-2017, mens indeks-, stats- og realkreditobligationer har givet lavere afkast.

Det har stor betydning for den enkelte opsparer, hvilket afkast de får på deres pensionsformue i forhold til den risiko, der er forbundet med investeringen. Hvis der er selskaber, der over tid konsekvent skaber et højere risikojusteret afkast end andre, kan der være væsentlige gevinster for opspareren ved at skifte til det bedre præsterende selskab.

Der er en omfattende litteratur, som belyser, hvorvidt investeringsforeninger "kan slå" markedet over tid. Størstedelen af dansk og international litteratur peger på, at der er meget få, som er i stand til at slå markedet over tid efter omkostninger. De, der slår markedet, har i høj grad været heldige og kun i mindre grad dygtige. Omvendt ses der i litteraturen en tendens til, at nogle investeringsforeninger klarer sig konsekvent dårligere end markedet, og at dette i høj grad skyldes mangel på dygtighed. Historisk afkast giver således ikke meget information om, hvilke investeringsforeninger man som investor skal købe, men kan derimod give nyttig information om, hvilke investeringsforeninger man skal undgå.

De fleste internationale studier peger endvidere på, at aktivt forvaltede investeringsfonde ikke synes at generere et højere afkast efter omkostninger end passivt forvaltede investeringsfonde. Det skal ses i sammenhæng med, at den aktive forvaltning typisk er forbundet med større omkostninger. Hvis der kan ses en tendens, er det nærmere, at de passive fonde skaber det højeste afkast efter omkostninger. Der findes dog enkelte studier, der peger på, at aktive investorer med en meget høj grad af aktiv forvaltning kan opnå et højere afkast efter omkostninger end investeringsforeninger med en lav grad af aktiv forvaltning.

I dette kapitel er det undersøgt, om danske pensionsselskaber *vedvarende* kan skabe afkast, der ligger enten over eller under medianafkastet. Resultaterne fra analysen understøtter den internationale litteratur. Der er således ingen selskaber, der har haft et vedvarende højere samlet afkast end medianselskabet i de undersøgte perioder, som er signifikant forskellig fra den vilkårlige sandsynlighed for at være bedre end medianselskabet.

For de selskaber, der har fået et lavere samlet afkast end medianselskabet, er der i en vis udstrækning tegn på, at disse selskaber forbliver blandt de selskaber med det laveste afkast. Dette svarer også til resultaterne fra den internationale litteratur.

Som et supplement til persistensanalysen, er der foretaget en økonometrisk undersøgelse af, om der er selskaber, som opnår et signifikant lavere eller højere afkast i den analyserede periode. Den gennemførte økonometriske analyse viser dog ikke nogen generel tendens til, at selskaber formår at levere et signifikant højere brutto/nettoafkast end gennemsnittet. Omvendt er der et enkelt pensionsselskab, der har *signifikant* lavere nettoafkast end gennemsnittet i perioden 2005-2017.

Den store og stadigt voksende pensionsformue i Danmark giver risiko for, at pensionsselskaberne kan begrænse konkurrencen på de markeder, de investerer i. Dette kan blandt andet ske, hvis et pensionsselskab har ejerandele i konkurrerende virksomheder, idet selskabet i så fald som ejer kan have en interesse i – og mulighed for – at begrænse konkurrencen mellem de pågældende selskaber. Risikoen for skadevirkninger vil særligt være til stede, hvis der er tale om et koncentreret marked med få virksomheder. Empiriske studier har fundet, at denne konkurrencebegrænsende effekt som følge af institutionelt krydsejerskab eksisterer bl.a. på det amerikanske bank-[136],- luftfarts-[137]- og medicinalmarked[138].

I forbindelse med denne analyse er der indhentet oplysninger om pensionsselskabernes ejerandele i børsnoterede og unoterede virksomheder med henblik på at foretage en overordnet kortlægning af pensionsselskabernes institutionelle krydsejerskab i konkurrerende virksomheder. For børsnoterede selskaber er det alene bankmarkedet, hvor der er fundet et element af institutionelt krydsejerskab, idet pensionsselskaber ejer andele på over 2 pct. af flere af de små og mellemstore banker. For unoterede aktier har screeningen ikke fundet ejerandele, som indikerer, at krydsejerskab kan give konkurrencemæssige udfordringer på delmarkeder.

Pensionsformuerne vil fortsætte med at vokse fremover, hvilket øger risikoen for at institutionelt ejerskab kan påvirke konkurrencen negativt på nogle markeder. Pensionsselskaberne skal derfor fortsat være opmærksomme på ikke at investere i konkurrerende virksomheder,

[136] Azar et al. (2016). Ultimate Ownership and Bank Competition.

[137] Azar et al. (2017). Anti-competitive effects of common ownership.

[138] Newham, M., et al. (2018). Common Ownership and market entry: Evidence from the pharmaceutical industry.

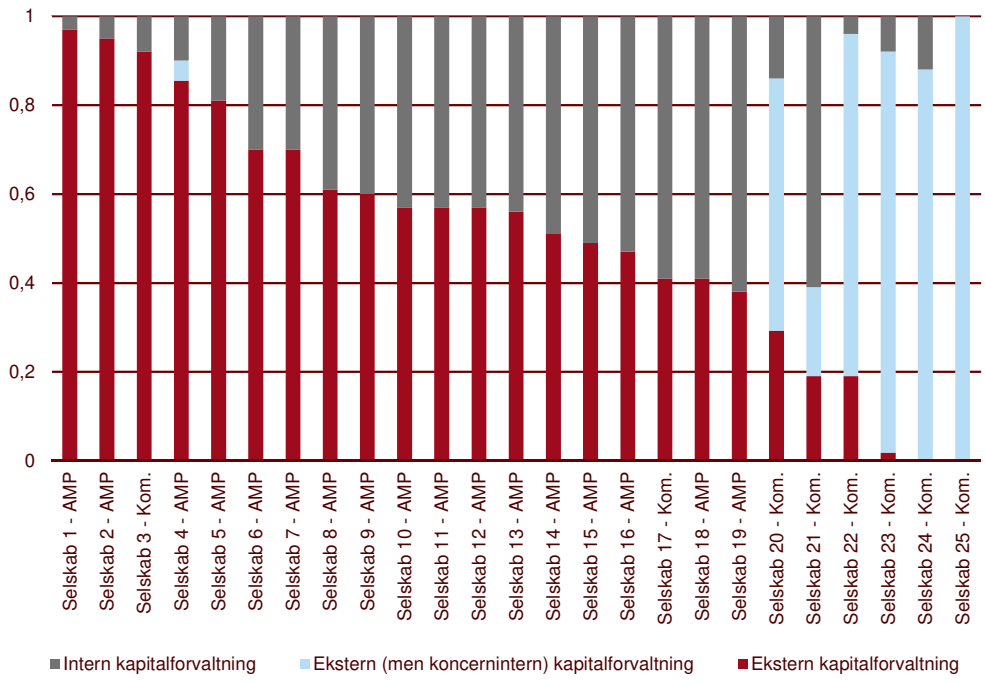
især i markeder med høj koncentration, og i øvrigt udøve deres ejerskab på en måde, som ikke svækker konkurrencen.

4.2 Pensionsselskabernes kapitalforvaltning

Pensionsselskaberne forvalter omkring 70 pct. af den samlede pensionsformue. Pensionsselskaberne investerer hovedsageligt i aktier, obligationer og ejendomme.

Nogle af pensionsselskaberne er selv store aktører på kapitalforvaltningsmarkedet og har egne investeringsafdelinger, som forvalter pensionsmidler, mens andre selskaber primært benytter sig af eksterne kapitalforvaltere. For alle pensionsselskaberne gælder det, at de får mindst 25 pct. af deres kapital forvaltet eksternt, mens 40 pct. af selskaberne får mere end 75 pct. forvaltet af eksterne kapitalforvaltere.[139]

Figur 4.1 **Pensionsselskabernes brug af intern og ekstern kapitalforvaltning**



Anm.: "Kom." er forkortelse for kommercielle selskaber

Kilde: Data indleveret af pensionsselskaberne

Pensionsselskaberne placerer deres midler i aktivklasser med forskellige risici. Tidligere var der en række regulatoriske krav til pensionsselskabernes aktivsammensætning i form af faste grænser for, hvor meget der måtte placeres i fx aktier. Disse kvantitative grænser blev ophæ-

[139] Koncernforbundne kapitalforvaltere er inkluderet i "eksterne kapitalforvaltere".

vet i forbindelse med implementeringen af Solvens II, hvor der i stedet blev indført det såkaldte "prudent person-princip", som bl.a. har til formål at sikre, at selskabernes investeringsstrategi afspejler det, som opsparerne er stillet i udsigt, jf. også boks 2.18.

Prudent person-princippet (PPP) er blevet udfoldet i en vejledning fra Finanstilsynet[140], hvor der særligt er fokus på, at selskaberne kun må foretage investeringer i aktiver, hvor selskaberne er i stand til at identificere, måle, overvåge, forvalte, kontrollere og rapportere alle risici, som er forbundet med investering i et aktiv, de såkaldte PPP-kriterier. Ifølge vejledningen skal selskaberne også have fokus på sikkerheden, kvaliteten, likviditeten og rentabiliteten af den samlede portefølje af aktiver. Investeringsstrategien skal desuden være robust over for udsving på de finansielle markeder.

Vejledningen har desuden fokus på, hvordan prudent person princippet skal håndteres ved alternative investeringer. Dette skal ses i lyset af en markant stigning i andelen af alternative investeringer inden for de senere år samt at investeringsprocessen for alternative investeringer er betydelig mere kompleks end for traditionelle investeringer.

Dette kommer bl.a. til udtryk, når selskaber i henhold til Solvens II skal have effektive systemer og kontroller, som sikrer at værdien af deres aktiver og passiver er pålidelige og relevante. Adgangen til information, som understøtter alternative aktivers værdi, er begrænsede, hvilket stiller krav til selskabernes/investorernes analyser og til at selskaberne i højere grad kontrollerer de præsenterede oplysninger og de bagvedliggende kilder. Dette sætter krav til, at selskaberne har de nødvendige kompetencer for at kunne forstå og håndtere (alternative) investeringer samt at selskaberne følger en struktureret proces ifm beslutning og efterfølgende håndtering af investeringen.

Selskabernes pensionsforpligtelser har en langsigtet karakter, og deres investeringspolitik skal derfor typisk også fastlægges med lang horisont.

Pensionsselskaberne skal i årsopgørelsen opgøre deres aktiver og afkast i 6 overordnede aktivklasser, herunder aktier, obligationer, grunde og bygninger, jf. boks 4.1.

[140] Finanstilsynet (2018). Vejledning om alternative investeringer og gode investeringsprocesser i lyset af prudent person-princippet.

Boks 4.1
Beskrivelse af aktivklasser

Pensionsselskaberne skal i deres årsopgørelser opdele deres aktiver og afkast i de overordnede aktivklasser "aktier", "obligationer og udlån", "grunde og bygninger", "datterselskaber", øvrige investeringer" og "afledte finansielle instrumenter til sikring af nettoændringen af aktiver og passiver[141].

Aktier: Ved køb af en aktie køber man en andel af en virksomhed, og man får derved også en del af virksomhedens afkast. Aktier kan deles op i børsnoterede aktier og unoterede aktier, dvs. aktier i virksomheder, som ikke er børsnoterede. Børsnoterede aktier er kendetegnet ved at være meget likvide, mens unoterede aktier typisk er mindre likvide, og investeringer i unoterede aktier er ofte forbundet med større omkostninger og risiko.

Obligationer og udlån: Ved køb af en obligation låner man penge ud til andre, og man får en forrentning, som bl.a. afhænger af risikoen for at lånet misligholdes. Danske statsobligationer er meget sikre obligationer, da staten har skatteudskrivningsret og misligholdelsesrisikoen er meget lav. Statsrenten ligger således normalt tæt op af den risikofri rente, når der er troværdighed om den offentlige økonomi. Ved køb af realkreditobligationer lånes penge ud til boligejere via realkreditinstitutter. Realkreditobligationer er også en sikker investering, blandt andet fordi realkreditinstitutter har en kollektiv dækning på de enkelte serier af realkreditobligationer og lånet har sikkerhed i fast ejendom. Udlån til virksomheder fx i form af køb af virksomhedsobligationer er mere sikre aktiver end aktier i de pågældende virksomheder, da lånene står foran egenkapital i prioriteringsrækkefølgen i tilfælde af konkurs. Derfor er det forventede afkast af virksomhedsobligationer normalt også mindre end det forventede afkast for aktier i samme virksomhed. Erhvervsudlån, herunder køb af virksomhedsobligationer, har normalt større risiko end stats- og realkreditobligationer, hvilket også generelt afspejles i et højere forventet afkast. En anden obligationsform med højere risiko er emerging markets obligationer, som udbydes af stater og virksomheder fra lande med mulighed for høj vækst, men hvor afkastet af forskellige grunde er relativt usikkert.

Grunde og bygninger: Denne kategori indeholder bl.a. køb af udlejningsejendomme. Her får investoren et afkast i form af husleje (fratrukket bl.a. driftsomkostninger), samt eventuelle ændringer i ejendomsværdien. Selskaberne investerer både i erhvervsejendomme og boligejendomme. Ejendomme har en anderledes risikoprofil end aktier og obligationer. Risici ved investeringer i boliger og ejendomme kan bl.a. være at ledige lokaler evt. ikke kan udlejes, lejeres manglende betaling, uforudsete omkostninger, udsving i ejendomspriserne m.v.

Datterselskaber: Der kan være flere grunde (juridiske, tekniske, administrative etc.) til at oprette et datterselskab. Investeringer via datterselskaber kan være relevant fx for infrastrukturprojekter såsom vedvarende energi (vindmølleparker, biomassekraftværker etc.), sundhed (sygehuse, psykiatriske hospitaler etc.), transport og ejendomme. Disse investeringer organiseres i nogle tilfælde som et samarbejde (inkl. risikodeling) med offentlige institutioner (OOP).

Øvrige investeringer: Investeringsaktiver, herunder genforsikringsdepoter, som ikke indgår i en af de foregående aktivklasser. Dette kan inkludere værdien af valutaafdækningsinstrumenter, hvis den enkelte kontrakt er indgået med henblik på at afdække/tilpasse valutakursrisikoen på en portefølje af flere aktivtyper.[142]

---

[141] En del af de overordnede aktivklasserne er yderligere underinddelt, jf. Bekendtgørelse om finansielle rapporter for forsikringsselskaber og tværgående pensionskasser. BEK nr. 937 af 27/07/2015.

[142] For yderligere uddybning, se bilag 12 i "Bekendtgørelse om finansielle rapporter for forsikringsselskaber og tværgående pensionskasser. BEK nr. 937 af 27/07/2015."

Afledte finansielle instrumenter til sikring af nettoændringen af aktiver og passiver: Her indgår de afledte finansielle instrumenter, der er erhvervet med henblik på at sikre nettoændringen af aktiver og forpligtelser. Blandt mulige afledte finansielle instrumenter kan nævnes CMS Floors, swaptioner og renteswaps.

Ud over de ovennævnte aktivklasser er begrebet alternative investeringer ofte brugt. Der er ikke en entydig definition af begrebet alternative investeringer, men ifølge Finanstilsynet[143] vil følgende aktiver bl.a. kunne ses som alternative investeringer: 1) Niveau 3 aktiver i henhold til dagsværdihierarkiet i IFRS 13 (illikvide/unoterede aktiver)[144] 2) Alternative investeringsfonde, 3) Securitiseringer, jf. kapitel VIII i Solvens-II forordningen.

Alternative investeringer er kendetegnet ved ikke at være så likvide og transparente som traditionelle investeringer. Det er derfor sværere at værdisætte investeringerne, og de alternative investeringer er derfor generelt også forbundet med større usikkerhed. Alternative investeringer er også typisk bundet over en længere periode og udgør en større andel af virksomhederne.

Alternative investeringer omfatter unoterede aktier og kreditobligationer samt stabile alternativer i form af grunde og bygninger, infrastruktur, skov-og jordbrug, etc. Stabile alternativer er karakteriseret ved at levere et stabilt og mindre konjunkturfølsomt afkast. Idet alternative investeringer er mindre likvide end traditionelle børsnoterede aktier og obligationer kan der, ud over en evt. risikopræmie, forventes en illikviditetspræmie. Idet pensionsselskaber har en lang tidshorisont og et stort og stigende placeringsbehov som følge af voksende formuer, er alternative investeringer en del af de fleste selskabers kapitalforvaltningsportefølje.[145]

Der er desuden stigende fokus på bæredygtige investeringer. Dette kan bestå i at screene investeringer i forhold til bæredygtighed eller investere i forhold til et bæredygtighedsindeks. En bæredygtig strategi kan inkludere alternative investeringer, som fx vindmølleprojekter og biogasanlæg.

Pensionsselskaberne reducerer risikoen på deres aktiver ved at investere i et bredt udvalg af aktivklasser (dvs. ved at diversificere porteføljen). Inden for de enkelte aktivklasser kan porteføljen diversificeres yderligere ved at investere i forskellige geografiske markeder og/eller forskellige brancher. Inden for aktivklassen *aktier* kan risikoen fx sænkes ved både at investere i let omsættelige børsnoterede virksomheder og mindre likvide unoterede virksomheder, mens man i obligationsafdelingerne typisk investerer i både relativt sikre stats-, indeks- og realkreditobligationer samt mere risikofyldte kreditobligationer, udlån og emerging markets obligationer. Ud over aktier og obligationer investeres en betydelig andel af pensionsselskabernes midler i grunde og bygninger, ligesom der inden for de senere år er kommet markant fokus på andre alternative investeringer, herunder også investeringer inden for bæredygtighed, jf. Boks. 4.1.

---

[143] Finanstilsynet (2016) Bekendtgørelse om ledelse og styring af pengeinstitutter m.fl. BEK nr. 1026 af 30/06/2016.

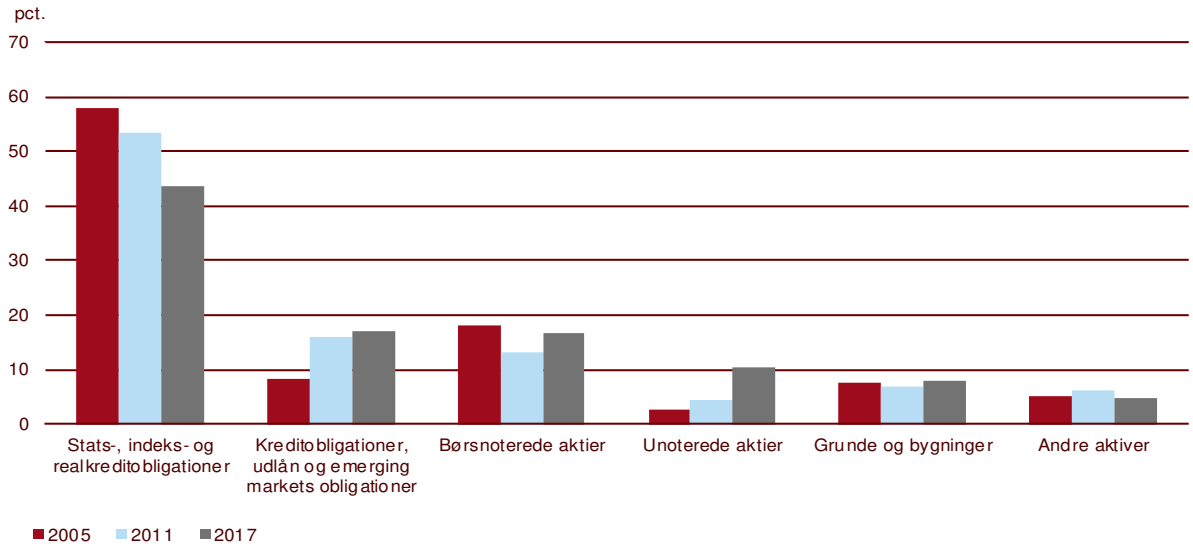
[144] Europaparlamentets og Rådets Forordning (EU) nr. 575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 (EØS-relevant tekst).

[145] Finanstilsynet (2017) Markedsudvikling 2016 – Livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser.

For opsparing i *gennemsnitsrenteprodukter*[146] er der sket en udvikling over tid mod større investeringsandele i mindre likvide markeder. Således er andelen af investeringer indenfor "unoterede aktier", "grunde og bygninger" samt "kreditobligationer, udlån og emerging markets aktier"[147] samlet set steget fra 19 pct. i 2005 til 35 pct. i 2017. Stigningen er drevet af "unoterede aktier" samt "kreditobligationer, udlån og emerging markets obligationer". Investeringsandelen i grunde og bygninger faldt i perioden 2005-2012, men har siden været svagt stigende. Flere selskaber har desuden investeret i infrastrukturprojekter såsom vindmølleparker, solcelleanlæg, biomassefyrede kraftværker, transmissionsnet, betalingsveje, havne og broer samt sociale infrastrukturprojekter såsom hospitaler og skoler - i både Danmark og i udlandet. Værdien af mange af disse aktiver kan være vanskelig at fastslå. Det er et krav, at der i pensionsselskaberne er funktionsadskillelse mellem investeringsafdelingen og de, som står for den løbende værdiansættelse af de alternative investeringer.

Mens andelen af illikvide aktier er steget, er selskabernes andel i mere sikre stats-, indeks- og realkreditobligationer faldet fra at udgøre 58 pct. i 2005 til at udgøre 43 pct. i 2017, jf. figur 4.2. En del af forklaringen på denne udvikling er, at selskaberne, især AMP-selskaberne, i stor udstrækning har nedbragt andelen af garanterede gennemsnitsrenteprodukter, dvs. pensionsprodukter hvor der gives garanti om fx mindsteniveau for pensionsudbetalingen. Dermed flyttes investeringsrisikoen i højere grad over på opsparerne, og selskabet kan investere mere risikofyldt uden at udsætte selskabet for større risici. En af forklaringerne på at mange pensionsselskaber har opgivet garantierne er, at de har haft sværere ved at opfylde eventuelle garantiafkast pga. et over tid faldende renteniveau. Samtidig har faldet i renteniveauet til et meget lavt niveau medført øget tilskyndelse til at tage risiko for at opnå et for opsparerne tilfredsstillende afkast.

Figur 4.2 **Pensionsselskabernes investeringsandele for gennemsnitsrenteprodukter**



Kilde: Pensionsselskabernes årsrapporter.

[146] Aktiver tilknyttet gennemsnitsrenteprodukter kan i perioden 2005-2015 indeholde andre aktiver, herunder aktiver som er finansieret af basiskapital. Dette vurderes dog ikke at have signifikant betydning for konklusionerne.

[147] Likviditeten på emerging markets obligationer kan være god. Dog bliver en del emerging markets obligationer ikke handlet i særlig stort omfang, hvilket kan blive et problem ved en større krise, hvor det kan være svært at sælge obligationerne.

Der er samtidig stor forskel på, hvordan de enkelte pensionsselskaber placerer den opsparing, som er bundet i gennemsnitsrenteprodukter, jf. tabel 4.1. I 2017 varierede den andel, der var placeret i stats-, indeks- og realkreditobligationer mellem 19 pct. til 100 pct., mens aktieandelene lå mellem 0 pct. til 59 pct. Dermed er der også stor forskel på den risiko, som placeringerne er forbundet med.

Det er særligt de kommercielle selskaber, som har investeret en stor andel af midlerne i relativt sikre aktiver såsom stats- og realkreditobligationer, jf. Tabel 4.1. Det kan blandt andet afspejle, at mange kommercielle selskaber i højere grad har givet garantier til kunderne, dvs. opsparingsprodukter, hvor selskabet samtidig har givet garantier om fx ydelser.

Tabel 4.1 **Selskabernes investeringsandele i aktivklasser i 2017 – gennemsnitsrente**

	Aktiver (1)	Obligationer og udlån		Aktier		Grunde og bygninger	Andre aktiver (2)
		Stats-, indeks- og realkredit-obligationer	Kreditobligationer, udlån og emerging markets obligationer	Børsnoterede aktier	Unoterede aktier		
				pct.			
Selskab 1	2.601	100	0	0	0	0	0
Selskab 2	3.320	92	1	2	2	3	0
Selskab 3	14.637	77	3	10	0	10	0
Selskab 4	191.395	67	10	5	5	11	2
Selskab 5	213.597	65	18	9	2	7	-1
Selskab 6	59.136	56	20	11	2	11	0
Selskab 7	23.117	55	10	15	5	16	-1
Selskab 8	54.049	51	10	8	2	9	20
Selskab 9	103.137	47	28	0	10	10	4
Selskab 10	77.448	44	16	7	5	6	21
Selskab 11	7.560	44	17	13	13	5	8
Selskab 12	8.761	38	15	33	8	4	2
Selskab 13	4.378	37	15	32	5	8	3
Selskab 14	13.422	36	17	35	8	2	3
Selskab 15	70.711	34	8	34	15	9	1
Selskab 16	99.484	34	22	29	7	8	1
Selskab 17	86.154	33	21	27	9	8	2
Selskab 18	93.250	32	19	24	22	3	1
Selskab 19	109.531	31	21	37	8	3	1
Selskab 20	10.697	31	27	39	2	0	1
Selskab 21	36.911	25	6	41	18	10	-1
Selskab 22	63.359	22	18	15	25	7	13
Selskab 23	53.385	20	19	15	25	8	13
Selskab 24	119.835	19	18	15	25	10	12
Ligevægtet gennemsnit	**63.328**	**45**	**15**	**19**	**9**	**7**	**4**
Vægtet gennemsnit	**63.328**	**44**	**17**	**17**	**10**	**8**	**5**

Note 1: Samlede aktiver (mio. kr.) for gennemsnitsrenteprodukter i 2017

Note 2: Andre aktiver dækker over grupperingerne "øvrige investeringer", "datterselskaber" samt "Afledte finansielle instrumenter til sikring af nettoændringen af aktiver og forpligtelser", jf. boks 4.1.

Anm.: Pensionsselskaberne med grå markering er kommercielle selskaber, de resterende er AMP selskaber.

Kilde: Egne beregninger, baseret på årsrapporter fra pensionsselskaber.

For den opsparing, som er bundet i *markedsrenteprodukter*, er der også forskel på, hvordan pensionsselskabernes formue bliver investeret. I 2017 varierede den andel, som var placeret i stats-, indeks- og realkreditobligationer, således med mellem 9 pct. og 61 pct., mens aktieandelen lå mellem 21 pct. og 67 pct., jf. tabel 4.2.

For pensionsopsparing i *markedsrenteprodukter* er en større andel af formuen placeret i risikobetonede aktivklasser, jf. tabel 4.1 og tabel 4.2. Således udgjorde børsnoterede og unoterede aktier ca. 46 pct. af de samlede aktiver for markedsrenteprodukter, mod kun 27 pct. for opsparing i gennemsnitsrenteprodukter. Desuden er der de seneste 10-15 år sket en markant bevægelse imod flere markedsrenteprodukter, jf. afsnit 2.5.figur 2.14. Samlet set trækker dette også i retning af, at selskaberne investerer i aktiver, som har et højere forventet afkast og en større risiko end sikre statsobligationer, men også at det i højere grad er opsparerne, og ikke selskaberne, der bærer risikoen.

Tabel 4.2 **Selskabernes investeringsandele i aktivklasser i 2017 – markedsrente**

	Aktiver (1)	Obligationer og udlån		Aktier		Grunde og bygninger	Andre aktiver (2)
		Stats-, indeks- og realkredit-obligationer	Kreditobligationer, udlån og emerging markets obligationer	Børsnoterede aktier	Unoterede aktier		
	mio. kr.	pct.					
Selskab 1	25.148	61	0	12	27	0	0
Selskab 2	202.390	41	15	35	5	10	-7
Selskab 3	12.440	39	15	38	4	4	1
Selskab 4	134.653	34	7	40	9	5	5
Selskab 5	41.534	31	25	16	5	4	19
Selskab 6	79.524	28	14	38	10	12	-1
Selskab 7	55.337	25	14	46	5	7	3
Selskab 8	1.744	25	6	41	18	10	1
Selskab 9	36.889	23	10	57	2	7	1
Selskab 10	195.069	21	18	36	4	7	13
Selskab 11	135.597	14	26	30	21	5	4
Selskab 12	18.768	10	31	47	0	1	11
Selskab 13	61.228	9	14	26	41	7	3
Ligevægtet gennemsnit	**76.948**	**28**	**15**	**36**	**11**	**6**	**4**
Vægtet gennemsnit	**76.948**	**28**	**16**	**35**	**10**	**7**	**4**

Note 1: Samlede aktiver (mio. kr.) for markedsrenteprodukter i 2017

Note 2: Andre aktiver dækker over grupperingerne "øvrige investeringer", "datterselskaber" samt "Afledte finansielle instrumenter til sikring af nettoændringen af aktiver og forpligtelser", jf. boks 4.1.

Anm. 1: Pensionsselskaberne med grå markering er kommercielle selskaber, mens de resterende er AMP-selskaber.

Anm. 2: Aktiver tilknyttet markedsrenteprodukter, hvor opspareren selv vælger aktiverne, er ikke medregnet i opgørelsen.

Kilde: Egne beregninger, baseret på årsrapporter fra pensionsselskaber

Når der tages en større risiko, er det med henblik på at opnå et højere investeringsafkast (risikopræmie). Siden 2005 har pensionsselskabernes afkast samlet set været højere på aktiver med stor risiko (børsnoterede og unoterede aktier) end de mere sikre stats-, indeks- og realkreditobligationer, jf. tabel 4.3. Den potentielle omkostning ved en større risiko kan ses i kriseår som 2008, hvor aktier i særdeleshed har givet betydelige negative afkast. Selskabernes investeringer i grunde og bygninger har givet et relativt højt afkast i perioden ift. Fx statsobligationer.

Tabel 4.3 **Pensionsselskabernes afkast af aktivklasser**

Aktivklasse	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gennemsnit (2005-2017)	Spredning (2005-2017)
	pct.														
Børsnoterede aktier	30	16	5	-37	29	20	-8	18	19	17	13	8	11	11	17
Unoterede aktier	22	11	11	-13	-1	21	7	8	9	16	10	9	3	9	9
Grunde og bygninger	22	26	8	0	-1	5	5	4	4	9	11	8	7	8	8
Kreditobligationer, udlån og emerging markets obligationer	7	4	0	-15	24	11	5	13	-2	12	6	10	1	6	9
Stats-, indeks- og realkreditobligationer	7	1	0	8	6	6	9	6	0	8	2	5	2	5	3
Andre aktiver	30	-13	-4	30	-5	12	25	10	-9	25	2	11	-1	9	15

Anm.: Med virkning fra 2016 har Finanstilsynet ændret reglerne for afrapportering af afkast for aktivklasser. Hvor der fra 2005-2015 ikke skulle afrapporteres for unit link produkter (markedsrenteprodukter) skal pensionsselskaberne fra 2016 afrapportere afkast for både markedsrente- og gennemsnitsrenteprodukter. Afkastet er før fradrag af interne investeringsomkostninger, men efter fradrag af eksterne investeringsomkostninger.

Kilde: Egne beregninger, baseret på årsrapporter fra pensionsselskaber

I forbindelse med indførelsen af Solvens II blev det såkaldte "prudent-person-princip" som nævnt implementeret. Princippet stiller krav om, at pensionsselskaberne skal varetage pensionsopsparernes interesser bedst muligt, og at investeringsstrategien skal afspejle det, som kunderne er stillet i udsigt. Dette inkluderer, at pensionsselskaberne skal identificere, måle, overvåge, forvalte og kontrollere risici i deres investeringer.[148]

Investeringsstrategien skal bl.a. omfatte klare rammer for påtagelsen af risiko i de enkelte produkter og sikre en tilpas grad af risikospredning. Investeringsstrategien skal desuden understøtte et langsigtet godt afkast og være robust over for udsving på de finansielle markeder.[149]

I den forbindelse er Forsikring & Pension kommet med en række initiativer, som har til formål at sikre bedre forbrugerinformation og risikostyring. Blandt andet skal de pensionsprognoser, som pensionsselskaberne i dag udarbejder til deres kunder, nu også via konfidensintervaller vise risikoen på kundernes forventede pensionsudbetalinger. Det skal også være muligt for kunden at sammenligne risikoen på forskellige pensionsprodukter og i forskellige pensionsselskaber. Dette skal gøres ved at risikoen i markedsrenteprodukter afspejles på en skala fra 1 til 5. Samtidig bliver der sat krav til, hvor meget risiko, der må være i produkter, som fx hedder "mellem" eller "lav" risiko. F&P har endvidere opstillet syv best practice-retningslinjer for, hvordan selskaberne lever op til prudent-person reglerne.

[148] Kommissionens delegerede forordning (EU) 2015/35 af 10. oktober 2014 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/138/EF om adgang til og udøvelse af forsikrings- og genforsikringsvirksomhed (Solvens II).

[149] Finanstilynet_2017_Pension når garantien forsvinder. Hvad er implikationerne for produktegenskaber og forbrugerbeskyttelse?

4.3 Ikke tegn på at nogle pensionsselskaber systematisk "slår markedet"

Investeringsafkastet har stor indflydelse på pensionen. Spørgsmålet er imidlertid, om nogle selskaber er i stand til at generere et signifikant højere afkast end andre, og at man derfor ud fra selskabernes historiske afkast kan sige noget om deres fremtidige afkast og dermed, hvorvidt historisk afkast er en relevant parameter, når man skal vælge pensionsselskab.

Det er derfor undersøgt, om der er selskaber, som *konsekvent* klarer sig bedre målt på afkast end andre selskaber. Det er først belyst, hvilke pensionsselskaber der har et afkast over medianen i 2005. Dernæst er det belyst hvor mange af disse selskaber, der også har et afkast over medianen i hvert af de fire efterfølgende år (2006-2009). Tilsvarende er gjort for perioden 2009-2017.

Disse "persistensanalyser" ser på afkast af den opsparing, der er bundet i gennemsnitsrenteprodukter, idet information om selskabernes investeringsafkast for markedsrenteprodukter ikke er tilgængelig på aktivklasseniveau for en længerevarende periode. For nærmere beskrivelse af data henvises til boks 4.2.

I perioden 2005-2009 er der ingen selskaber, der målt på det samlede afkast klarer sig bedre end medianen i alle fem perioder, jf. tabel 4.4. Det skal ses i sammenhæng med, at der rent statistisk skulle være ca. 6 pct. af selskaberne (dvs. ca. 1 selskab), som klarede sig bedre end medianen, hvis der var tale om helt tilfældig variation.

I perioden 2009-2017 er der ingen selskaber, der har haft et konsekvent højere samlet afkast end medianselskabet i alle 9 år, jf. tabel 4.4. Der er et enkelt selskab, der i perioden 2009-2014 konsekvent har fået et højere samlet afkast end medianen. Dette afviger dog ikke væsentligt fra sandsynligheden for, at et selskab vil fremstå med et afkast der ligger over medianen under tilfældig variation.

Da afkastet svinger meget fra år til år, er persistensanalysen gentaget med udgangspunkt i 3-årige gennemsnitlige afkast, jf. tabel 4.4. Her undersøges det, om de selskaber, der over en 3-årig periode formår at generere et samlet afkast i den bedste halvdel, også formår at tilhøre den bedste halvdel i de efterfølgende 3-årige perioder[150].

Konklusionen for den 3-årige persistensanalyse[151] er på linje med den 1-årige persistensanalyse. Således er der selskaber, der formår at klare sig godt i flere sammenhængende perioder, men denne andel er ikke signifikant større end den vilkårlige variation man må forvente.

For de selskaber, der har fået et lavere samlet afkast end medianen, er konklusionen om (manglende) persistens ikke helt så tydelig. Den 1-årige analyse samt den 3-årige analyse for perioden 2006-2017 viser fortsat ikke tegn på persistens. Derimod viser den 3-årige analyse for perioden 2005-2016, at 31 pct. af selskaberne vedvarende har et lavere afkast end medianen over 3 fortløbende tidsperioder, hvilket er større (næsten signifikant på et 5 pct.-niveau) end den tilfældige sandsynlighed for at det sker (på 14 pct.).

[150] Der er tilgængelig data for 13 år, hvilket ikke er deleligt med 3. Der er derfor både lavet en persistensanalyse for den 12 årige periode 2005-2016 (jf. nedre venstre halvdel af Tabel 4.4) og den 12 årige periode 2006-2017 (jf. nedre højre halvdel af Tabel 4.4).

[151] 3-årig persistensanalyse refererer her til situationen, hvor det undersøges om de selskaber, der over en treårig periode formår at generere et samlet afkast i den bedste halvdel, også formår at tilhøre den bedste halvdel i de efterfølgende treårige perioder.

Tabel 4.4 **Persistens i pensionsselskabers investeringsafkast for gennemsnitsrenteprodukter**

Persistens - 1-årige perioder

Median - top	Antal selskaber med afkast over medianen i	Andel der forbliver over medianen (pct.)				Antal selskaber med afkast over medianen i	Andel der forbliver over medianen (pct.)							
	2005	2006	2007	2008	2009	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Alle aktiver	13	69	46	15	0	13	62	15	8	8	8	0	0	0
Børsnoterede aktier	13	62	31	15	0	13	46	15	15	15	15*	15**	0	0
Unoterede aktier	13	46	46	15	0	13	54	31	30*	23*	23**	23***	8	8*
Stats-, indeks- og real-kreditobligationer	12	42	17	0	0	12	50	42	25	25**	25***	0	0	0
Kreditobligationer, ud-lån og emerging markets obligationer	12	50	25	0	0	12	75*	42	33	0	0	0	0	0
Grunde og bygninger	12	42	25	17	0	12	50	42	33	25**	17	17	0	0
Vilkårlig sandsynlighed[1]		50	25,0	12,5	6,3		50	25	12,5	6,3	3,1	1,6	0,8	0,4

Median - bund	Antal selskaber med afkast under medianen i	Andel der forbliver under medianen (pct)				Antal selskaber med afkast under medianen i	Andel der forbliver under medianen (pct.)							
	2005	2006	2007	2008	2009	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Alle aktiver	13	69	46	8	0	13	54	15	15	15	8	0	0	0
Børsnoterede aktier	13	62	23	8	0	13	38	23	15	15	15*	15**	0	0
Unoterede aktier	13	46	46	15	0	13	54	23	23	23*	15*	15**	8	0
Stats-, indeks- og real-kreditobligationer	12	42	8	0	0	12	50	33	17	8	0	0	0	0
Kreditobligationer, ud-lån og emerging markets obligationer	12	50	25	8	0	12	75*	42	42**	17	0	0	0	0
Grunde og bygninger	12	42	25	0	0	12	50	42	33	25**	8	8	0	0
Vilkårlig sandsynlighed[1]		50	25,0	12,5	6,3		50	25	12,5	6,3	3,1	1,6	0,8	0,4

Persistens - 3-årige perioder

Median - top	Antal selskaber med afkast over medianen i	Andel der forbliver over medianen (pct.)			Antal selskaber med afkast over medianen i	Andel der forbliver over medianen (pct.)		
	2005-2007	2008-2010	2011-2013	2014-2016	2006-2008	2009-2011	2012-2014	2015-2017
Alle aktiver	13	31	15	0	13	38	15	8
Børsnoterede aktier	13	54	31	15	13	38	23	23
Unoterede aktier	13	38	8	8	13	46	15	8
Stats-, indeks- og real-kreditobligationer	12	50	8	0	12	75*	42	33
Kreditobligationer, ud-lån og emerging markets obligationer	12	50	25	25	12	33	25	25
Grunde og bygninger	12	33	17	0	12	58	25	17
Vilkårlig sandsynlighed[1]		50	25	12,5		50	25	12,5

Median - bund	Antal selskaber med afkast under medianen i	Andel der forbliver under medianen (pct.)			Antal selskaber med afkast under medianen i	Andel der forbliver under medianen (pct.)		
	2005-2007	2008-2010	2011-2013	2014-2016	2006-2008	2009-2011	2012-2014	2015-2017
Alle aktiver	13	38	31	31*	13	46	23	15
Børsnoterede aktier	13	46	15	8	13	46	15	8
Unoterede aktier	13	38	15	15	13	54	23	15
Stats-, indeks- og real-kreditobligationer	12	50	17	17	12	75*	50*	33
Kreditobligationer, ud-lån og emerging markets obligationer	12	50	25	17	12	33	25	17
Grunde og bygninger	12	33	17	17	12	58	33	17
Vilkårlig sandsynlighed[1]		50	25	12,5		50	25	12,5

Note: Den vilkårlige sandsynlighed er udregnet i forhold til at der er lige mange selskaber over og under medianen. Ved et ulige antal selskaber bliver medianselskabet talt med, og dermed bliver den vilkårlige sandsynlighed forøget. Er der fx 13 ud af 25 selskaber på eller over medianen i 2009, er den vilkårlige sandsynlighed for at disse selskaber også er på eller over medianen i 2010 forøget til $(13/25)^1 = 54\ pct.$ Tilsvarende er den vilkårlige sandsynlighed 27 pct., 14,1 pct. og 7,3 pct. for fortsat at per-forme godt i hhv. to, tre og fire år i træk.
Anm. 1: *=Signifikansniveau mellem 0,05 og 0,1; **Signifikansniveau mellem 0,01 og 0,05; ***Signifikansniveau lavere end 0,01; Signifikansniveauet er beregnet via en ensidet binomialtest med den vilkårlige sandsynlighed.
Anm. 2: Afkastet for de enkelte aktivklasseandele er baseret på gennemsnitsrenteprodukter (uden individuelle produkter) før fratrækning af pensionsselskabernes egne investeringsomkostninger, men efter fratrækning af investeringsomkostninger for eksterne kapitaludbydere. Afkastet for "Alle aktiver" er nettoafkast, jf. nøgletal N1 i statistik om nøgletal fra Finanstilsynet.

Kilde: Afkast for de enkelte aktivklasseandele er baseret på årsrapporter fra pensionsselskaber. Afkastet for "alle aktiver" er baseret på statistik om nøgletal fra Finanstilsynet.

En af årsagerne til at der ses tegn på persistens blandt de selskaber med det laveste afkast i den 3-årige persistensanalyse i perioden 2005-2016 kan dog være, at disse selskaber tager væsentligt mindre risiko. Således har 3 ud af de 4 selskaber, der har et konsekvent lavere afkast end medianen, investeret relativt meget i aktivklasser, som normalt er forbundet med lav risiko.

Resultaterne ovenfor, er på linje med en lang række danske og internationale studier om persistens inden for investeringsforeninger, jf. boks 4.6. Cuthbertson et al. (2010) har lavet en stor gennemgang af litteraturen på området blandt amerikanske og britiske (UK) investeringsforeninger. De konkluderer bl.a., at persistens blandt de bedste 10 pct. normalt ikke varer længere end 1 år. Omvendt ses en tendens til en længerevarende (3-5 år) persistens blandt den halvdel af investeringsforeninger, der har fået det laveste afkast. Forfatterne konkluderer således, at historisk afkast ikke giver meget information om, hvilke investeringsforeninger man som investor skal købe, men at en vurdering af historiske afkast derimod kan give nyttig information om, hvilke investeringsforeninger man skal undgå.

Pensionsselskabernes kapitalforvaltning ligner kapitalforvaltningen i investeringsforeninger på mange måder. Pensionsselskaber har dog typisk en længere tidshorisont, hvilket gør det muligt at påtage sig en større likviditetsrisiko end i investeringsforeninger. Pensionsselskaber har typisk også mere fokus på at sammensætte deres aktivklasser med henblik på at reducere den systematiske risiko, i forhold til mange investeringsforeninger, der fx er bundet til at investere i specifikke aktivklasser eller i geografisk specifikke områder.

Nyere internationale studier af persistens blandt pensionsselskaber giver resultater, der svarer til dem for investeringsforeninger. Bauer et al. finder således ikke tegn på persistens i afkast blandt 954 amerikanske pensionsselskaber i perioden 1992-2004, med undtagelse af passivt forvaltede "Defined Contribution"[152] selskaber, der viste tegn på persistens blandt de selskaber, der præsterede dårligst.[153] Et omfangsrigt studie af 4.617 porteføljer, der er forvaltet af 1.448 institutionelle virksomheder på vegne af pensionsselskaber i perioden 1991-2008 viser desuden, at der er begrænset eller ingen persistens i afkast[154]. Endvidere konkluderer Huang og Mashieu[155] ud fra en analyse af 57 hollandske pensionsselskaber i perioden 1998-2006, at der ikke er tegn på persistens i selskabernes performance over tid, og at historisk performance dermed ikke fortæller noget om pensionsselskabernes fremtidige performance[156].

Når der ses på afkast på de enkelte aktivklasser, er konklusionerne ikke helt så klare. Således er der for enkelte aktivklasser flere selskaber, som realiserer afkast i den øvre halvdel, sammenlignet med den vilkårlige sandsynlighed, jf. tabel 4.4. Dette slår dog ikke igennem på det samlede afkast, hvor der som nævnt ovenfor ikke ses tegn på, at nogle selskaber konsekvent formår at blive i den bedste halvdel.

---

[152] Analysen omfatter både 238 "Defined Contribution" (DC) selskaber, hvor arbejdsgiver og/eller lønmodtager løbende indbetaler til pension og 716 "Defined Benefit" (DB) selskaber, der er karakteriseret ved at arbejdsgiveren forpligter sig til at betale pensionsbidrag (løbende bidrag og/eller engangsydelse) til lønmodtageren, når denne går på pension. Pensionsbidragets størrelse i DB afhænger af en række faktorer såsom løn og antallet af år på arbejdspladsen.

[153] Bauer (2007). The performance of US Pension Funds

[154] Busse (2010). Performance and persistence in institutional investment management

[155] Huang og Mashieu (2012). Performance persistence of Dutch Pension Funds

[156] Et lidt ældre studie af 2175 britiske pensionsselskaber fra 1983-97 viser dog persistens i afkast over en 1-årige tidshorisont samt svagere tegn på persistens over længere tidsperioder. Kilde: Tonks (2005). Persistence of pension-fund managers

Som et supplement til persistensanalysen, er der foretaget en økonometrisk undersøgelse af, om der er selskaber, som opnår et signifikant lavere eller højere afkast i den analyserede periode, se boks 4.2. Analysen bekræfter at selskabers historiske afkast ikke indeholder særlig megen information om fremtidig performance.

Boks 4.2
Data og økonometrisk metode

Til brug for analyserne er der indsamlet oplysninger om pensionsselskabernes afkast på aktiver bundet i gennemsnitsrenteprodukter fra 2005 til 2017. Selskabernes samlede nettoafkast er indhentet fra Finanstilsynets nøgletalsstatistik (nøgletallet N1), mens investeringsomkostninger er indhentet direkte fra selskaberne. Bruttoafkastet er beregnet som nettoafkast plus investeringsomkostninger. Omkostningsdata er tilgængelige for perioden 2011-2017.

Markedsværdi og afkast fordelt på aktivklasser er indhentet fra selskabernes årsrapporter. Dette specificeres i et standardiseret skema i årsopgørelsen og er underlagt tilsyn fra Finanstilsynet. Afkastet fordelt på aktivklasser er hverken et rent nettoafkast eller et rent bruttoafkast. Således er afkastet opgjort efter, at omkostninger fra selskabets eksterne kapitalforvaltere er fratrukket, men før selskabets interne investeringsomkostninger er fratrukket. Data er baseret på gennemsnitsrenteprodukter.

Den økonometriske model er en regressionsanalyse, hvor hvert pensionsselskab indgår i modellen som dummyvariabel. Analysen er kørt som en mean centered model, hvorved afkastet for hvert selskab ikke længere bliver målt i forhold til afkastet for et referenceselskab, men i forhold til det gennemsnitlige afkast. Parameterestimatet for et selskab kan således tolkes som differencen i afkast i forhold til det gennemsnitlige afkast.

Der er i modellen inkluderet flere kontrolvariable. Der er inkluderet årsdummies for at kontrollere for at afkastet varierer betydeligt mellem år. Desuden er aktivklasseandele inkluderet i model 2a, 2b og 2c for at kontrollere for, at selskaberne har forskellig risikoprofil.

I den økonometriske model af selskabernes performance undersøges det, om der er pensionsselskaber, der opnår et signifikant lavere eller højere afkast end gennemsnittet for perioden 2005-2017 for nettoafkast og for perioden 2011-2017 for bruttoafkast. Da forskelle mellem de 2 modeller både kan skyldes forskellen i tidsperiode og opgørelse (netto/bruttoafkast), indgår yderligere en model for nettoafkast i perioden 2011-2017.

Resultaterne viser således, at der ikke ses nogen generel tendens til, at selskaber formår at levere signifikant højere/lavere afkast end gennemsnittet, jf. tabel 4.5. Det gælder for både bruttoafkast og nettoafkastet (hvor nettoafkast svarer til bruttoafkast korrigeret for de omkostninger, som kunden betaler for at få forvaltet sine penge).

Der er dog et enkelt pensionsselskab, der har haft et signifikant *lavere* nettoafkast end gennemsnittet. Dette gælder også, når der tages højde for, at dette pensionsselskab investerer med lav risiko. Desuden er der et enkelt selskab, der i perioden 2011-2017 har opnået et signifikant større nettoafkast (men ikke signifikant større bruttoafkast). Det afspejler bl.a. relativt lave investeringsomkostninger i dette selskab. Når der korrigeres for risiko (aktivklassefordeling) har selskabet dog ikke længere et signifikant højere afkast, jf. tabel 4.5, model 2a-2c.

Tabel 4.5 **Har nogen selskaber signifikant højere eller lavere afkast end gennemsnittet?**

	Kontrol for årsvariation			Kontrol for årsvariation og risiko		
	Model 1a	Model 1b	Model 1c	Model 2a	Model 2b	Model 2c
Afhængige variabel						
Nettoafkast (2005-2017)	x			x		
Nettoafkast (2011-2017)		x			x	
Bruttoafkast (2011-2017)			x			x
Selskab 1	0,004	0,003	-0,002	0,013	0,008	0,006
Selskab 2	-0,007	-0,007	-0,011	0,003	-0,006	-0,012
Selskab 3	0,007	0,010	0,007	0,014	0,014	0,013
Selskab 4	0,007	0,002	0,001	0,012	0,005	0,003
Selskab 5	-0,013	-0,015	-0,017	-0,006	-0,012	-0,015
Selskab 6	-0,003	-0,005	0,010	-0,004	-0,006	0,023
Selskab 7	-0,001	-0,005	-0,008	0,007	-0,001	0,002
Selskab 8	0,017 *	-0,006	-0,004	0,008	-0,005	0,000
Selskab 9	0,013	0,007	0,005	0,019	0,007	-0,002
Selskab 10	0,009	0,011	0,010	0,009	0,012	0,012
Selskab 11	0,005	0,008	0,006	-0,008	0,008	0,013
Selskab 12	0,010	0,013	0,012	0,012	0,016	0,020
Selskab 13	-0,007	-0,011	-0,015	-0,004	-0,005	-0,003
Selskab 14	-0,016	-0,008	-0,012	-0,014	-0,007	-0,008
Selskab 15	0,000	-0,001	-0,003	-0,005	0,001	0,008
Selskab 16	-0,007	0,009	0,010	-0,007	0,012	0,018
Selskab 17	-0,002	-0,002	-0,009	-0,009	-0,018	-0,053 *
Selskab 18	0,009	0,013	0,010	-0,003	0,013	0,017
Selskab 19	0,012	0,011	0,009	0,010	0,009	-0,003
Selskab 20	0,009	0,011	0,007	0,009	0,009	-0,005
Selskab 21	0,009	0,012	0,012	0,015	0,012	0,001
Selskab 22	-0,006	-0,005	-0,007	-0,08	-0,007	-0,016
Selskab 23	0,013	0,023 **	0,005	0,007	0,020	0,000
Selskab 24	-0,049 ***	-0,048 ***		-0,069 ***	-0,064 ***	
Selskab 25	-0,011	-0,019 *	-0,021 *	0,000	-0,015	-0,020
Årsdummies for 2005-2017	x			x		
Årsdummies for 2011-2017		x	x		x	
Aktivklasseandele				x	x	x
R-sq	0,85	0,89	0,91	0,85	0,89	0,92
Antal observationer	325	175	150	323	173	148

Anm. 1: *=Signifikansniveau mellem 0,05 og 0,1; **Signifikansniveau mellem 0,01 og 0,05; ***Signifikansniveau lavere end 0,01

Anm. 2: Investeringsafkastet er for gennemsnitsrenteprodukter.

Anm. 3: Data vedr. investeringsomkostninger for selskab 24 er ikke tilgængelig, og det er dermed heller ikke muligt at beregne deres bruttoafkast.

Anm. 4: Ud fra Shapiro-Wilk W test kan det afvises, at fejlleddene er normalfordelte. Parameterestimaternes P-værdier, særligt dem der er større end 0,01, skal derfor fortolkes med varsomhed.

Anm. 5: De fuldt specificerede regressionsanalyser er vist i bilag 8: udvidet regressionstabel

Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af pensionsselskaberne samt data fra pensionsselskabernes årsrapporter og Finanstilsynet.

Det bruttoafkast, der er benyttet i regressionsanalysen, er som nævnt beregnet som nettoafkastet plus de omkostninger, som opsparerne får oplyst. Disse omkostninger svarer ikke altid til selskabernes reelle omkostninger, da selskaberne kan have en fortjeneste ved at investere opsparernes formue. Regressionsanalyser baseret på selskabernes oplyste, reelle omkostninger ændrer dog ikke på det overordnede resultat, nemlig at der ikke er selskaber, som har leveret signifikant højere/lavere afkast end gennemsnittet for så vidt angår den opsparing som er bundet i *gennemsnitsrenteprodukter*.

Ved brug af et alternativt datasæt er der også udarbejdet en analyse af, om nogle selskaber har fået et afkast for *markedsrenteprodukter*, der er signifikant højere/lavere end gennemsnittet. De anvendte data omfatter ikke afkast ned på aktivklasseniveau, men til gengæld information om afkast baseret på bl.a. opsparernes alder. Idet der generelt investeres med lavere risiko, når der for opspareren er få år til pension, er alder benyttet som en proxy for risiko i stedet for aktivklasseandele. Det alternative datasæt er stillet til rådighed af F&P og indeholder oplysninger for 11 selskaber i perioden 2011-2017.

Resultatet af den økonometriske analyse viser, at der ikke er nogen af de 11 pensionsselskaber, der havde et signifikant højere eller lavere brutto/nettoafkast end gennemsnittet i perioden. Resultatet er således i tråd med resultaterne i tabel 4.5.

Samlet set er der, ud fra analyser af afkast for både gennemsnitsrente og markedsrenteprodukter ikke tegn på, at selskaber får et signifikant højere eller lavere risikojusteret afkast end gennemsnittet over længere perioder, jf. tabel 4.6. Dette gælder både når netto- og bruttoafkast anvendes som afkastvariabel. Dog er der et enkelt selskab, der har fået et signifikant dårligere nettoafkast end gennemsnittet for gennemsnitsrenteprodukter.

Tabel 4.6 **Har nogen selskaber signifikant højere eller lavere afkast end gennemsnittet?**

	Afhængig variabel og tidsperiode	Selskaber med et signifikant højere afkast	Selskaber med et signifikant lavere afkast
Gennemsnitsrenteprodukter	Nettoafkast (2005-2017)	Ingen	Ét selskab
	Nettoafkast (2011-2017)	Ingen[2]	Ét selskab
	Bruttoafkast (2011-2017)	Ingen	Ingen[1]
Markedsrenteprodukter	Nettoafkast (2011-2017)	Ingen	Ingen
	Bruttoafkast (2011-2017)	Ingen	Ingen

Note 1: Selskabet med signifikant lavere nettoafkast for gennemsnitsrenteprodukter er pga. manglende omkostningsdata ikke inkluderet i modellen for bruttoafkast.

Note 2: I den økonometriske model, hvor der kontrolleres for både årsvariation og risiko, er der ingen selskaber, der har et signifikant højere nettoafkast end gennemsnittet i perioden 2011-2017. I modellen, som kontrollerer for årsvariation, men ikke risiko, er der dog ét selskab, der har et signifikant højere nettoafkast.

Anm.: Signifikansniveau på 0,05.

Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af pensionsselskaberne samt data fra pensionsselskabernes årsrapporter og Finanstilsynet.

Hvis der er selskaber, der formår at klare sig bedre end andre i en periode, kan det som nævnt tidligere skyldes held/tilfældig variation og ikke nødvendigvis, at de har været dygtige.

De fleste studier af performancemåling sondrer ikke mellem om god performance i en periode er et udtryk for held eller dygtighed. De seneste 15-20 år er der imidlertid kommet flere bud på, hvordan man kan estimere, om de der overpræsterer, har været dygtige eller heldige (samt om de, der underpræsterer er udygtige eller uheldige). Teorien bag de mest gængse metoder

for performancemåling og hvorvidt god performance skyldes dygtighed er overordnet skitseret i boks 4.3. Et yderligere spørgsmål er herudover, om de selskaber, som med stor sikkerhed kan siges at have været dygtige (frem for heldige), også fortsat er det i fremtiden. For at vurdere det sidstnævnte kræves grundlæggende, at man ved, hvorfor den pågældende virksomhed er dygtig, og om disse specifikke karakteristika (fx visse nøglepersoner i virksomheden) også fastholdes fremover.

Boks 4.3

Metoder til at forudsige fremtidig afkast samt metoder til at skelne mellem held og dygtighed.

Risiko- og afkastmodeller er et redskab til aktiv forvaltning af investeringer. Risiko- og afkastmodeller søger at beskrive sammenhængen mellem et aktivs risikofaktorer og det forventede afkast på aktivet. Den nok mest anvendte model er den såkaldte Capital Asset Pricing Model (CAPM), som blev introduceret i 1960'erne af blandt andre William Sharpe[157]. Ifølge modellen kan afkastet på et risikofyldt aktiv bestemmes som afkastet på et risikofrit aktiv plus risikopræmien på markedet $(R_m - R_f)$, justeret for aktivets systematiske risiko/følsomhed over for markedet (β_0)

$$E(R) = R_f + \beta_0(R_m - R_f)$$

hvor $E(R)$ er det forventede afkast på aktivet, R_f er den risikofri rente, β_0 er en koefficient, der måler aktivets korrelation med markedsporteføljen, og $(R_m - R_f)$ er det forventede merafkast på markedet i forhold til den risikofri rente.

En række empiriske undersøgelser har dog vist, at CAPM modellen ikke giver en god beskrivelse af afkastforskelle på tværs af aktiver, og siden da er der blevet udviklet en række multifaktormodeller. CAPM modellen blev af Fama & French i 1992 udvidet til en 3-faktormodel ved at inkludere yderligere to forklarende faktorer, nemlig Size (SMB) og Value (HML).[158]

Size-faktoren (SMB, Small Market capitalization minus Big) bygger på en formodning om, at størrelsen på virksomheden har betydning for afkastet udover, hvad samvariationen med markedsporteføljen tilsiger. Tanken er, at det er mere usikkert at investere i små virksomheder (small-cap) – som ikke umiddelbart fanges af det målte beta – hvormed investorerne kræver et større afkast for at investere i disse.

Value-faktoren (HML, High Minus Low) er forholdet mellem den bogførte værdi af egenkapitalen og markedsværdien, også kaldet Book-to-Market. Book to market er den reciprokke "indre værdi", som typisk er opgjort i børsinformation. Argumentet går på, at når man betaler mere for en aktie end den bogførte værdi, så tager man en øget risiko (højere beta), og dermed må det forventes, at virksomheden giver et tilsvarende højt afkast. Disse kaldes også vækstaktier. Fama og French´s 3-faktormodel kan beskrives som følgende:

$$E(R) = R_f + \beta_1(R_m - R_f) + b_{smb} * SMB + b_{hml} * HML$$

hvor $E(R)$ er det forventede afkast på aktivet, R_f er den risikofri rente, ß1 er en koefficient, der måler aktivets korrelationen med markedsporteføljen, R_m er det forventede afkast på markedet og b_{smb} og b_{hml} er koefficienterne for variablene SMB og HML.

[157] Sharpe (1964). Capital Asset Prices - A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk.
[158] Fama og French (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns.

Carhart[159] udvidede i 1997 modellen ved at inkludere en såkaldt momentum faktor, WML (Winners Minus Losers), der er en beskrivelse af det kortsigtede fænomen, at aktier, som har præsteret godt (eller dårligt) i en kortere historisk periode, har tendens til også at præstere godt (hhv. dårligt) i den efterfølgende kortere periode. Investeringsforeningers brug af momentum kræver en meget aktiv investeringsstrategi, som er forbundet med høje investeringsomkostninger. Effekten af momentum faktoren er derfor størst på et bruttoafkast. Carharts 4-faktor model er som følger:

$$E(R) = R_f + \beta_2\left(R_m - R_f\right) + b_{smb} * SMB + b_{hml} * HML + b_{wml} * WML$$

hvor $E(R)$ er det forventede afkast på aktivet, R_f er den risikofri rente, β_2 er en koefficient, der måler aktivets korrelationen med markedsporteføljen, $R_m$er det forventede afkast på markedet og b_{smb}, b_{hml} og b_{wml} er koefficienterne for hhv. SMB og HML og WML.

Senest har Fama og French introduceret en femfaktormodel, der bygger videre på deres trefaktormodel. I tillæg til "Size" og "Value"-faktorerne inkluderes nu også faktorer for profitabilitet og investeringer, men inkluderer ikke momentum faktoren.[160]

Modellerne kan benyttes, ex ante, som inspiration til hvordan en porteføljе skal sammensættes. De kan også bruges, ex post, til at evaluere, hvilke investeringsforeninger der historisk har klaret sig godt. Performancemål til historisk evaluering omfatter bl.a. Jensens alpha, der måler det risikojusterede merafkast. Ved Carharts 4-faktor model er Jensen alpha:

$$\alpha = E(R) - [R_f + \beta_2\left(R_m - R_f\right) + b_{smb} * SMB + b_{hml} * HML + b_{wml} * WML]$$

I praksis bliver der gennem multipel regression estimeret et alpha for hver investeringsforening med dertilhørende p-værdi. Denne p-værdi angiver sandsynligheden for, at en given forenings risikojusterede merafkast (alpha) kun afviger fra det forventede pga. statistisk tilfældighed. Hvis denne sandsynlighed er lav (typisk sættes et signifikansniveau på 5 pct.) kan nulhypotesen, at foreningen præsterer lige så godt som det forventede afvises, og det kan konkluderes, at foreningen præsterer signifikant bedre/ringere end andre.

Et centralt spørgsmål vedr. analyser om performancemåling af fx investeringsforeninger er, hvorvidt det er held eller dygtighed, der gør, at nogle præsterer signifikant bedre/ringere end andre. Der er forskellige bud på, hvordan man kan skelne mellem held/uheld og dygtighed/udygtighed jf. bl.a. Kosowski et al. (2006)[161], Fama og French (2010)[162] og Barras et al. (2010).[163]

Kosowski et al. (2006) samt Fama og French (2010) bygger videre på teorien om full luck (i modsætning til den modsatrettede gren om no luck), som overordnet set går på en antagelse om, at alle foreninger i udgangspunktet performer godt/ringe grundet held/uheld, og at der herefter ved hjælp af en særlig metode foretages en korrektion, som gør det muligt at foretage et skøn for andelen, som performer godt og som også er dygtige (ved no luck er udgangspunktet omvendt at alle foreninger performer godt/ringe grundet dygtighed/udygtighed).

---

[159] Carhart (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance.

[160] Fama og French (2015): A five-factor asset pricing model.

[161] Kosowski et al. (2006). Can Mutual Fund Stars Really Pick Stocks? New evidence from a Bootstrap Analysis.

[162] Fama og French (2010). Luck versus Skill in the cross-section of mutual fund returns.

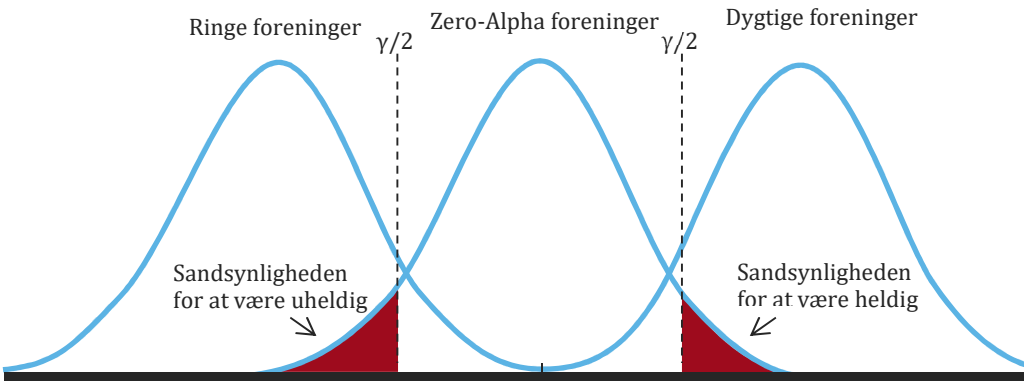
[163] Barras et al. (2010). False discoveries in mutual fund performance: Measuring luck in estimated alphas.

Barras et al. (2010) introducerede False Discovery Rates (FDR) metoden til performancemåling af investeringsforeninger. FDR stammer oprindeligt fra den naturvidenskabelige litteratur og blev først introduceret af Benjamini og Hochberg (1995)[164] og senere videreudviklet af Storey (2002).[165] Til forskel fra Kosowski et al. (2006) samt Fama og French (2010) har Barras et al. (2010) ingen grundlæggende antagelser om fordelingen af heldige/uheldige og dygtige/udygtige foreninger.

FDR-metoden har til formål et estimere andelen af dygtige og ringe foreninger (foreninger med hhv. signifikant positive og negative alpha-værdier, efter der er korrigeret for held/uheld), samt andelen af de foreninger, som hverken er signifikant dygtige eller ringe (zero-alpha foreninger).

Nogle gange vil nogle zero-alpha foreninger præstere godt eller ringe pga. held eller uheld, men bliver i udgangspunktet kategoriseret som signifikant dygtige/ringe.[166] Disse betegnes som False Discoveries og er illustreret i figur 1 ved de markerede områder.

Figur 1: **Illustration af False Discoveries**



Anm.: I FDR-metoden justeres der for sandsynligheden for, at en forenings gode/dårlige præstationer er grundet held/uheld (False Discoveries), og er illustreret ved de markerede områder.

Kilde: Modificeret efter Barras et al. (2010) og Jensen et al. (2014)

Jo større den sande andel af zero-alpha foreninger er, jo større antal foreninger vil derfor være false discoveries. Udfordringen ved FDR-metoden ligger dermed i at bestemme den sande andelaf zero-alpha foreninger samt at sætte et passende signifikansniveau. Metoden til at estimere den sande andel af zero-alpha foreninger bygger på, at zero-alpha foreningers p-værdier følger en uniform fordeling, for p-værdier større end en vist niveau. Dette niveau findes ved at dele foreningernes p-værdier ind i 10 lige store intervaller fra 0 til 1, og andelen af foreninger i hvert interval bliver bestemt. I de intervaller hvor p-værdierne viser sig at være tilnærmelsesvist ens, fx i intervallerne fra 0,3 til 1, antages det nu, at alle foreninger er zero-

[164] Benjamini og Hochberg (1995). Controlling the false discovery rate: A practical and powerful approach to multiple testing.
[165] Storey (2002). A direct approach to False Discovery Rates.

alfa foreninger.[167] Den sande andel af zero-alfa foreninger findes dermed ved at skalere antallet af zero-alfa foreninger i det angivne interval (større end signifikansniveauet) til hele intervallet fra 0 til 1.

Metoden går altså grundlæggende ud på estimere den sande andel af zero-alpha foreninger. Når det er gjort, estimeres den statistiske andel af false discoveries som den sande andel af zero discoveries multipliceret med signifikansniveauet. Halvdelen af disse false discoveries er dygtige og skal altså fratrækkes (korrigeres med) de foreninger med signifikant positive alpha-værdier, mens den anden halvdel er ringe og skal fratrækkes (korrigeres med) de foreninger med signifikant negative alpha-værdier.

Cuthbertson et al. (2010) konkluderer bl.a. på baggrund af amerikanske og engelske studier: "There are a few "top funds" who demonstrate skill, but the majority have either no skill and do well because of luck or, perform worse than bad luck and essentially waste investors time and money". Ifølge et udpluk af internationale studier, der alle benytter Carharts 4-faktor model, ligger andelen af dygtige investeringsforeninger mellem næsten ingen (<1 pct.) og ca. 10 pct., jf. tabel 4.7

Et nyere dansk studie (Jensen et al. 2014) undersøger afkast for danske investeringsforeninger i perioden 2004-2013. Ud fra de fire forklarende variable "risikopræmie", "Size", "Value" og "Momentum" (jf. boks 4.3) konkluderer de, at der ikke er en statistisk signifikant tendens til, at de samme foreninger over tid performer godt efter omkostninger[168]. Analysen viser endvidere, at 10,6 pct. af de undersøgte foreninger er dygtige, 23,9 pct. er ringe, mens de resterende 65,5 pct. hverken kan siges at være dygtige eller ringe. Den estimerede andel af dygtige foreninger ligger i den høje ende i forhold til den internationale litteratur. Det skal ses i lyset af, at forfatterne har sat et højere signifikansniveau som grænse for, hvilke investeringsforeninger, der skal kontrolleres for held versus dygtighed.

Tabel 4.7 **Held versus dygtighed i investeringsforeninger**

Forfattere	År	Marked	Tidsperiode	Model	Hovedkonklusion
Kosowski et al.	2006	US	1975-2002	4-faktor	5-10 pct. dygtige foreninger
Cuthbertson et al.	2008	UK	1975-2002	4-faktor	5-10 pct. dygtige foreninger
Fama og French	2010	US	1984-2006	4-faktor	Meget få dygtige foreninger
Barras et al.	2010	US	1976-2006	4-faktor	0,6 pct.- 2,4 pct. dygtige foreninger
Cuthbertson et al.	2012	UK	1990-2002	4-faktor	2 pct - 3,7 pct dygtige foreninger
Jensen et al.	2014	DK	2004-2013	4-faktor	10,6 pct dygtige foreninger

Kilde: Modificeret på baggrund af Jensen et al. (2014)

Ifølge litteraturen vedr. persistens er det således et fåtal af investeringsforeninger, der over en længere periode kan "slå" markedet som en følge af egentlig dygtighed (og ikke rent held).

[167] I eksemplet her er der anvendt et signifikansniveau på 0,3. Barras et al. (2010) angiver at der ved et signifikansniveau over 0,5 eller 0,6 approksimativt vil være en uniform fordeling, mens Storey (2004) anvender en mere avanceret metode til præcist at identificere det mest optimale signifikansniveau. Den anvendte metode bygger grundlæggende på en undersøgelse af hvilken Lambda* der minimerer estimatet for MSE (Mean-Squared Error)

[168] Jensen et al. 2014. Performanceevaluering af danske investeringsforeninger – ny metode til justering for held/uheld.

Omvendt er der relativt flere investeringsforeninger, der konsekvent underpræsterer på grund af mangel på dygtighed.

4.4 Aktiv og passiv investeringsstrategi

En central opgave for kapitalforvaltere i både pensionsselskaber og i investeringsforeninger/banker, der tilbyder samlede porteføljeplejeprodukter, er at investere og forvalte kundernes opsparing, herunder beslutte, hvorvidt man følger en aktiv eller passiv investeringsstrategi. Ved aktiv investering tages der en aktiv beslutning om, hvilke specifikke aktiver der skal investeres i, fx med afsæt i et særligt kendskab hertil. Alternative investeringer i grunde og bygninger, infrastruktur og unoterede aktier kræver en aktiv investeringsstrategi, mens børsnoterede aktier og obligationer både kan være aktivt eller passivt investeret. I takt med et faldende renteniveau er der kommet mere fokus på alternative investeringer for at opnå tilfredsstillende afkast til opspareren. Der er desuden kommet fokus på bæredygtige investeringer, som også kan fordre en mere aktiv forvaltning. Pensionsselskaber og investeringsforeninger tilbyder derfor ofte pensions- og/eller formueplejeprodukter, der består af en kombination af både aktive og passive investeringer. Desuden skal det nævens at en passiv investering normalt også kræver en vis (aktiv) pleje.

En investeringsforening har typisk forskellige afdelinger/fonde, der investerer i hver sin type værdipapirer. Disse afdelinger kan enten være aktivt eller passivt forvaltet eller have en vis grad af aktiv forvaltning, jf. boks 4.4. En passivt forvaltet forening har til formål at sætte investeringerne sammen, så afdelingens afkast tæt følger et relevant markedsindeks. Den passive investering giver altså et afkast svarende til gennemsnittet for de aktier m.m., der indgår i markedsindekset, jf. boks 4.4.

Boks 4.4
Passivt og aktivt forvaltede investeringer

En passivt forvaltet afdeling, også kaldet en indeksfond, er karakteriseret ved at have en porteføljesammensætning, der ligger tæt op ad et valgt markedsindeks, fx S&P 500. Ud over geografisk bestemte markedsindeks kan indeksfonde også følge markeder inden for fx en bestemt sektor eller inden for en bestemt størrelse virksomheder. Indeksfonde er typisk billigere at forvalte end aktivt forvaltede afdelinger, da der ikke skal bruges ressourcer på aktivt at tage stilling til aktieporteføljen. Der kan dog være løbende handelsomkostninger til at bibeholde en portefølje, der netop svarer til det pågældende indeks.

En aktivt forvaltet afdeling er derimod karakteriseret ved, at en porteføljemanager sammensætter en portefølje af aktiver, som afviger fra sammensætningen af det valgte referenceindeks med det formål at gøre det bedre end markedet. Den aktive strategi indebærer således en mulighed for, at afkastet bliver højere end markedsindekset. Idet der er forøgede omkostninger ved at forvalte en portefølje aktivt i forhold til passivt, er målet for den aktive porteføljeforvalter at få et afkast efter omkostninger, der er mindst lige så stort som ved en passiv placering med samme risiko.

I praksis kan en aktivt forvaltet afdeling have varierende grader af aktiv forvaltning. Således kan en aktivt forvaltet afdeling bruge mere eller mindre tid på at analysere forskellige aktiver, for at bestemme om den skal indgå i porteføljen og med hvilken andel. Der er derfor udviklet en række indikatorer, der har til formål at beskrive graden af aktivforvaltning i en afdeling. Fx er indikatoren *active share* et mål for hvor meget en portefølje afviger fra et relevant markedsindeks.

$$Active\ share = ½ * \sum_{i=1}^{n} |WF_i - WI_i|$$

hvor WI_i angiver aktiv *i´s* andel af den samlede portefølje for investeringsforeningen og WI_i angiver aktiv *i´s* andel af den samlede portefølje for et relevant markedsindeks. Finanstilsynet anvender et pejlemærke for, hvornår en forening er aktivt forvaltet[169]. Ifølge dette pejlemærke er en afdeling aktivt forvaltet, hvis det har en active share på mere end 60 pct., mens det er passivt forvaltet, hvis det har en active share på mindre end 20 pct.

Den passive investor kan, ifølge et teoretisk argument Sharpe (1991), under en række antagelser i gennemsnit forventes at opnå et bedre nettoafkast – dvs. afkast fratrukket forvaltningsomkostninger - end den aktive investor, jf. boks 4.5. Det er de højere omkostninger ved aktiv forvaltning, der grundlæggende betyder, at passiv forvaltning *i gennemsnit* forventes at få et højere nettoafkast.

Der er væsentlig forskel på omkostningerne ved aktivt hhv. passivt forvaltede investeringsforeninger. For en gennemsnitlig dansk, aktivt forvaltet investeringsforening baseret på udenlandske aktier ligger ÅOP således på 2,1 pct., mens ÅOP for tilsvarende passivt forvaltede afdelinger er på 0,8 pct.[170] Det vil altså sige, at de aktive investeringsafdelinger for udenlandske aktier systematisk skal performe godt 1,3 procentpoint bedre end de passive investeringsafdelinger for at have samme afkast efter omkostninger. For danske investeringsforeninger der er

[169] Finanstilsynet (2013). Markedsudvikling 2013 – Investeringsforeninger, specialforeninger og hedgeforeninger.
[170] MiFID II og investeringsforeningers betaling af formidlingsprovision (2015)

baseret på danske aktier, er omkostningsforskellen cirka 1 procentpoint, mens forskellen for de investeringsforeninger der baserer sig på danske obligationer er på ca. 0,2 pct.[171]

Resultaterne fra litteraturen om investeringsforeninger kan ikke overføres direkte på den danske pensionssektor, men de illustrerer, at man skal være meget opmærksom på, om de omkostninger, der er forbundet med en mere aktiv investeringsstrategi også tjenes hjem i form af et højere afkast. Hvis det ikke er tilfældet kan det have markant betydning for levevilkårene som pensionist.

Boks 4.5
Aritmetikken for aktiv forvaltning

Ifølge Sharpe's (1991) "The Arithmetic of Active Management"[172] vil passiv forvaltning altid i gennemsnit vinde over aktiv forvaltning. Argumentet tager afsæt i, at markedet udgøres af henholdsvis aktive og passive investorer. Når passive investorer har et afkast før omkostninger svarerende til markedets afkast, så må aktive investorer også i gennemsnit have et afkast før omkostninger svarende til markedet. Da omkostninger ved aktiv forvaltning er højere end ved passiv forvaltning, kan det dermed konkluderes, at det gennemsnitlige afkast fra aktiv forvaltning efter omkostninger må være lavere end afkastet fra passiv forvaltning efter omkostninger.

Sharpe´s teori har to implicitte antagelser. Den første antagelse er, at en passiv investor er en, som har andele af alle aktier på markedet, og at fordelingen af disse andele svarer til virksomhedernes relative størrelse på markedet. Hvis dette er sandt, må det nødvendigvis, ud fra simple algebra, være sådan, at den passive og den aktive investor har samme afkast før omkostninger.

Den næste antagelse er, at aktive forvaltere har højere omkostninger end passive forvaltere. Denne antagelse bygger på, at den aktive investor har øgede lønomkostninger til analyse- og valg af aktiver samt øgede omkostninger til køb og salg. Dette er ikke nødvendigvis altid rigtigt. Passive fonde, der tilnærmelsesvist skal opfylde den første antagelse, skal handle fortløbende for at tilpasse ændringerne i markedet. Udover handelsomkostninger medfører dette de såkaldte "index turnover costs", som opstår ved, at indeks-investoren køber til for høj pris og sælger til en for lav pris, når indekset skal justeres .[173] Teoretisk set kan det derfor ikke afvises, at omkostningerne ved passiv forvaltning i nogle tilfælde er højere end omkostningerne ved aktiv forvaltning. For en detaljeret diskussion af Sharpe´s artikel henvises til Pedersen (2018).[174]

Der findes enkelte studier, der peger på, at aktive investorer kan have særlige "stockpicking skills", som gør dem i stand til at generere overnormale afkast.[175] Disse studier peger på, at investeringsforeninger med en høj grad af aktiv forvaltning (active share) både kan opnå et højere *brutto- og netto*afkast – dvs. et større afkast både før og efter omkostningerne er trukket fra - end investeringsforeninger med en lav grad af aktiv forvaltning. Et nyere studie af Sheng et al. viser desuden med en fem-faktor model, der bl.a. korrigerer for, at investeringsforenin-

[171] Til sammenligning ligger ÅOP for danske pensionsselskaber (markedsrenteprodukter) gennemsnitligt på 0,9 pct. i perioden 2011-2017. Dette inkluderer alle typer investeringer.

[172] Sharpe (1991). The Arithmetic of Active Management.

[173] Solative (2018). Index turnover costs - the hidden costs of transparency.

[174] Pedersen (2018). Sharpening the arithmetic of active management. Bemærk at hvor "index turnover costs" i ovenstående bliver betragtet som en større omkostning for de passive investorer, så betragter Pedersen (2018) dem ikke som en omkostning, men derimod som værende en del af afkastet. Han argumenterer dermed for, at aktive forvaltere kan have større afkast end passive investorer før omkostninger, dvs. at kapitalmarkedet ikke er et nul-sumspil men derimod et plus-sumspil, og at dette ekstra bruttoafkast genereret af aktive forvaltere i nogle tilfælde kan være stort nok til også at generere et positivt afkast efter omkostninger.

[175] Petajisto (2013) Active share and mutual fund performance; Cremers og Petajisto (2009) How active is your fund manager? A new measure that predicts performance.

ger med høje omkostninger ofte specialiserer sig i foreninger med lav profit og høje investeringsomkostninger, at foreninger med høje omkostninger opnår et nettoafkast i samme størrelsesorden som investeringsforeninger med små omkostninger.

De fleste nyere videnskabelige artikler når imidlertid frem til, at et eventuelt bruttomerafkast ved aktiv forvaltning ikke kan kompensere for de øgede omkostninger ved aktiv forvaltning. En undersøgelse af Morningstar[176] viser, at investeringsforeninger med lave omkostninger (laveste fraktil) giver et højere gennemsnitligt nettoafkast (dvs. afkast efter omkostninger) sammenlignet med investeringsforeninger med høje omkostninger. Dette gælder for alle investeringskategorier. Denne omvendte proportionalitet mellem omkostninger og nettoafkast i investeringsforeninger er også vist i videnskabelige studier som fx Ferri (2014) og Bechmann og Rangvid (2007), jf. boks 4.6. Det betyder, at de ekstra omkostninger, der er ved en aktiv forvaltning, i gennemsnit er større end det eventuelle ekstra bruttoafkast, som den aktive forvaltning i gennemsnit giver anledning til. Med andre ord gælder det således, at forvaltere af investeringsfonde kan være dygtige og dermed opnå et merafkast før omkostninger, men de er gennemsnitligt ikke dygtige nok, og opnår dermed ikke et merafkast, der kan dække deres egne investeringsomkostninger.

De fleste internationale studier peger således på at aktivt forvaltede investeringsfonde generelt ikke synes at generere et højere afkast efter omkostninger end passivt forvaltede investeringsfonde. Hvis der kan ses en tendens, er det nærmere, at de passive fonde skaber det højeste afkast efter omkostninger, jf. boks 4.6.

Boks 4.6
International litteratur vedr. aktiv/passiv forvaltning samt performance persistens i investeringsforeninger

Hovedresultatet i de fleste videnskabelige studier er, at investeringsforeninger på et overordnet plan enten performer neutralt ift. deres benchmark eller underperformer. Imidlertid er der investeringsforeninger, der konsekvent performer godt i en given periode, men dette kan for langt størstedelen tilskrives held frem for dygtighed. Omvendt er der en større andel af de investeringsforeninger, der klarer sig konsekvent dårligt, og som kan tilskrives mangel på dygtighed (udygtighed) frem for uheld.

Sheng, Simutin og Zhang (2019) har udarbejdet et working paper, der kommer med en mulig forklaring på den i litteraturen veldokumenterede inverse sammenhæng mellem omkostningerne i en investeringsforening og nettoafkast. Forfatterne mener at denne sammenhæng er en konsekvens af, at der i disse modeller ikke er korrigeret for, at foreninger med høje omkostninger ofte specialiserer sig i aktier med lav profit og høje investeringsomkostninger. Ud fra et datasæt på 2.828 fonde i perioden 1980 til 2017 finder forfatterne, at når der korrigeres for disse faktorer, vil investeringsforeninger med høje omkostninger opnå et større bruttoafkast end foreninger med lave omkostninger og opnå et nettoafkast i samme størrelsesorden som foreninger med lave omkostninger.

Standard & Poor's (2018) udgiver halvårligt the S & P Persistence Scorecard med overskriften: "Does Past Performance Matter?" Her ser man bl.a. på om de amerikanske equity funds, som var blandt de 50 pct. bedste i en given 12 måneders periode, også er blandt de bedste i de 4 efterfølgende 12 måneders perioder. I perioden sep. 2013 til sep. 2017 var det 4,7 pct. af large-cap, 6,5 pct. af mid-cap og 5,5 pct. af small-cap fonde, der i hele perioden var blandt de 50 pct. bedste, hvilket omtrent svarer til det forventede, hvis det antages, at alle performer lige godt.

[176] Kennel (2010). How Expense Ratios and Star Ratings Predict Success.

Gerakos, Linnanianmaa & Morse (2018) har udarbejdet en analyse af 2.818 udenlandske porteføljeforvalteres performance. De konkluderer på baggrund af analysen, at porteføljeforvalterne generelt klarer sig bedre end "benchmark" før omkostninger, men neutralt i forhold til benchmark efter omkostninger.

Bechmann & Nielsen (2015) har udarbejdet en rapport for BankInvest, der skal belyse 1) afkast for aktive og passive danske investeringsfonde, herunder effekten af at der i omkostningerne ved aktive fond er indeholdt betaling for investeringsrådgivning. Der konkluderes bl.a. på baggrund af et datasæt med 722 investeringsfonde, at hverken aktive eller passive fonde i gennemsnit er i stand til at slå deres eget benchmark efter omkostninger, og at denne underperformance er størst blandt aktive foreninger. Korrigeres der for den maksimale formidlingsprovision,177 således at afkastet måles som nettoafkast plus formidlingsprovision, forvinder den generelle underperformance for aktive, men ikke for passive fonde. Sidstnævnte resultat skal ses i lyset af, at det i denne del af analysen ikke har været muligt for forfatterne at kontrollere for eventuel survivorship bias, samt at der ikke er tale om en faktisk formidlingsprovision, men derimod en maksimal formidlingsprovision.

Ferri (2014) konkluderer, at aktive fonde har en mindre chance for succes end passive fonde og at sandsynligheden for, at en portefølje af aktive fonde slår en tilsvarende portefølje med passive fonde, er omvendt proportional med tidsperioden, antallet af fonde i porteføljen og antallet af aktive fonde i hver aktivklasse. I en portefølje med 10 fonde af forskellig karakter i perioden 2003-2012 "vinder" indeksporteføljen i 90 pct. af tilfældene.

Jensen et al. (2014) viser, at 17 ud af 89 danske investeringsfonde har slået markedet i perioden 2004-2013 ved at præstere et signifikant positivt merafkast. Forfatterne korrigerer for held/uheld i deres undersøgelse ved hjælp af False Discovery Rates (FDR) metoden og finder herefter, at foreningernes overperformance for ni af foreningerne (10,6 pct.) skyldes, at de er "dygtige" og for otte, at de har været "heldige". Forfatterne finder også, at 30 ud af de 89 foreninger har en signifikant negativ relativ performance. Underperformance skyldes for 19 af foreningerne (23,9 pct.), at de ikke har været dygtige (udygtighed), mens det for resten skyldes, at de har været uheldige. Forfatterne undersøger desuden persistens ved både at lave én parametrisk test og to ikke-parametriske tests. Ingen af de 3 tests viste nogen signifikant grad af persistens i investeringsforeningernes præstationer.

Petajisto (2013) konkluderer på baggrund af en analyse, at den gennemsnitlige aktivt forvaltede investeringsafdeling har underpræsteret med 0,41 pct. i forhold til (et passivt) benchmark efter omkostninger. Forfatteren har desuden delt de aktivt forvaltede op i 5 grupper, afhængig af graden af aktiv forvaltning. Her viser resultaterne, at gruppen med de mest aktivt forvaltede afdelinger har været i stand til at slå deres benchmark med ca. 1,26 pct. om året efter omkostninger. Derimod har de mindre aktivt forvaltede afdelinger (de resterende 4 grupper) kun lige akkurat opnået et bruttoafkast, der matcher deres benchmark, hvilket indebærer, at de har underpræsteret, når man ser på investors afkast efter omkostninger. Forfatteren anbefaler på den baggrund, at investorer enten skal gå efter de allermest aktivt forvaltede fonde eller en indeksafdeling med lave omkostninger.

Christensen (2012) finder i en undersøgelse af 71 danske investeringsforeninger mellem 2001 og 2010, at der er meget stor forskel i nettoafkastet for de forskellige foreninger. Undersøgelsen viser, at 30 foreninger (42 pct.) har haft en signifikant negativ performance, mens 5 foreninger (7 pct.) har haft en signifikant positiv performance. Undersøgelsen undersøgte hverken for persistens, eller om den hovedsageligt negative performance skyldes uheld eller udygtighed.

[177] Den maksimale formidlingsprovision er i artiklen defineret som den maksimale betaling for distributionsapparatet, herunder at rådgive kunden,

Engsted et al. (2011) finder blandt andet, at ingen systematisk kan "slå markedet" og derved skabe et højere afkast, og at investeringsforeninger ofte er omkostningstunge ift. direkte investering, især i danske værdipapirer. En investeringsforenings historiske afkast kan efter forfatternes mening ikke bruges til at forudsige det fremtidige afkast. De konkluderer, at omkostningsniveauet er en rimelig indikator for omkostningsniveauet fremover. Forfatterne anbefaler at detailinvestorer primært kigger på omkostninger, når de skal investere og ikke på historisk afkast over de sidste fx3 eller 5 **år.**

Fama og French (2010) undersøger mere end 3.100 aktivt forvaltede investeringsforeninger på det amerikanske marked mellem 1984 og 2006. Forfatterne fremfører, at aktive og passive foreninger klarer sig præcis lige godt målt på bruttoafkast, og at aktive foreninger således er dårligere, fordi de har høje omkostninger. Derudover finder de, at 3 pct. af markedet har performet godt, og at dette primært må tilskrives held. Til gengæld konkluderes, at de investeringsforeninger, der har præsteret under middel, ikke kun kan tilskrives uheld, men for en stor dels vedkommende dårlig forvaltning.

Barras et al. (2010) undersøger 2000 amerikanske, aktiebaserede investeringsfonde over perioden 1975-2006. De konkluderer, at andelen af dygtige forvaltere er faldet over tid. I 1989 var der 14,4 pct. dygtige og 9,2 pct. udygtige forvaltere, mens andelene af hhv. dygtige og udygtige forvaltere i 2006 var 0,6 pct. og 24 pct. Forfatterne argumenterer desuden for, at det især er de nye fonde, der har vist sig at være udygtige.

Cuthbertson et al. (2010) har en længere gennemgang af litteratur ift. performance for investeringsforeninger. Hovedkonklusionen er, at den gennemsnitlige aktive investeringsfond i USA og UK ikke har unormalt høje nettoafkast. De konkluderer også, at der er få "top investeringsforeninger", der demonstrerer dygtighed, mens de fleste præsterer høje afkast pga. held. En anden konklusion er, at persistens blandt de bedste 10 pct. normalt ikke varer længere end 1 år, mens der er en stærk evidens for, at der er persistens blandt den dårligste halvdel af investeringsforeninger. Cuthbertson konkluderer således, at historiske afkast ikke giver meget information om, hvilke investeringsforeninger man som investor skal købe, men nyttig information om hvilke investeringsforeninger man skal undgå.

Cremers and Petajisto (2009) analyserer om der er forskel på afkast mellem aktive og mindre aktive amerikanske investeringsforeninger fra 1980 til 2003. Analysen omfatter 2647 foreninger. De finder, at de mest aktive investeringsforeninger (målt på active share) opnår et signifikant højere brutto- og nettoafkast end deres respektive benchmarks, mens de mindst aktive investeringsforeninger (der ikke er indeksfonde) har et lavere afkast end deres respektive benchmarks.

Bechman og Rangvid (2007) finder ud fra en analyse af danske investeringsforeninger i perioden 1994-2003, at afdelinger med lave omkostninger på længere sigt i gennemsnit giver et bedre afkast end afdelinger med høje omkostninger. Investorer kan i perioden opnå et risikojusteret merafkast på 3-4 pct. ved investering i de 10 pct. af foreningerne, som har de laveste omkostninger sammenlignet med de 10 pct. foreninger med de højeste omkostninger inden for samme kategori af afdelinger.

Kosowski et al. (2006) undersøger om grunden til at nogle forvaltere leverer en hhv. bedre eller dårligere performance over tid, er held eller dygtighed. Analysen omfatter 2.118 amerikanske investeringsfonde fra 1975 til 2002. Forfatterne konkluderer, at det er ekstremt usandsynligt, at de bedste 10 pct. kun performer godt som en følge af held alene. Specifikt finder de, at der blandt vækstorienterede fonde er en stærk evidens for, at der eksisterer overnormal performance, og at der er persistens i denne performance.

Christensen (2003, 2004) finder i en undersøgelse af 45 danske investeringsforeningers performance mellem 1996 og 2003, at foreningerne (a) generelt havde performet neutralt i forhold til relevante benchmark, dvs. foreningerne gjorde det "lige så godt" som de relevante benchmark efter, at omkostninger var trukket ud af afkast, (b) at de ikke havde været i stand til at opnå market timing og (c), at der ikke var tegn på performance persistens, dvs. at det var tilfældigt, hvilke foreninger der performede bedst hhv. dårligst fra år til år.

Wermers (2000) har udarbejdet en omfattende analyse af afkast i aktive amerikanske investeringsforeninger i perioden 1974-1994. Han finder, at aktive forvaltere kan slå markedet målt på bruttoafkast, men at dette merafkast ikke er stort nok til at dække omkostninger og gebyrer. Således opnår aktive investeringsforeninger et signifikant lavere nettoafkast end markedet.

Carhart et al. (1997) viser ud fra en database med 1.892 amerikanske investeringsforeninger fra 1962 til1993, at de fleste investeringsforeninger ikke kan slå markedet efter investeringsomkostninger. Han konkluderer yderligere, at investeringsomkostninger er negativt relateret til performance.

Hvis aktiv forvaltning antages at medføre samme nettoafkast som en mere passiv men diversificeret strategi, vil det samfundsøkonomisk være mest tillokkende at følge den passive strategi. Det skyldes, at de ekstra resurser, der bruges til aktiv forvaltning kan anvendes til andre formål, uden at opsparerens afkast svækkes. Det forudsætter dog, at den aktive forvaltning ikke medfører andre gevinster, fx et mere velfungerende marked. Der kan således være samfundsøkonomiske bivirkninger ved passive investeringsstrategier, som fx øget risiko for kursanomalier, uhensigtsmæssige allokeringer af ressourcer og regnskabssvindel.[178]

4.5 Krydsejerskab

Baggrund
Danske pensionsselskaber administrerer meget store midler, der skal investeres for at skabe et afkast af kundernes pensionsindbetalinger. En væsentlig andel af disse midler investeres i danske virksomheder - børsnoterede såvel som unoterede.

OECD har haft fokus på hvordan store institutionelle investorer, herunder pensionsselskaber, kan påvirke adfærden i de virksomheder, der investeres i.[179] I nogle tilfælde kan ejerskabet have en sådan karakter, at der fra pensionsselskabets side kan være en tilskyndelse til at påvirke konkurrencen negativt på de markeder, der investeres i. Det kan fx gøre sig gældende, hvis en investor har bestemmende indflydelse i to konkurrerende virksomheder. Investoren kan da have incitament til at sikre, at de to virksomheder i mindre grad konkurrerer med hinanden, og at priserne dermed påvirkes i en opadgående retning. Det skyldes, at en sådan strategi kan øge den samlede profit i de to virksomheder til gavn for den institutionelle investor, men til skade for forbrugerne. Udfordringen kan være særligt udtalt, hvis der er tale om bestemmende indflydelse i relativt koncentrerede sektorer.

Effekten af institutionelt krydsejerskab vil umiddelbart være størst, hvis den institutionelle investor udøver aktivt ejerskab ved at benytte medbestemmelsesretten i virksomhederne, som investoren har ejerandele i. Det er dog også muligt, at der vil være en effekt, selv hvis investoren er passiv ejer.

For empirisk at vise om institutionelt krydsejerskab vil føre til unilaterale effekter såsom forhøjede produktpriser, er der brug for mål til at klarlægge i hvilken grad, en virksomheds investorer også har andele i konkurrerende virksomheder. Et mål for dette er et udvidet Herfindahl-Hirschman indeks (MHHI), som består af markedskoncentration på et marked uden

[178] Bechmann og Pedersen (2017). Aktiv kontra passiv forvaltning.
[179] OECD (2017). Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition – Background note by the secretariat.

krydsejerskab (HHI) plus et mål for institutionel krydsejerskabskoncentration (MHHI delta). MHHI delta måler i hvilken grad konkurrerende virksomheder er knyttet til hinanden gennem samme institutionelle investorer. MHHI er således det samlede mål for markedskoncentrationen på et marked med institutionelt krydsejerskab.

Elhauge (2016)[180] anbefaler konkurrencemyndigheder, at undersøge konkurrenceforvridende elementer for markeder med horisontale ejerandele, som resulterer i en *MHHI delta* på over 200, og en *MHHI* der overstiger 2500. Beregning af MHHI kræver en god fornemmelse af hvordan markedet ser ud, således at markedet kan afgrænses på en fornuftig vis. Samtidig kræver det, at der kan findes information om virksomhederne på det afgrænsede marked og disse virksomheders omsætning.

Erfaringer med institutionelt krydsejerskab i udlandet og i Danmark
Analyser af flere amerikanske markeder har vist, at institutionelt krydsejerskab ikke blot er et teoretisk problem, men kan have reelle konkurrencebegrænsende effekter. Således er der empirisk evidens for konkurrencebegrænsende effekter på det amerikanske bank-, luftfarts- og medicinalmarked, jf. boks 4.7.

Boks 4.7
Eksempler på effekter af institutionelt krydsejerskab

Omfanget af institutionelt krydsejerskab i den amerikanske flybranche og dens potentielle effekter på flybilletpriser blev undersøgt af Azar et al. (2018)[181]. De fandt et MHHI delta indeks på gennemsnitligt 1870, hvilket er 9-10 gange mere end den grænse på 200, som Elhauge (2018)[182] anbefalede konkurrencestyrelser at anvende som grænseværdi for potentielle konkurrenceskadelige effekter. Også HHI var næsten dobbelt så høj som grænseværdien på 2500.

Effekterne af institutionelt krydsejerskab blev også undersøgt, og de fandt en robust positiv korrelation mellem institutionelt krydsejerskab for investorer med længerevarende ejerandele i flyselskaber og flypriser.

Banksektoren i USA er ligeledes blevet undersøgt af Azar et al. 2016[183]. De beskriver dette ved et såkaldt GHHI indeks, som er et MHHI indeks udvidet til at inkludere krydsejerskab (mellem virksomheder), foruden institutionelt krydsejerskab. Hvor koncentrationen af bankmarkedet (HHI) i sig selv ikke har nogen korrelation med bankpriser og gebyrer, så er GHHI stærkt korreleret med priser og gebyrer. Efter at have kontrolleret for diverse endogene forhold såsom forskelligheder bankerne imellem, konkluderer Azar et al., at der er en signifikant kausal effekt mellem krydsejerskab (inkl. institutionelt krydsejerskab) og "højere" bankpriser på depotprodukter.

Effekten af krydsejerskab på det amerikanske medicinalmarked er blevet undersøgt af Newham et al. (2018)[184]. Ifølge deres teori vil en høj grad af krydsejerskab reducere tilgangen af virksomheder, der producerer produkter med patentudløb, idet de fælles ejere har incitament til at reducere graden af konkurrence for i højere grad at opretholde de højere priser, der følger med et patent. Resultaterne viser, at der er en statistisk signifikant negativ sammenhæng mellem medicinalvirksomheders krydsejerskab og den tilgang, der er af produkter, hvor patentet er udløbet. Mere specifikt finder de, at et fald i krydsejerskab på ét procentpoint reducerer sandsynligheden for tilgang af post-patent medicinalprodukter på 9-13 pct.

[180] Elhauge (2016). Horizontal Shareholding.
[181] Azar et al. (2018). Anti-competitive effects of common ownership.
[182] Elhauge (2018). New evidence, proofs, and legal theories on horizontal shareholding. Harvard law School.
[183] Azar et al. (2019). Ultimate Ownership and Bank Competition.
[184] Newham et al. (2018). Common Ownership and market entry: Evidence from the pharmaceutical industry.

Der er til pensionsanalysen foretaget en afdækning af danske pensionsselskabers investeringer i hhv. noterede virksomheder (for ejerandele større end 2 pct.) og unoterede virksomheder (for ejerandele større end 5 pct.).

De danske pensionsselskaber har ejerandele på over 2 pct. i 26 børsnoterede, danske virksomheder og ejerandele på over 5 pct. i 429 unoterede virksomheder. Pensionsselskabernes ejerandele i børsnoterede virksomheder er gennemsnitligt på 7 pct., mens ejerandelene i de unoterede virksomheder gennemsnitligt er på 43 pct., jf. tabel 4.8.

Tabel 4.8 **Oversigt over pensionsselskabers investeringer**

Virksomhedstype	Antal virksomheder	Andel af virksomheder med aktivt ejerskab	Ejerandele i virksomheder		
			Gennemsnit	Minimum	Maksimum
		pct.		pct.	
Børsnoterede virksomheder (ejerandele ≥ pct.)	26	92	7	2	25
Unoterede virksomheder (ejerandele ≥ 5 pct.)	429	89	43	5	100

Kilde: Data indleveret af pensionsselskaberne

Pensionsselskaberne udøver i høj grad aktiv indflydelse gennem stemmerettigheder. Således udøver pensionsselskaberne aktivt ejerskab i 89 pct. af alle deres investeringer, mens over 96 pct. af den investerede værdi er tilknyttet aktivt ejerskab.

Der kan som nævnt være konkurrencerettede udfordringer ved institutionelt krydsejerskab, hvis et pensionsselskab fx har bestemmende indflydelse i to konkurrerende virksomheder. Bestemmende indflydelse kan i nogle tilfælde opnås med ejerandele langt under 50 pct., bl.a. afhængig af hvordan de øvrige ejerandele er fordelt, og om der evt. er andre ejere med sammenfaldende interesser og stemmerettigheder.

Pensionsselskabernes ejerandele i *børsnoterede* virksomheder, som overstiger 2 pct. af aktiekapitalen, omfatter bl.aFx. 14 banker. Heraf har 3 pensionsselskaber ejerandele i hhv. 2, 5 og 6 banker med ejerandele, der ligger mellem 2 pct. til 20 pct. Det kan potentielt føre til svækket konkurrence, hvis de pågældende banker er konkurrenter og ejerandelene giver reel indflydelse. Pensionsselskaberne har ikke ejerandele over 2 pct. i de 9 største banker, inkl. Danske Bank[185], Nordea og Jyske bank, Sydbank og Nykredit bank, og hvis der beregnes et koncentrationsindeks, som tager højde for graden af krydsejerskab, ligger denne indeksværdi under de i litteraturen anbefalede kritiske grænseværdier.

For de øvrige investeringer i børsnoterede virksomheder med ejerandele over 2 pct. (12 virksomheder), er der ingen pensionsselskaber, der har ejerandele i flere virksomheder inden for samme branche.

[185] Danske bank ejer Danica Pension, men da Danica Pension er ikke blandt de selskaber, som har ejerandele (≥ 2 pct.) i andre banker, vil dette ejerskab ikke føre til svækket konkurrence.

Pensionsselskabernes ejerandele i *unoterede* virksomheder, som overstiger 5 pct. af aktiekapitalen, omfatter 429 virksomheder. En stor del af pensionsselskabernes ejerandele er placeret i ejendomme (180) samt ikke-branchespecifikke kapitalfonde (82).

Investeringerne på ejendomsmarkedet består primært af selskaber, der har til formål at drive og udleje erhvervsejendomme og beboelsesejendomme i Danmark og/eller i udlandet. Nogle af disse selskaber driver specifikke ejendomme, mens andre selskaber investerer i områder, der på sigt kan udvikles til fx beboelse.

Det samlede marked for drift og udlejning af ejendomme er stort og kan formentligt opdeles i flere geografisk afgrænsede områder med hver deres karakteristika. Ejendomsmarkedet kan formentlig også opdeles i flere separate produktmarkeder, som fx erhvervsejendomme og beboelsesejendomme. Det kan derfor ikke udelukkes, at der inden for en konkret markedsafgrænsning kan være konkurrencebegrænsende effekter af institutionelt krydsejerskab, men en afklaring heraf vil kræve en mere detaljeret analyse.

- Det er for de resterende unoterede virksomheder undersøgt, om der er pensionsselskaber, der har haft ejerandele i mindst 2 virksomheder inden for samme branche ultimo 2017. Undersøgelsen viser, at der i 17 tilfælde har været en form for institutionelt krydsejerskab. I et enkelt tilfælde inden for industribranchen udøver pensionsselskaberne ikke aktivt ejerskab, og det er derfor ikke direkte muligt for dem at påvirke virksomhedernes beslutninger.
- I et andet tilfælde er der tale om medejerskab i selskaber, der opererer i 2 forskellige geografiske områder. Det drejer sig om Danica pension, der ejer Danica Pension Sverige og Danica Pension Norge.
- I to tilfælde er der tale om medejerskab i kapitalfonde, der investerer bredt i virksomheder inden for branchen. I det ene tilfælde er der tale om medejerskab (9-20 pct.) i fire kapitalfonde, der alle investerer bredt i industrivirksomheder. I det andet tilfælde er tale om 2 kapitalfonde, der begge investerer inden for skovbrug. Her investerer den ene kapitalfond i irske skovbrugsselskaber, mens det andet selskab investerer bredt i geografisk diversificerede skovbrugsselskaber.
- I fire tilfælde er der tale om et samarbejde mellem offentlige og private (OOP) inden for sundhed. Mere specifikt er der tale om investeringer i hospitalerne i Skejby, Vejle og Slagelse.
- I fire tilfælde er der tale om ejerandele i virksomheder på 10 pct. eller derunder inden for brancherne møbelfabrikation, maskinindustri, anden industri og ICT.
- I to tilfælde er der investeret i grøn energi, nemlig selskaberne Green power partners samt green power partners II. Sidstnævnte har bl.a. datterselskabet GPP Vind, som investerer i mindre vindmøller og vindmølleparker.
- De sidste tre er investeringer i havvindmøller. Her har en række pensionsselskaber oprettet datterselskaber, som investerer i vindmølleparker sammen med andre investorer. Pensionsselskaberne har investeret i vindmølleparker, der ligger i forskellige lande (Danmark, Tyskland, England og Irland). I Tyskland er der investeret i to vindemølleparker. I de andre lande er der kun investeret i en vindmøllepark.

Der er på den foreliggende screening ikke fundet indikationer på konkurrenceudfordringer som følge af pensionsselskabernes institutionelle krydsejerskab. Risikoen for, at der skulle opstå problemer på dette område, bliver dog større i takt med at pensionsformuen vokser og i det omfang antallet af pensionsselskaber fortsat vil falde. Det er derfor vigtigt, at pensionsselskaberne fortsat er opmærksomme på ikke at investere i konkurrerende virksomheder og at de udøver deres aktive ejerskab på en sådan måde, at konkurrencen ikke svækkes.

Kapitel 5
Lav mobilitet på pensionsmarkedet

5.1 Sammenfatning

På pensionsmarkedet begrænser den særlige beslutningsstruktur den enkelte opsparers mulighed for at skifte pensionsselskab og ad den vej lægge et individuelt konkurrencepres på udbyderne. Beslutninger om fx flytning af pensionsindbetaling, træffes typisk af arbejdsmarkedets parter eller den virksomhed, hvor man som opsparer er ansat. Pensionsopsparernes mobilitet på pensionsmarkedet måles i dette kapitel bl.a. ved at se på, hvor mange (eller hvor stor en del af) indbetalingerne og pensionsopsparingerne (depoterne), som skifter udbyder hvert år.

For en person, der fortsat indbetaler til pension, vil et ophør i indbetalingen til et konkret selskab typisk være en følge af, at opspareren skifter job, eller at arbejdsgiveren eller arbejdsmarkedets parter skifter pensionsudbyder. Ved et sådan skift kan opspareren typisk overføre det allerede opsparede depot til det nye selskab, som overtager indbetalingen på fordelagtige vilkår, eller til et helt tredje selskab. Desuden har alle danske pensionsselskaber har tilsluttet sig jobskifteaftalen, som forpligter selskaberne til at modtage og afgive hvilende ordninger (kaldet fripolicer) i forbindelse med jobskifte.

Overførsler af depoter inden for jobskifteordningen (og som dermed er en konsekvens af et jobskifte) eller overførsler som konsekvens af, at arbejdsgiveren eller arbejdsmarkedets parter har skiftet pensionsudbyder kan være et udtryk for et aktivt valg fra den enkelte opsparers side. Normalt vil overførsel af depotet dog være et resultat af, at det nye pensionsselskab har tilbudt at samle opsparerens depoter.

Analysen peger på, at mobiliteten overordnet er lav sammenlignet med andre markeder med komplekse produkter, men også at mobiliteten primært på det kommercielle marked er øget gennem de seneste ti år. Virksomheder og arbejdsmarkedets parter har samlet set skiftet pensionsselskab på vegne af 5 pct. af de danske pensionsopsparere, der har en ordning gennem deres ansættelsesforhold, i 2015 og 2016. Det svarer til 5,5 pct. af værdien af de samlede pensionsindbetalinger. Mens mobiliteten målt for depoterne samlet er steget fra ca. 1,1 pct. af formuerne i 2002 til ca. 2 pct. i 2017. En stor del af disse leverandørskift afspejler dog leverandørskift inden for jobskifteaftalen. Hvis der alene ses på leverandørskift, som ikke er knyttet til jobskifte, var depot-mobiliteten på 1,2 pct. i 2017. Det er ca. dobbelt så meget som i 2008.

Når man ser bort fra de leverandørskift, som afspejler jobskifte, er billedet, at der primært er mobilitet på det kommercielle marked. Der er derimod meget få leverandørskift fra (og til) selskaber i AMP-sektoren.[186] Det indikerer, at der er en vis konkurrence om kunderne i den

[186] Når AMP-selskaber indgår i et administrationsfælles betragtes dette ikke som leverandørskift i beregningen af mobiliteten.

kommercielle del af markedet, mens konkurrencen er mere fraværende i AMP-sektoren, ligesom AMP-selskaberne heller ikke ser ud til at bidrage til konkurrencen på det kommercielle marked i noget særligt omfang.

5.2 Pensionsmarkedets særlige karakteristika påvirker muligheden for mobilitet

Forbrugeres egen mulighed for at understøtte effektiv konkurrence på et marked hænger i høj grad sammen med, om det er enkelt og billigt at skifte udbyder, hvis en konkurrerende udbyder kan tilbyde bedre pris eller kvalitet. Jo mere mobile forbrugerne er på et marked, jo mere bidrager efterspørgselssiden således til at lægge pres på aktørerne og sikre effektiv konkurrence.

På pensionsmarkedet er den enkelte opsparers mulighed for individuelt at være aktiv ved fx at flytte depot eller indbetaling til ny pensionsudbyder forholdsvis begrænset, jf. Figur 5.1. Beslutningerne er således i relativt høj grad uddelegeret til hhv. arbejdsmarkedets parter og virksomhederne, hvor opsparerne er ansat.

For pensionsopsparere med en arbejdsgiveradministreret pensionsordning vælges pensionsselskabet typisk af arbejdsmarkedets parter eller den virksomhed, hvor man som opsparer er ansat. Omkring 70 pct. af de 30-65-årige i 2015[187] indbetalte til en pension gennem deres ansættelsesforhold, mens ca. 86 pct. af de samlede pensionsindbetalinger vedrører pensionsordninger, som er oprettet gennem et ansættelsesforhold.[188]

For ordninger oprettet gennem et ansættelsesforhold vil indbetalingen i langt de fleste tilfælde være obligatorisk for medarbejderen. Så længe der indbetales på en obligatorisk ordning, har den enkelte opsparer ikke mulighed for at flytte hverken indbetalingen eller det opsparede depot til et andet pensionsselskab. Den enkelte opsparer vil dog ofte have visse muligheder for at flytte sit depot, når indbetalingen stopper. Derimod har pensionsopsparere med en individuel pensionsordning, fuld valgfrihed over både indbetaling, depot og pensionsselskab, jf. Figur 5.1.

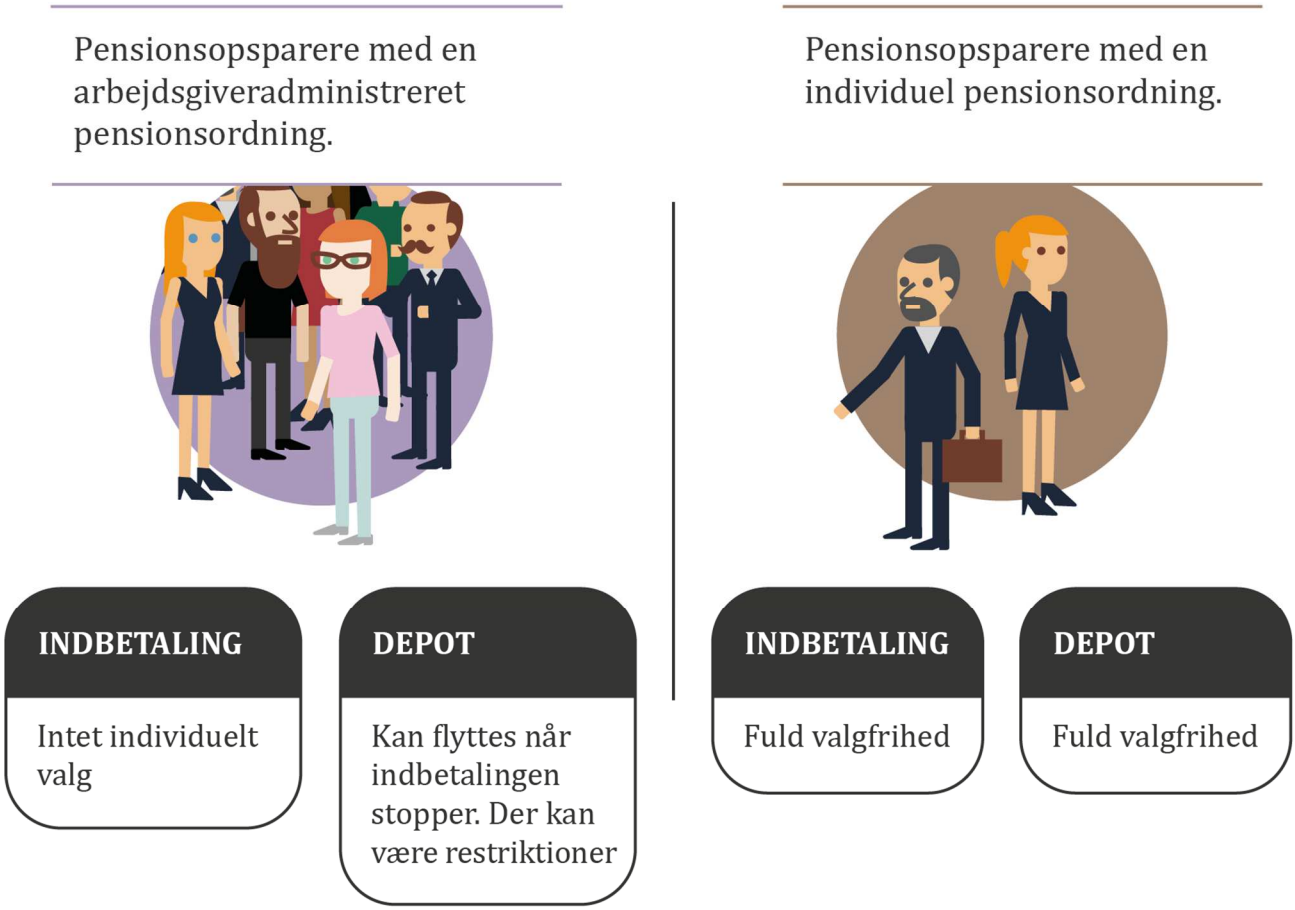
Der er ligeledes en række karakteristika ved de produkter, pensionsordningerne består af, som kan medføre en relativt lav grad af mobilitet. *For det første* er pension et komplekst produkt, som bl.a. kræver, at opspareren afvejer nutidige og fremtidige behov under betydelig usikkerhed og i øvrigt forstår, hvordan forskellige produkter understøtter disse præferencer, og hvad de koster. Kompleksiteten gør det vanskeligt at sammenligne pensionsprodukter fra forskellige udbydere og kan medføre en såkaldt "status quo" bias – dvs. at man vælger status quo og ikke afsætter tid til at afsøge markedet for det bedste tilbud.[189] Udfordringerne med produkternes komplekse og sammensatte karakter kan afhjælpes, hvis beslutningskompetencen er uddelegeret til aktører, der professionelt og loyalt varetager opsparernes interesser, og som evt. kan have købermagt på markedet.

For det andet er en pensionsopsparing et produkt, hvor indbetalingen er obligatorisk, og hvor der ikke løbende er såkaldte "touchpoints", hvor man som opsparer skal tage stilling til placering eller sammensætning af opsparingen. Pensionsproduktet adskiller sig derved fra mange andre produkter, hvor man som forbruger med jævne mellemrum bliver nødt til at udskifte

[187] Egne beregninger baseret på data fra Danmarks Statistiks forskerdatabase.
[188] Indbetalinger til pensionsordninger, Forsikring & Pension.
[189] Samuelson og Zeckhauser (1988). Status quo bias in decision making.

produktet, fordi det er blevet opbrugt eller forældet. Selve strukturen på markedet med obligatoriske indbetalinger og væsentlig uddelegering af kompetence til tredjeparter understøtter også, at opsparing bliver et såkaldt lavinteresseområde for opsparerne.

Figur 5.1 **Pensionsopspareres mulighed for at skifte pensionsudbyder**



Kilde: Egen fremstilling

Pensionsindbetalinger og -depoter

Overordnet kan der sondres mellem mobilitet for så vidt angår indbetaling til en ordning, og mobiliteten for selve depotet (den opsparede formue). For pensionsordninger tegnet gennem et ansættelsesforhold, er det kun virksomheder og arbejdsmarkedets parter, der på de ansattes/medlemmernes vegne kan beslutte at skifte pensionsudbyder, så længe der ikke er tale om jobskifte. Der fokuseres derfor i indbetalings-mobilitetsberegningerne hovedsagligt på den mobilitet i indbetalingerne, som er en konsekvens af, at virksomheder eller arbejdsmarkedets parter vælger at skifte pensionsselskab. Disse skift involverer for virksomhedernes vedkommende ofte budrunder, hvor pensionsselskaberne er i direkte konkurrence med hinanden om de indbetalinger, som virksomhederne administrerer på opsparernes vegne.

Pensionsopsparerne har individuelt [begrænset] mulighed for at flytte *pensionsdepotet* fra et selskab til et andet. Når indbetalingen til pensionsordningen stopper, fx i forbindelse med jobskifte, at virksomheder og arbejdsmarkedets parter beslutter at skifte pensionsleverandør eller, at opspareren går på pension[190], har opspareren dog som udgangspunkt større råderet over det depot, som er blevet opsparet. I de kommercielle pensionsselskaber kan pensionsopspareren i udgangspunktet flytte sit depot, når personen trækker sig tilbage fra arbejdsmarkedet og derfor ikke længere indbetaler til ordningen. I AMP-selskaber har pensionsopspareren derimod i de fleste tilfælde ikke mulighed for at flytte depotet, når indbetalingen til ordningen er stoppet som følge af pensionering.

For en person, der fortsat indbetaler til pension, vil et ophør i indbetalingen til et konkret selskab således typisk være en følge af, at opspareren skifter job, eller at arbejdsgiveren eller arbejdsmarkedets parter skifter pensionsudbyder. Ved et sådan skift kan opspareren typisk overføre det allerede opsparede depot til det nye selskab, som overtager indbetalingen, på særlige fordelagtige vilkår eller til et helt tredje selskab.

Alle danske pensionsselskaber har tilsluttet sig jobskifteaftalen, som forpligter selskaberne til at modtage og afgive hvilende ordninger (kaldet fripolicer) i forbindelse med jobskifte. Fx indebærer ordningen, at pensionsselskaberne skal modtage en medarbejders pensionsordning fra et andet selskab uden at kræve helbredsoplysninger[191] eller opkræve et gebyr, hvis medarbejderen har skiftet job.

Der kan dog være betingelser i overenskomsterne, som begrænser muligheden for at flytte sit depot, selv under jobskifteaftalen. Det betyder, at en opsparer, som har skiftet job, i nogle tilfælde ikke kan flytte sin hvilende ordning til et nyt selskab, selvom opspareren har en obligatorisk ordning i det nye selskab.

Overførsler af depoter inden for jobskifteaftalen (og som dermed er en konsekvens af et jobskifte) eller overførsler som konsekvens af, at arbejdsgiveren eller arbejdsmarkedets parter har skiftet pensionsudbyder kan være udtryk for et aktivt valg fra den enkelte opsparers side. I disse tilfælde kan opspareren vælge mellem at fortsætte i det eksisterende selskab, eller flytte depotet til det nye selskab. Normalt vil overførsel af depot være et resultat af, at det nye pensionsselskab har tilbudt at samle opsparerens depoter.

Det er i visse tilfælde, særligt i kommercielle selskaber, også muligt for opspareren at flytte en hvilende ordning, som opspareren ikke længere betaler til, til et selskab, som opspareren ikke i forvejen indbetaler til, altså uden for jobskifteaftalen (eller leverandørskifteaftalen). Her kan der være tale om et mere aktivt valg, hvor opspareren i højere grad selv har valgt, hvilket selskab der nu skal administrere depotet.

Hvilende ordninger

Ordningerne, som der ikke længere indbetales til, og hvor opspareren ikke er gået på pension, kaldes ofte for "hvilende" ordninger. De fleste skifter job undervejs i arbejdslivet flere gange, og mange skifter dermed også fra én pensionsordning til en anden. Disse personer kan opleve at have en eller flere *hvilende ordninger* i løbet af deres arbejdsliv. Ved at have flere pensionsordninger betaler man også omkostninger flere steder. Når en pensionsordning bliver hvilende, fratrækkes der typisk et fast gebyr for administration, som kan være højt i forhold til

[190] Der kan dog være restriktioner på flytning af depotet. Fx tillader AMP-selskaber typisk ikke, at et depot flyttes, hvis opspareren går på pension, jf. afsnit 7.2.

[191] Selskabet kan fortsat kræve helbredsoplysninger, hvis oprettelsen af den tidligere ordning krævede mindre strenge helbredsoplysninger end den nye ordning.

opsparingens størrelse og dermed den forventede forrentning. Samtidig bliver forsikringerne, såsom tab-af-erhvervsevne, i disse ordninger ofte dyrere eller annulleret efter en periode.

Det kan således have en negativ effekt på formue og pension at have én eller flere hvilende ordninger frem for at have alle midler samlet et sted. Man kan i dag i de fleste tilfælde samle sine hvilende ordninger. Man skal dog selv aktivt gøre noget for at samle dem, og problemet er, at mange ikke får det gjort. I 2017 var 42 pct. (svarende til 2,3 mio. ordninger) af det samlede antal pensionsopsparinger hvilende i den forstand, at indbetalingerne var stoppet, uden at opspareren var gået på pension. Samlet set var der placeret omkring 500 mia. kr. i hvilende ordninger.[192]

Der kan være tilknyttede rettigheder til de hvilende ordninger, som kan være vanskelige at føre med over til et nyt selskab. Hvis opspareren ikke kan opnå samme dækning andetsteds, eller hvis der er garantier tilknyttet en ordning, kan det – afhængigt af opsparerens profil og prioritering – være fornuftigt at beholde selv mindre pensionsopsparinger i det oprindelige selskab.

De væsentligste risikodækninger såsom tab-af-erhvervsevne og invalidedækning bortfalder i udgangspunktet senest tolv måneder efter indbetalingen til pensionsordningen ophører, hvis opspareren ikke foretager et aktiv valg om at fortsætte dækningerne.[193] I stedet vil disse dækninger typisk flyttes til det selskab, som opspareren nu indbetaler til. Efter de tolv måneder kan visse risikodækninger såsom børnepension og opsparingssikring i nogle tilfælde fortsat være gældende.

Klatpensioner

En tredjedel af de hvilende ordninger var såkaldte "klatpensioner" i 2017 – her defineret som en opsparing med et samlet depot på mindre end 25.000 kr. Samlet set var der næsten 7 mia. kr. i klatpensioner, og de udgjorde 14 pct. af det samlede antal pensionsopsparinger.[194]

Der er særligt risiko for, at disse små pensioner kan blive "spist helt op" af gebyrer. Ved at have flere pensionsordninger betaler man også omkostninger flere steder, og der fratrækkes typisk et fast gebyr for administration, som kan være højt i forhold til opsparingens størrelse. Som nævnt kan der dog være tilknyttet attraktive rettigheder til hvilende pensionsordninger, selv de små, som gør at det – afhængigt af opsparerens profil og prioritering – kan være fornuftigt at beholde selv mindre pensionsopsparinger i det oprindelige selskab.

For klatpensioner med en depotværdi på under 20.000 kr. har cirka 37 pct. en tilknyttet garanti[195], omkring 20 pct. har en risikodækning tilknyttet til sin ordning, mens det er muligt for hver fjerde at genindtræde i invalidedækninger uden fornyet helbredserklæring. Der findes imidlertid ikke tal for hvor mange ordninger, hvor der ikke er en tilknyttet garanti, risikodækning eller mulighed for at genindtræde i invalidedækningen. Problemstillingen med de små hvilende ordninger er tidligere adresseret i et forslag til folketingsbeslutning B90. Forslaget blev ikke vedtaget, men forslaget førte til nedsættelsen af en arbejdsgruppe med repræsentanter for arbejdsmarkedets parter, pensionsbranchen og relevante ministerier. Arbejdsgruppen fik til opgave at undersøge omfanget af og udviklingen i små hvilende pensionsordninger. Arbejdsgruppen identificerede en række udfordringer og mulige tiltag[196], jf. boks 5.1, der kan

[192] Egne beregninger baseret på data indleveret af pensionsselskaberne.
[193] Finanstilsynet. "Når indbetaling til arbejdsmarkedspension ophører".
[194] Egne beregninger baseret på data indleveret af pensionsselskaberne.
[195] Data indleveret af Forsikring & Pension.
[196] Beskæftigelsesministeriet. BEU Bilag 296.

være med til at minimere problemets omfang. Arbejdsgruppen afsluttede sit arbejde i 2017 og det blev besluttet, at der i 2020 udarbejdes en evaluering af omfang og udvikling i perioden 2016-2018.

Boks 5.1
Arbejdsgruppen om sikring af hvilende pensioner - anbefalinger til pensionsbranchen

Konkret og systematisk vejledning til kunder med små hvilende pensioner

Når et pensionsinstitut kontakter en kunde mhp. orientering om, at kundens pensionsordning vil blive gjort hvilende, medmindre den flyttes, genkøbes eller indbetalinger genoptages, skal pensionsinstituttet vejlede kunden om mulighederne for at flytte beløbet til en eventuel anden ordning, og herunder særligt gøre kunden opmærksom på implikationerne ved at opretholde ordningen som en hvilende pensionsordning.

Ved den løbende kontakt med kunderne - fx i forbindelse med årsopgørelser m.v. - vejleder pensionsinstitutterne systematisk de kunder, der har små hvilende pensionsordninger, om implikationerne af at opretholde ordningen som en hvilende pension og om mulighederne for at flytte beløbet fra den hvilende pensionsordning til en eventuel anden ordning.

I det materiale, pensionsinstitutterne udsender til kunder i forbindelse med nytegning af pensionsordninger, indgår oplysninger om muligheden for og omkostninger m.v. ved at overflytte eventuelle små hvilende pensionsopsparinger i andre pensionsinstitutter til den aktuelle, aktive ordning.

Hvis det i øvrigt - typisk gennem henvendelse fra kunden - bliver et pensionsinstitut bekendt, at en kunde står overfor at ophøre med at indbetale til det pågældende institut, og at dette skyldes et jobskifte, hvorved der etableres en ny, aktuel pensionsopsparing i et andet pensionsinstitut, skal kunden vejledes om mulighederne for at bruge den såkaldte jobskifteordning til at overflytte pensionsopsparingen til den nye, aktuelle ordning.

Pensionsinstitutter skal på PensionsInfo markere særskilt, når der findes en lille hvilende pension, og angive, når det er gebyrfrit at flytte denne.

Pensionsbranchen overvejer, hvor det måtte være relevant og hensigtsmæssigt at lade problemstillingen vedrørende de små hvilende pensioner indgå i generelle kampagner m.v., herunder som led i promovering af PensionsInfo.

Størrelsen af gebyrer og administrative forhold ved overflytning

» Arbejdsgruppen anbefaler, at pensionsinstitutterne gør den nuværende ordning for gebyrfritagelse permanent, således at hvilende pensioner med en værdi op til 20.000 kr. fortsat vil kunne flyttes til en aktiv ordning uden opkrævning af gebyr.

» Arbejdsgruppen anbefaler, at pensionsinstitutterne fortsat har fokus på at sikre og udvikle løsninger, der forenkler administrationen og gøre det lettere for den enkelte at flytte sin hvilende pensionsopsparing til et andet selskab.

Overførsel til andet selskab i stedet for tvangsudbetaling

Pensionsinstitutter, der overvejer at iværksætte tvangsudbetaling af en hvilende pension, kontakter kunden med henblik på at søge afklaret, om pågældende har en ordning i et andet selskab, hvortil beløbet i stedet ønskes overført.

5.3 Mobiliteten i pensionsindbetalingerne

En stor del af pensionsordningerne er tegnet gennem enten virksomheden, hvor opspareren arbejder, eller via kollektive overenskomster. Mobiliteten for indbetalingerne til disse ordninger afhænger af, hvordan og i hvor høj grad disse virksomheder og arbejdsmarkedets parter vælger at skifte pensionsselskab.

Virksomheder og arbejdsmarkedets parter har på vegne af 5 pct. af opsparerne med en pensionsordning tegnet gennem ansættelsesforhold, skiftet pensionsselskab i enten 2015 eller 2016. Dvs. at den gennemsnitlige årlige mobilitet udgør omtrent 2½ pct. i 2015 og 2016.

Mobiliteten er her målt som den andel af (antallet af) indbetalinger, der er flyttet fra et selskab til et andet.[197] Opgjort i kroner er det ca. 5,5 pct. af indbetalingerne, der er flyttet i 2015 og 2016. Beløbsmæssigt er den gennemsnitlige mobilitet for indbetalinger således også omkring 2½ pct. årligt. Metoden for beregningen af mobilitet er nærmere beskrevet i boks 5.2.

De ordninger, der registreres som flyttet i mobilitetsberegningen, vedrører ansatte på 4.942 arbejdspladser i Danmark, hvor minimum fem pensionsindbetalinger er flyttet.[198] Flytningen omfatter 7,3 pct. af de ansatte i private virksomheder og 1,8 pct. af de ansatte på offentlige arbejdspladser. Det peger også på, at mobiliteten er højere for firmapensioner end for arbejdsmarkedspensioner tegnet gennem overenskomst, idet hele det offentlige arbejdsmarked er dækket af overenskomster, mens firmapensioner udgør en betydelig del af den obligatoriske pensionsopsparing på det private arbejdsmarked. Dette understøttes af, at virksomheder i højere grad konkurrenceudsætter medarbejdernes pensionsordninger end arbejdsmarkedets parter, jf. kapitel 6.

Den målte mobilitet i pensionsindbetalingerne er relativt lav i forhold til mobiliteten på andre komplekse markeder, hvilket dog også må ses i sammenhæng med produkternes karakter. I 2015 undersøgte Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen forbrugermobiliteten på en række markeder, som forbrugere typisk opfatter som komplekse, bl.a. forsikring og bank. På forsikringsmarkedet havde ca. 20 pct. af forbrugerne i undersøgelsen skiftet udbyder inden for de sidste to år, mens godt 10 pct. havde skiftet bank inden for de sidste to år. Fem pct. af forbrugerne i undersøgelsen havde skiftet realkreditinstitut inden for de sidste to år.[199]

Mobiliteten af indbetalingerne giver dog ikke nødvendigvis et retvisende billede af konkurrencen på markedet. Virksomheder og arbejdsmarkedets parter kan vælge, på vegne af ansatte og medlemmer, at sende pensionsordningen i udbud for at afsøge markedet og sikre ansatte og medlemmer den bedst mulige pensionsordning. Hvis et sådant udbud ikke medfører et leverandørskift, fordi den oprindelige leverandør gav det bedste tilbud, vil konkurrenceudsættelsen således ikke vise sig i de opgjorte mobilitetstal for indbetalingerne.

Undersøgelserne i denne rapport viser, at knap 15 pct. af fagforbundene sammen med arbejdsgiverne har haft medlemmernes nuværende pensionsordning i udbud, mens 40 pct. af virksomhederne har haft deres ansattes pensionsordninger i udbud. Oplysninger fra de fem største pensionsmæglere viser desuden, at halvdelen af de virksomheder, der sender de ansattes pensionsordning i udbud, vælger at fastholde deres hidtidige pensionsselskab. Det peger samlet på, at der er mere aktivitet på særligt firmapensionsmarkedet, end hvad mobiliteten umiddelbart antyder.

[197] Egne beregninger baseret på data fra forskerdatabasen. Den samlede population omfatter alle danskere, der ikke har skiftet arbejde og har været på arbejdsmarkedet i både 2014, 2015 og 2016.
[198] Samlet set vedrører det ansatte på 8512 arbejdspladser.
[199] Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen, 2015, "Forbrugeradfærd på 13 markeder".

Boks 5.2
Mobiliteten i pensionsindbetalinger

Mobiliteten for indbetalingerne til pensionsordninger tegnet gennem enten virksomheden, hvor opspareren arbejder, eller via kollektive overenskomster afhænger af, hvordan og i hvor høj grad disse virksomheder og fagforeninger vælger at skifte pensionsselskab.

Beregninger for mobiliteten for indbetalinger er foretaget på baggrund af registerdata fra Danmarks Statistik. Fra og med 2014 opgøres værdien af befolkningens pensionsindbetalinger (PENSINDB). Registeret omfatter både individuelle pensionsordninger og arbejdsgiveradministrerede pensionsordninger, pensionsindbetalinger til pengeinstitutter, pensionsselskaber og ATP. Dette register er anvendt til at identificere indbetalinger til pensionsselskaber, indbetalinger til en pensionsordninger oprettet gennem et ansættelsesforhold, måle antallet (og andelen) af indbetalinger, der flytter fra et pensionsselskab til et andet pensionsselskab og måle værdien af indbetalingerne.

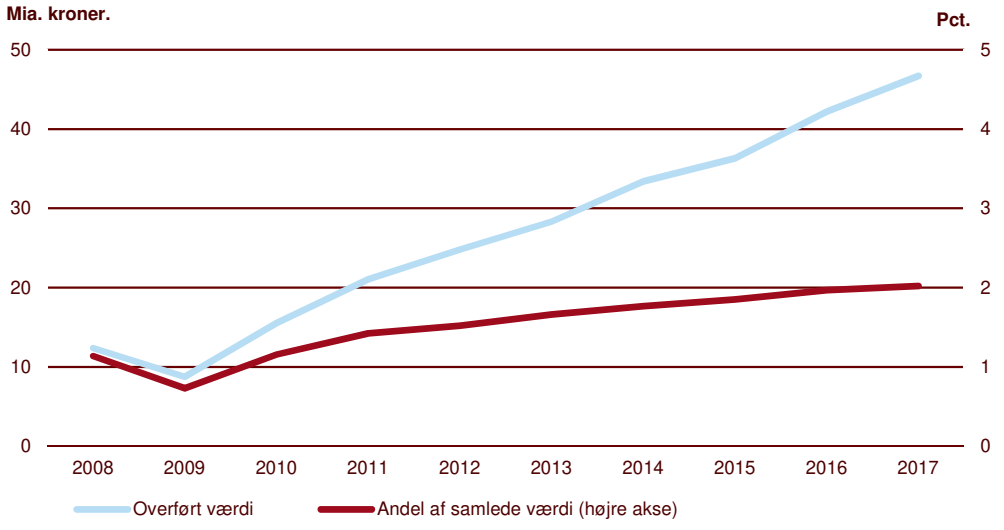
Registret for befolkningens tilknytning til arbejdsmarkedet (RAS) er anvendt til at identificere populationen af beskæftigede, antal arbejdspladser og jobskifte.

Mobiliteten er målt som den andel af (antallet af) indbetalinger til pensionsselskaber, der er flyttet fra et selskab til et andet og er baseret på pensionsopsparere, der har været i beskæftigelse og ikke har skiftet arbejde i årene 2014-2016 og har indbetalt til en pensionsordning gennem et ansættelsesforhold.

5.4 Mobiliteten i pensionsdepoterne

Depoter for godt 46,7 mia. kroner blev overført mellem pensionsselskaberne i 2017 fordelt på godt 150.000 depoter.[200] Det svarer til 2,8 pct. målt som antal ordninger[201] og 2,0 pct. målt som værdi af den samlede formue, jf. figur 5.2.

Figur 5.2 **Overført værdi mellem pensionsselskaberne og mobilitetsandel (depoter)**



Kilde: Egne beregninger på baggrund af data fra pensionsselskaberne og Forsikring & Pension

[200] Forsikring & Pension.
[201] Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen på baggrund af data fra pensionsselskaberne og Forsikring & Pension.

Langt de fleste overførsler skete mellem de kommercielle selskaber, jf. tabel 5.1. Det afspejler, at der er større mobilitet på det kommercielle marked.

Tabel 5.1 **Overførsler pensionsselskaberne i mellem**

Modtager		Andel af totale værdi overført (pct.)	Andel af ordninger overført (pct.)
Kommercielt selskab	Kommercielt selskab	72	56
Kommercielt selskab	AMP-selskab	6	11
AMP-selskab	Kommercielt selskab	14	18
AMP-selskab	AMP-selskab	8	15

Anm.: Fordelingen baseres på 46,7 mia. kroner og 150.000 depoter.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra pensionsselskaberne og Forsikring & Pension.

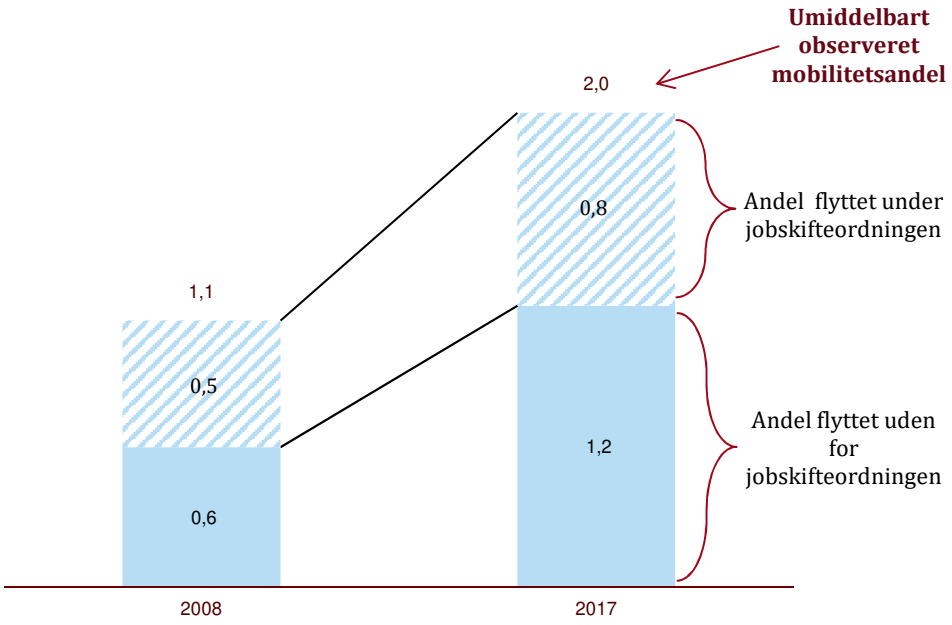
Depot-mobiliteten er forøget sammenlignet med 2008. Antallet af depoter, der overføres mellem pensionsselskaberne, er vokset med 7 pct. om året frem til 2017. Samtidig er den andel af depoterne, der flyttes mellem pensionsselskaber, steget fra ca. 1,3 pct. i 2008 til 2,8 pct. i 2017 for alle kommercielle- og AMP-selskaber under et.

Den andel af formuen, som flyttes hvert år, har også været stigende i perioden. I 2008 blev godt 1 pct. af den samlede formue/depoterne flyttet mellem selskaberne. I 2017 var denne andel steget til 2 pct. Hvert depot, der blev flyttet til et nyt selskab var i gennemsnit på 0,3 mio. kr.

En del af denne depot-mobilitet afspejler, at depotet er flyttet som led i fx jobskifte (dvs. inden for jobskifteaftalen). I dette tilfælde er der i mindre grad tale om et aktivt valg af et andet selskab fra opsparerens side, og den konkurrencefremmende effekt er derfor formentlig mindre.

I 2017 udgjorde de depoter, der blev flyttet uden for jobskifteaftalen, knap 60 pct. af den samlede flyttede pensionsformue. Dermed er det alene 60 pct. af den observerede mobilitet i 2017, som er udtryk for, at opspareren har skiftet selskab uden, at det afspejler et jobskifte. Det svarer til en depot-mobilitet 1,2 pct. af det samlede antal depoter i 2017, en stigning fra 0,6 pct. i 2008, jf. figur 5.3.

Figur 5.3 **Mobilitet målt på andel af overflyttet værdi fordelt på andel flyttet under og uden for jobskifteaftalen**



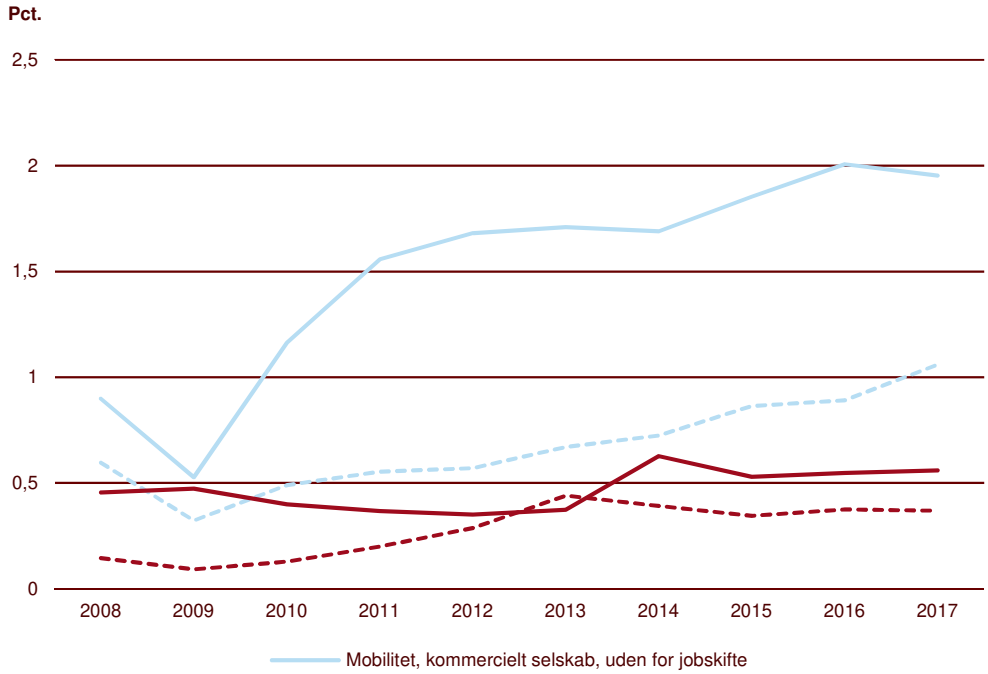
Anm.: Data for 2017. Mobiliteten er beregnet som værdien af opsparing, der er flyttet mellem pensionsselskaberne, som andel af værdien af den samlede opsparing (hensættelser) i pensionsselskaberne.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra pensionsselskaberne.

Størstedelen af de depoter, som flyttes – og stort set hele stigningen i mobiliteten i perioden – skyldes, at kommercielle pensionsselskaber afgiver ordninger, typisk til andre kommercielle selskaber.

I 2017 blev ca. 3 pct. af værdien af den totale pensionsformue i de kommercielle selskaber flyttet til andre selskaber, jf. figur 5.4. Heraf 2 pct. uden for jobskifteordningen. Det er omtrent en fordobling siden slutningen af 00'erne. For AMP-selskaberne blev under én pct. af den samlede pensionsformue (målt som de samlede hensættelser) flyttet til andre selskaber i 2017. Mobiliteten fra de kommercielle selskaber er dermed godt tre gange højere end i AMP-selskaberne.

Figur 5.4 **Værdi af afsendte depoter fra pensionsselskaberne som andel af værdi af den samlede opsparing**

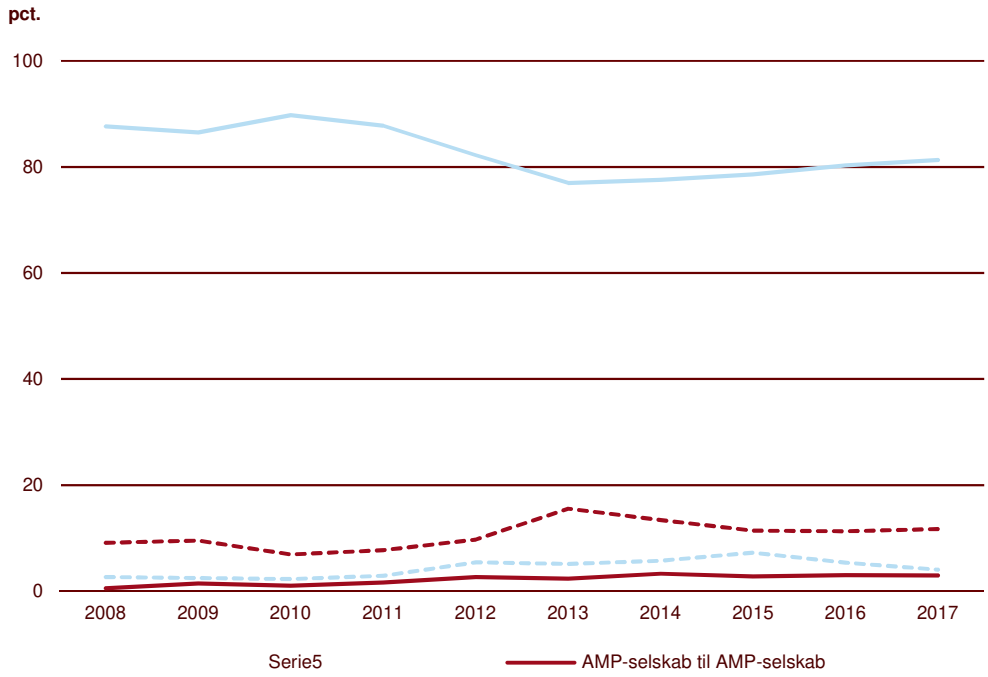


Anm.: Andelen er beregnet på baggrund af værdien af de kommercielle hhv. AMP-institutternes samlede afsendte midler som andel af den samlede formue (hensættelser) i disse selskaber.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra pensionsselskaberne.

Dette billede er endnu mere udtalt, når man alene ser på den del af mobiliteten, som finder sted uden for jobskifteaftalen. Det er således ca. 85 pct. af de depoter i værdi, der overføres mellem selskaberne uden for jobskifteaftalen, som afgives af et kommercielt selskab, og i langt de fleste tilfælde er det også et kommercielt selskab, der modtager depotet, jf. figur 5.5. Der er derimod stort set ingen mobilitet mellem de kommercielle selskaber og AMP-selskaberne og mellem AMP-selskaberne uden for jobskifteordningen.

Figur 5.5 **Værdi af afgivne depoter fra pensionsselskaber uden for jobskifteaftalen**



Anm.: Andelene er beregnet på baggrund af den samlede værdi af overførsler mellem selskaberne hvert år.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af data fra selskaberne og Forsikring & Pension.

Den lave mobilitet for kunder i AMP-selskaberne kan bl.a. afspejle begrænset tradition for at konkurrere om de kollektive ordninger, jf. afsnit 6.2. Der er desuden, som tidligere nævnt, betingelser i overenskomsterne, som kan begrænse muligheden for at flytte opsparingsordninger til og fra AMP-selskaberne.

Kapitel 6
Arbejdsmarkedets parter og virksomhedernes rolle

6.1 Sammenfatning

På pensionsmarkedet er det ofte enten arbejdsmarkedets parter eller virksomheder, der på vegne af opspareren, træffer beslutning om størrelsen på pensionsindbetalingen og hvilket pensionsselskab, der skal modtage opsparerens pensionsindbetaling. Arbejdsmarkedets parter og virksomhederne træffer også ofte beslutning om, hvordan indbetalingerne skal investeres og udbetales, samt vilkår, betingelser og dækning for opsparerens forsikringer.

Den danske model med udbredt obligatorisk opsparing, som administreres af arbejdsmarkedets parter (eller virksomhederne), skal ses i lyset af et ønske om at sikre, at danskerne får sparet tilstrækkeligt op til alderdommen, og at der er tale om komplekse produkter, som kræver stor indsigt at administrere og forvalte, jf. kapitel 7. Den uddelegerede beslutningskompetence kan således professionalisere efterspørgselssiden og skabe købermagt på det komplekse pensionsmarked. På den anden side kan den uddelegerede beslutningskompetence bidrage til at fastholde pensionsopsparing som et lavinteresseområde for den enkelte borger. Uddelegeringen af beslutningskompetencen kræver således, at de, der har beslutningskompetencen, varetager opsparernes interesser.

De udfordringer, der kan være knyttet til at uddelegere beslutningskompetencen, er bl.a. beskrevet i principal-agent teorien. I forhold til pensionsopsparing kan man sige, at det er forbrugeren/opspareren, der (som principal) bl.a. i kraft af regulering m.v. har uddelegeret ansvaret for forvaltning af (en del) af sin formue til sin arbejdsplads eller arbejdsmarkedets parter (agenten), og at arbejdspladsen desuden ofte videredelegere en del af sin kompetence til pensionsmæglere.

Spørgsmålet er herefter, om regler og incitamenter er indrettet på en måde, som sikrer, at forbrugerens/opsparerens interesser varetages i passende omfang. I henhold til principal-agent-teorien kan der opstå konflikter i sådan et system, hvis principalen og agenten har forskellige målsætninger, og det samtidig gælder, at principalen og agenten ikke har adgang til samme information og endelig, at principalen ikke har den fulde viden om agentens adfærd.

I sådan et system kan der være en konflikt mellem parterne om den målsætning, som man skal stræbe efter. Det skyldes, at det ikke er muligt for principalen at overvåge agentens faktiske adfærd. Der kan også opstå et risikoproblem i den forstand, at principalen og agenten kan have en forskellig indstilling til, hvilken risiko man skal påtage sig.

Reguleringen af markedet sigter bl.a. på at håndtere nogle af disse mulige markedsfejl. Arbejdsmarkedets parter har samtidig fokus på at sikre gode vilkår for medlemmerne og at ordningerne drives effektivt. De fleste AMP-selskaber er således tværgående pensionskasser, som ejes af medlemmerne. Samtidig kan effektiv konkurrence på pensionsmarkedet under de rette betingelser bidrage til at sikre lave omkostninger og effektiv drift til gavn for opsparerne og derved begrænse eventuelle principal-agent problemer i markedet.

Arbejdsmarkedets parter
De overenskomstbaserede arbejdsmarkedspensioner bygger på organisationsfuldmagten, der er et af de grundlæggende elementer i det danske arbejdsretlige system og overenskomstbaserede arbejdsmarkedssystem. Det er overenskomstparterne, der - via organisationsfuldmagten - i arbejdsmarkedspensionsselskabets bestyrelse beslutter pensionsaftalens nærmere indhold og forvaltningen heraf. Arbejdstager- og arbejdsgiverorganisationernes repræsentanter i selskaberne repræsenterer således medlemmernes interesser.

Når arbejdsmarkedets parter træffer beslutninger på vegne af de personer, der er dækket af pensionsordningerne, er det selv sagt vigtigt, at de handler i overensstemmelse med disse personers interesser.

Der er typisk en historisk forbindelse mellem arbejdsmarkedets parter og deres respektive pensionsselskab. Hvis arbejdsmarkedets parter ønsker at skifte pensionsudbyder, er der således tale om en forholdsvis omfattende beslutning. Kun knap 15 pct. af fagforbundene svarer, at de har haft medlemmernes pensionsordning i udbud, mens 20 pct. svarer "ved ikke" til dette spørgsmål. Der er en større risiko for, at pensionen ikke administreres effektivt, hvis pensionsordningerne ikke konkurrenceudsættes.

Over de senere år er der sket en ikke ubetydelig konsolidering blandt pensionsselskaber, som primært administrerer arbejdsmarkedspensioner (AMP-selskaberne) i Danmark, om end AMP-selskaberne gennemsnitligt set fortsat er små sammenlignet med de kommercielle danske selskaber (målt ved bruttopræmier), jf. tabel 2.6. Frem for egentlige fusioner er mange AMP-selskaber desuden gået sammen i administrationsfællesskaber for at opnå besparelser på administrations- og investeringsomkostninger.

Virksomheder med firmaordninger
På det private arbejdsmarked er medarbejderens pension i mindre grad bestemt af overenskomster end på det offentlige arbejdsmarked. Derimod har en del virksomheder indgået såkaldte firmaordninger med et pensionsselskab på vegne af deres ansatte. Firmaordningerne tilbyder oftest et større produktudbud til de ansatte og større valgfrihed i pensionsordningen ift. overenskomstbestemte ordninger.

Det er centralt, at virksomhederne handler i deres ansattes interesse når de træffer beslutning om forvaltningen af medarbejdernes pension. Virksomheder kan have et incitament til i højere grad, at sikre forsikringsniveauet i den erhvervsaktive alder i form af sundhedsforsikringer m.v. og i mindre grad have fokus på forsørgelsesgrundlaget som pensionist hos medarbejderne.

Virksomhederne tager oftere skridt til at konkurrenceudsætte forvaltningen af pensionsordningerne, end tilfældet er på arbejdsmarkedspensionsområdet. Omtrent 40 pct. af virksomhederne har fundet deres nuværende ordning via udbud, mens en tilsvarende andel har indhentet tilbud direkte hos pensionsselskabet, da de valgte deres nuværende pensionsordning. Det sker ofte ved at anvende en pensionsmægler.

Mæglere spiller en større rolle
Det er ca. 35 pct. af de virksomheder, der har firmaordninger for deres medarbejdere, der har anvendt en forsikrings- og pensionsmægler til at vælge pensionsudbyder. Pensionsopsparernes betaling for mæglernes ydelser udgjorde skønsmæssigt godt 500 mio. kr. i 2017.

Det er virksomheden, der engagerer mægleren, mens det er opsparerne, der i sidste ende betaler regningen for mæglerens ydelser. Mæglerens pris aftales mellem virksomheden og mægleren, og overføres typisk fra pensionsopsparerens depot. I mange tilfælde overfører det pensionsselskab, der får opgaven, penge til de nye opspareres depot som kompensation for mæglerомkostningen. Modstykket hertil må dog antages at være, at den pris på ordningen, som selskabet har budt ind med, bliver højere.

Når den part der køber en ydelse, ikke er den samme som den, der aflønner leverandøren – og betalingsstrukturen i øvrigt er meget uigennemskuelig –er der en risiko for, at opmærksomheden omkring mæglernes salær bliver meget nedtonet. Det skal ses i sammenhæng med, at det kun er 28 pct. af de virksomheder, som har benyttet en mægler, der har forhandlet om prisen for udbuddet med mægleren. Samtidig er det kun 22 pct., som har forhandlet om prisen på den løbende rådgivning af medarbejderne.

For mange af de udbud, der gennemføres af mæglere, er det en præmis i udbudsmaterialet, at den efterfølgende rådgivning af opsparerne om pensions- og forsikringsforhold skal ligge hos mægleren frem for det pensionsselskab, der vælges i forbindelse med udbuddet. Det er uhensigtsmæssigt, hvis der ikke er klarhed om, hvorvidt mæglernes rådgivning er bedre og/eller billigere end pensionsselskabets rådgivning.

Desuden fremhæver visse AMP-selskaber mæglernes rådgivningsydelser som en årsag til, at de har vanskeligt ved at komme ind på det kommercielle marked. For udbud af firmaordninger gennemført i perioden 2015-17 af de fem største mæglere deltog et AMP-selskab i mindre end 5 pct. af udbuddene og vandt ikke.[202] Desuden har de fire største mæglere, der tilsammen dækker omtrent 85 pct. af udbud, gennemført 18 udbud med deltagelse af et AMP-selskab i perioden 1. januar 2018 til ultimo september 2019. I tre af tilfældene blev pensionsordningen placeret hos AMP-selskabet. I stort set alle de pågældende udbud siden 2015 er der tale om de to samme AMP-selskaber.[203]

For godt 90 pct. af de seneste 550 mæglerudbud blev den efterfølgende servicering af opsparerne placeret hos den mægler, der gennemførte udbuddet.

Fra mæglernes side fremhæves det, at den manglende deltagelse af AMP-selskaber i udbud skyldes, at virksomhederne i firmaordningerne efterspørger løsninger, som AMP-selskaberne ikke vil tilbyde fx individuel fleksibilitet i opsparings- og forsikringsforhold.

6.2 Arbejdsmarkedets parter

For arbejdsmarkedspensioner er det arbejdsmarkedets parter og virksomheder, der træffer beslutning om, hvem der skal administrere medarbejderens indbetalinger til pension, og i varierende grad hvilket pensions- og forsikringsprodukt, der tilbydes, jf. boks 6.1.[204]

[202] Jf. Konkurrencerådets afgørelse i Danica/SEB-fusionen, maj 2018.

[203] Oplyst af Forsikringsmæglerforeningen i forbindelse med høringen af denne analyse.

[204] Indbetalingerne skal ikke forveksles med medarbejderens depot, der valgfrit kan overføres ved fx jobskifte.

Boks 6.11
Hvem foretager beslutningerne på arbejdamrkedspensionsområdet

Arbejdsmarkedets parter
Typiske forhandlingsemner: Andel af løn, der indbetales til pension Andel af pension, som valgfrit kan udbetales som løn Placering af indbetalinger Forsikringsbetingelser Udbetalingssammensætning Pension af lån under ferie, under barsel, ved løntillæg, for elever/lærlinge osv. Seniorordning
Pensionsselskabet
Inden for rammerne af overenskomsten tager pensionsselskaberne en række kollektive beslutninger. Omfanget af kollektive beslutninger varierer meget på tværs af selskaber, men omfatter typisk: Pensionstype (markedsrente/gennemsnitsrente) Udbetalingsmetode (aldersopsparing, ratepension eller livrente) Forsikringer, så som invalidepension Forsikringssum Hvordan pensionsindbetalingerne skal forvaltes/investeres

Medarbejderen
Afhænger af, hvad der er bestemt kollektivt ved overenskomst og pensionskasse, men omfatter: Udbetalingsmetode (aldersopsparing, ratepension eller livrente) Risikoprofil ved investering Tilvalg af forsikringer Forsikringssum Udbetaling af løn for en mindre andel af indbetalingerne

Hele det offentlige arbejdsmarked – samt store dele af det private arbejdsmarked – er omfattet af overenskomster, hvor arbejdstager- og arbejdsgiverorganisationer aftaler de overordnede linjer for pensionsordningerne. I mange overenskomster er det også fastlagt hvilket pensionsselskab, der rent faktisk skal administrere midlerne. I en spørgeskemaundersøgelse er det knap 90 pct. af de adspurgte fagforbund, der oplyser, at der er nævnt en fast pensionsudbyder eller pensionskasse i overenskomsten. Overenskomsterne bliver genforhandlet typisk hvert andet eller tredje år.

Opsparerne kan således ikke selv bestemme, hvor deres pensionsopsparing skal placeres. Opsparerne kan påvirke beslutningerne gennem den demokratiske proces, der er i de forskellige fagforbund. Her kan opsparerne fx påvirke, hvem der skal sidde i bestyrelsen i pensionsselskabet, og de kan bringe pensionsrelaterede emner op på generalforsamlingen.

Samtidig kan arbejdsmarkedets parter inddrage medlemmerne i deres beslutninger på anden vis. Ifølge en spørgeskemaundersøgelse er det omkring 20 pct. af fagforbundene, som oplyser, at de direkte har inddraget medlemmerne i beslutninger om pension fx gennem en urafstemning eller via tillidsrepræsentanter, der har repræsenteret medlemmerne.

Store dele af den private sektor er også dækket af overenskomster, hvor det er angivet hvilket pensionsselskab, som skal administrere midlerne. I andre overenskomster på det private marked er der frit valg af pensionsselskab, så længe selskabet opfylder visse krav. Hertil kommer, at mange virksomheder i den private sektor vælger pensionsselskab for deres ansatte, hvis de ansatte ikke er omfattet af en overenskomstordning.

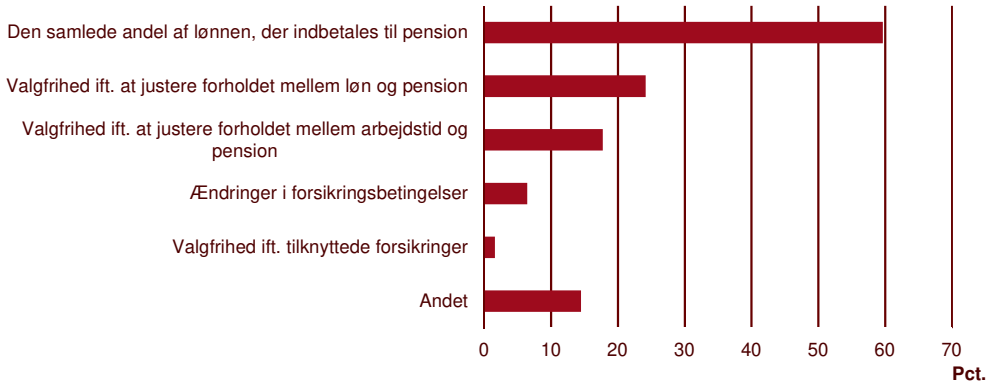
På det private marked indgår virksomhederne typisk aftaler med et pensionsselskab, fx efter en udbudsrunde og/eller efter rådgivning fra pensionsmæglere. I dette tilfælde er det i høj grad virksomheden, der i samarbejde med mæglerne, fastlægger rammerne for pensionsordningen for de ansatte i virksomheden under hensynstagen til eventuelle overenskomstfastsatte kriterier, fx om pensionsbidragets størrelse.

I en spørgeskemaundersøgelse er der spurgt til den vigtigste årsag til, at fagforbundene har forhandlet en pensionsordning for sine medlemmer. Besvarelsen viser, at det især er ønsket om at sikre medlemmerne økonomisk ved sygdom og i pensionsalderen. Herefter (og i sammenhæng hermed) kommer et ønske om at være en attraktiv organisation, hvilket 71 pct. angiver som vigtigt eller meget vigtigt.[205]

Normalt vil det være fagforeningernes bestyrelse og/eller ledelse, der tager initiativ til at skifte pensionsudbyder. Den indstilling tages herefter med til overenskomstforhandlingerne, hvor arbejdsmarkedet parter forhandler en eventuel ændring på plads. Hvis der ønskes ændringer uden for overenskomstforhandlingerne, kan parterne dog i mange tilfælde forhandle en separat delaftale herom, hvis ellers overenskomsten giver mulighed for det.

Over halvdelen af fagforeningerne havde ved de seneste overenskomstforhandlinger stillet krav, der omhandlede den andel af lønnen, der indbetales til pension, jf. figur 6.1. Disse krav forhandles centralt af de store arbejdsgiver- og arbejdstagerorganisationer. Desuden havde fagforeningerne fokus på medarbejderens valgfrihed på visse områder. Knap hver fjerde af de adspurgte fagforeninger stillede krav om bedre mulighed for at justere forholdet mellem løn og pension, mens 18 pct. stillede krav vedrørende medarbejderens mulighed for at gå ned i arbejdstid mod til gengæld at reducere pensionsindbetalingen.

Figur 6.1 **Fagforeningers krav ved overenskomstforhandlinger**



Anm.: 62 respondenter, 76 svar. Spørgsmål: Hvilke elementer vedrørte de krav om pensionsordningen, der indgik ved de seneste overenskomstforhandlinger? (mulighed for flere svar). Svarene i kategorien 'Andet' dækker fx over ændringer i forhold til pension for elever og lærlinge eller seniorer.

Kilde: Spørgeskemaundersøgelse blandt fagforeninger. foretaget af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

[205] Jf. spørgeskemaundersøgelse gennemført i forbindelse med udarbejdelse af analysen.

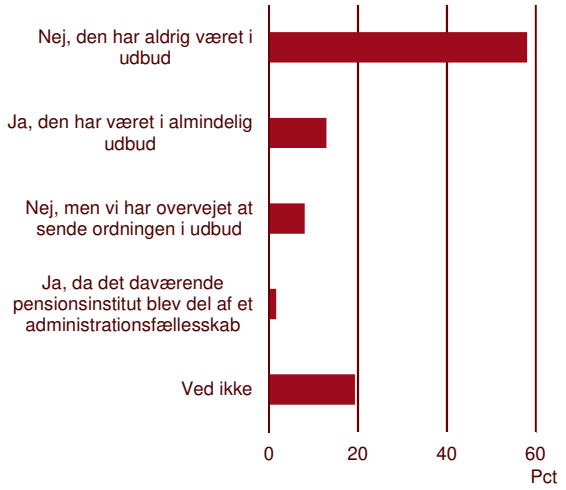
Bevægelsen mod øget valgfrihed mellem fx lavere arbejdstid og pension skal bl.a. ses i sammenhæng med det såkaldte samspilsproblem, dvs. at den effektive beskatning af pensionsopsparing inklusive modregning i offentlige ydelser, var ret høj for indbetalinger sidst i arbejdslivet. Den sammensatte marginalskat på pensionsindbetalinger for personer der nærmer sig pensionsalderen er dog faldet mærkbart efter aftalen om en skattereform i 2018, jf. boks 2.9.

Arbejdsmarkedets parter konkurrenceudsætter sjældent pensionsordningen
Samlet set har arbejdsmarkedets parter god mulighed for at konkurrenceudsætte medlemmernes pensionsopsparing ved fx at sende administrationen af medlemmernes pensioner i udbud. Det sker imidlertid som nævnt ikke særligt ofte.

Det er 15 pct. af de adspurgte fagforbund, der har svaret, at deres medlemmers pensionsordning har været i udbud, jf. figur 6.2a. For knap 60 pct. af de adspurgte fagforeninger har medlemmernes pensionsordning aldrig været i udbud, mens 20 pct. oplyser, at de ikke ved, om forbundets pensionsordning har været i udbud. For hovedparten af de adspurgte fagforeninger er det endvidere lang tid siden (mere end otte år), at der blev truffet beslutning om at anvende det nuværende pensionsselskab, jf. figur 6.2b.

Figur 6.2 **Konkurrenceudsættelse af pensionsordning på overenskomstområdet**

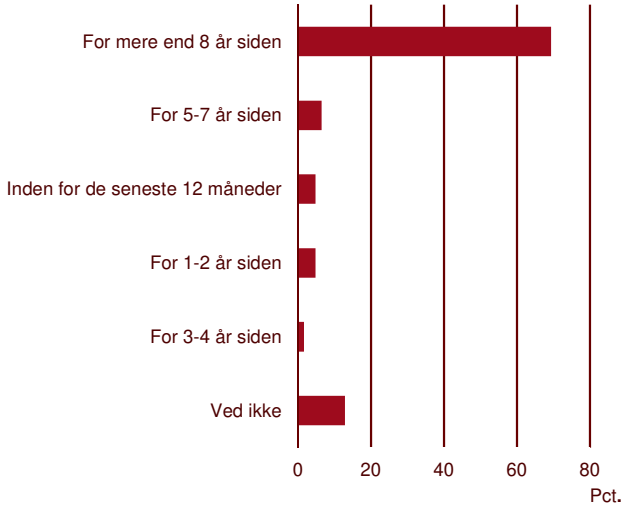
(a) **Udbud af pensionsordning**



Anm.: 62 respondenter. Spørgsmål: Har medlemmernes nuværende pensionsordning tidligere været i udbud blandt forskellige pensionsselskaber?

Kilde: Spørgeskemaundersøgelse blandt fagforeninger.

(b) **Antal år siden placeringen af medlemmernes pensionsordning blev truffet**



Anm.: 62 respondenter. Spørgsmål: Hvornår blev beslutningen om placeringen af medlemmernes pensionsordning i det pågældende pensionsinstitut truffet?

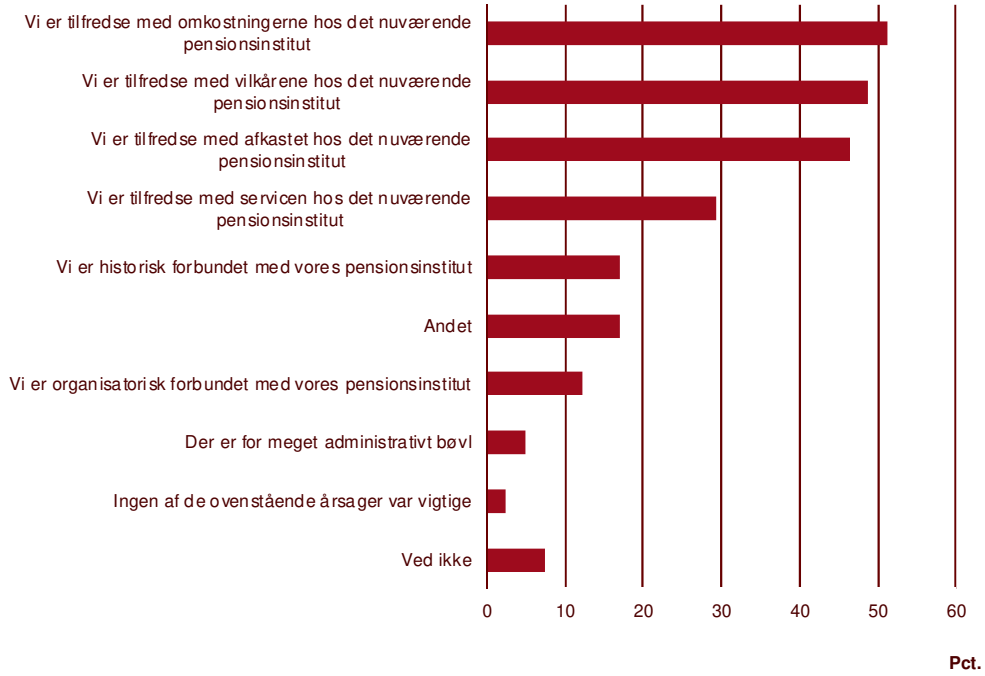
Kilde: Spørgeskemaundersøgelse blandt fagforeninger.

Når markedet ikke testes fx ved konkurrenceudsættelse, kan det være vanskeligt for arbejdsmarkedets parter at vurdere, om opsparerne tilbydes et konkurrencedygtigt produkt. Der kan derfor være risiko for, at der ikke sikres et tilstrækkeligt fokus på at nedbringe omkostningerne, herunder at der ikke høstes de stordriftsfordele, der kan opnås hvis det er muligt at placere ordningen i større, mere effektive selskaber.

Der er dog over det seneste årti sket en vis udvikling og konsolidering på pensionsmarkedet. Det skyldes bl.a. fusioner og indgåelse af administrationsfællesskaber, jf. tabel 6.1 nedenfor. Administrationsfællesskaber kan høste visse stordriftsfordele.

Når fagforbundene bliver spurgt om årsagen til, at medlemmernes pensionsordning ikke konkurrenceudsættes, så henviser de især til, at vilkårene i det aktuelle pensionsselskab anses for at være tilfredsstillende, eller at fx omkostningerne og afkast har et tilfredsstillende niveau, jf. figur 6.3.

Figur 6.3 **Årsager til at beholde pensionsordning**

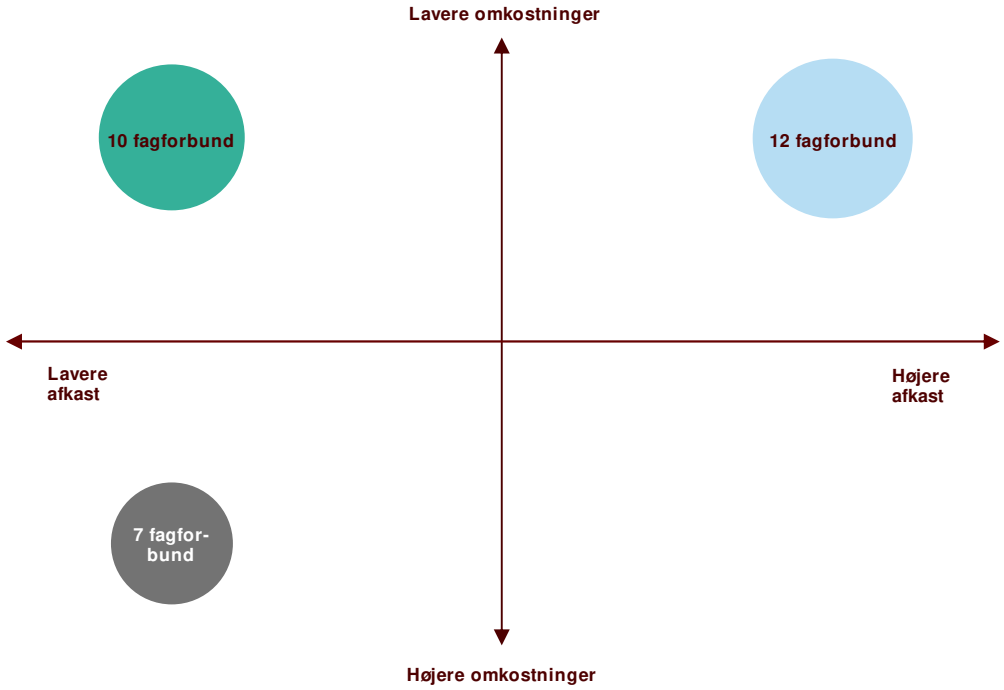


Anm.: 41 respondenter, 97 svar. Spørgsmål: Hvad er de vigtigste årsager til, at I har valgt ikke at udbyde pensionsordningen? (mulighed for flere svar).

Kilde: Spørgeskemaundersøgelse blandt fagforeninger.

For de 29 forbund, hvor pensionsordningen ikke blev udbudt, fordi der er tilfredshed med afkast og omkostningerne, var der i 2017 store forskelle på de faktiske omkostninger (prisen/ÅOP) hos de pensionsselskaber, som forvalter opsparingen. For syv fagforbund gælder således, at deres medlemmers pensionsordning var placeret i AMP-selskaber, som havde højere omkostninger end gennemsnittet blandt AMP-selskaberne. Disse syv selskaber havde i 2017 også et lavere afkast end gennemsnittet.

Figur 6.4 **Performance hos fagforbunds pensionsselskaber**

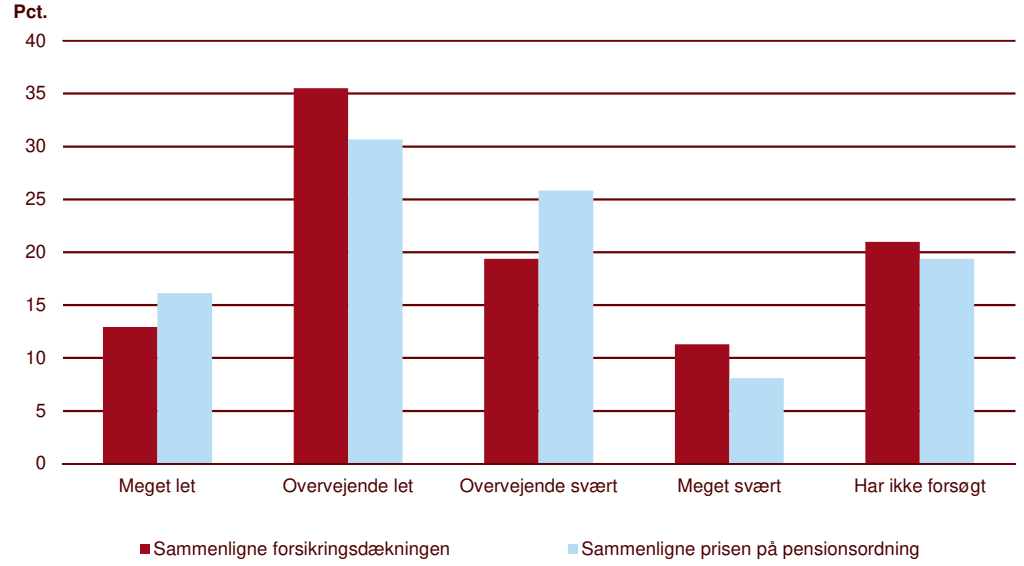


Anm.: 29 fagforbund har angivet tilfredshed med afkast og omkostninger. Figuren bygger på afkast og omkostninger/ÅOP fra 2017. X-aksen illustrerer de gennemsnitlige omkostninger på markedet. Y-aksen illustrerer det gennemsnitlige afkast.

Kilde: Wilke på vegne af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen samt data indleveret af pensionsselskaberne.

Hvis en pensionsordning konkurrenceudsættes kan det bidrage til, at få et overblik over, om medlemmernes midler forvaltes effektivt. Det skal ses i lyset af, at pensionsselskaberne giver forpligtende bud på opgaven. Det kan være vanskeligere at sammenligne forskellige pensionsselskaber på anden vis, dvs. uden at selskaberne afgiver forpligtende tilbud. Omkring hvert tredje fagforbund vurderer, at det er svært at sammenligne forsikringsdækninger og prisen på medlemmernes ordning i forskellige selskaber, mens 20 pct. oplyser, at de ikke har forsøgt at sammenligne priser. Resten vurderer, at det er let at foretage disse sammenligninger, jf. figur 6.5.

Figur 6.5 **Sammenligning af priser og forsikringsdækning mellem pensionsordninger, for fagforbund**



Anm.: 62 respondenter. Spørgsmål: "Hvor let eller svært er det at: Sammenligne forsikringsdækningen af medlemmernes pensionsordning med forsikringsdækningen af andre pensionsordninger" og "Hvor let eller svært er det at sammenligne prisen på medlemmernes pensionsordning med prisen på andre pensionsordninger"

Kilde: Spørgeskemaundersøgelse blandt fagforeninger, foretaget af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

Flere AMP-selskaber er gået sammen i administrationsfællesskaber, jf. tabel 6.1. Denne organisationsform kan fastholde den tætte tilknytning mellem pensionsselskabet og arbejdsmarkedets parter og samtidig opnå visse skalafordele i form af lavere administrations- og investeringsomkostninger (jf. kapitel 3).

En række AMP-selskaber er desuden fusioneret, jf. tabel 6.1. Denne konsolidering kan bl.a. være drevet af et ønske om at udnytte stordriftsfordele ved at have en større bestand af kunder og en større pensionsformue. En fusion, hvor fuld kontrol overtages af den ene part, giver principielt bedre mulighed for at høste alle skalafordele end et administrationsfællesskab, hvor de deltagende selskaber beholder hver sin bestyrelse, formue og identitet m.v., ligesom medlemmerne fortsat har deres opsparing og investeringer i de respektive selskaber.

Tabel 6.1 **Oprettede administrationsfællesskaber og fusioner for AMP siden 2005**

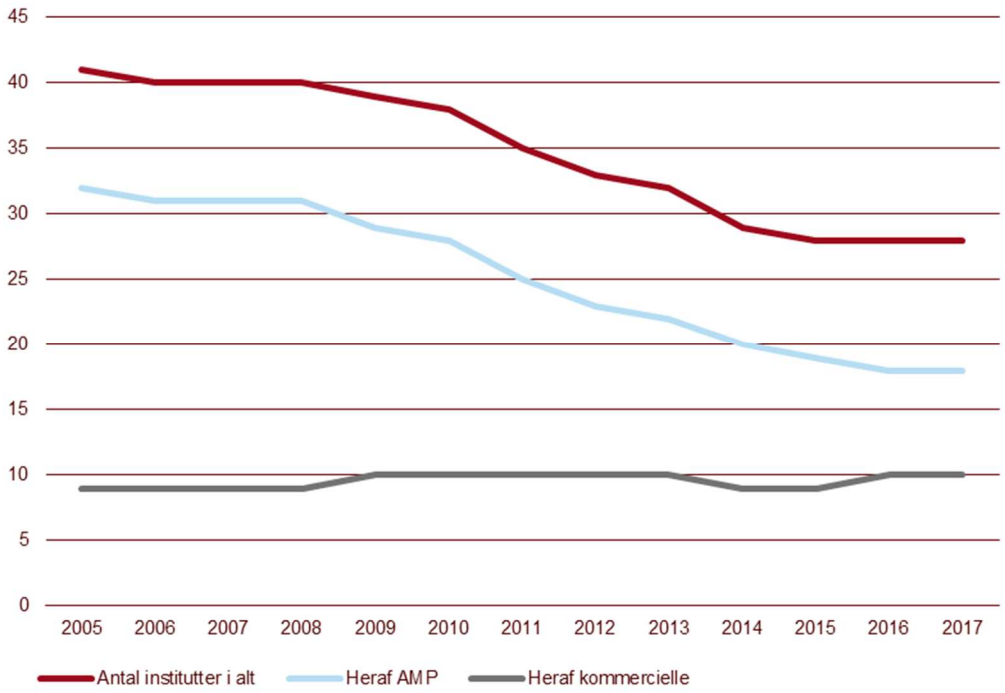
År	Oprettede administrationsfællesskaber		Fusioner
	Indgående parter	Administrations-fællesskab	
2005			HTS Pension, B&A Pension PKS Pension → PensionDanmark
2006	PKA, Lærernes Pension, PBU	FORCA	
2008	PKA+, Pensionskassen for Sygeplejersker og Lægesekretærer, Pensionskassen for socialrådgivere, socialpædagoger og kontorpersonale, Pensionskassen for sundhedsfaglige	PKA	
2009			Pensionskassen for Håndværk og Industri, Pensionskassen for Nærings- og Nydelsesmiddelområdet → *Industriens Pension A/S*
2010			Pensionskassen for Værkstedsfunktionærer i Jernet i Danmark overdrages til PFA Pension
2011			Pensionskassen for Bioanalytikere, Pensionskassen for Sundhedsfaglige, Pensionskassen for Jordemødre, Pensionskassen for Kost- og Ernæringsfaglige, Pensionskassen for Ergoterapeuter og Fysioterapeuter → *Pensionskassen for Sundhedsfaglige*
2012			FSP Pension, AP Pension → *AP Pension* FunktionærPension → *PFA Pension*
2014			Livsforsikringsselskabet A/S overdrages til Pensionskassen for Børne- og Ungdomspædagoger Pensionskassen for Sygeplejersker, Pensionskassen for Lægesekretærer → *Pensionskassen for Sygeplejesker og Lægesekretærer* Pensionskassen for Socialrådgivere og Socialpædagoger, Pensionskassen for Kontorpersonale → *Pensionskassen for Socialrådgivere, socialpædagoger og kontorpersonale*
2015	JØP, DIP	P+	Forsikringsbestanden for Pensionskassen for Apotekere og Farmaceuter og Bankpension overdrages til PFA Pension
2016	Arkitekternes Pension, PJD	Sampension[1]	AP Skadesforsikring Aktieselskab → *AP Pension Livsforsikringsaktieselskab* Bankpension, Pensionskassen for finansansatte → *PFA Pension*
2018	FORCA, Industrien Pension PKA, Pensionskassen for Farmakonomer	FORCA PKA	
2019			JØP, DIP → P+

Note: Arkitekternes Pension) og PJD ejer 3 pct. hver. Resten ejer Sampension, som har andre kunder, bl.a. virksomhedsordninger som Postnord, KMD, Sportsmaster, Albatros Travel og kundegruppen for Grafisk Pension.

Kilde: Egen fremstilling.

Siden slutningen af 00'erne er antallet af AMP-selskaber næsten halveret, og der er i dag 18 tilbage, jf. figur 6.6. Det har dog kun medført en begrænset stigning i koncentrationen af markedsandele, målt ved HHI, både når AMP-selskaberne betragtes isoleret og for alle selskaber under ét. Den relativt begrænsede stigning i koncentrationen afspejler, at det hovedsageligt er de små AMP-selskaber, som er forsvundet som følge af konsolideringsprocessen. Dog er koncentrationen blandt AMP-selskaber steget noget, hvis administrationsfællesskaber tælles med som en fusion (dvs., at selskaber, som indgår i samme administrationsfællesskab, tæller som et enkelt selskab).

Figur 6.6 **Udvikling i antallet af pensionsselskaber i Danmark**



Note: Antallet af pensionsselskaber er opgjort som antallet af livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser, som er under dansk tilsyn, og som har modtaget bruttopræmier i det givne år. Separate enheder, som indgår i samme koncern, er opgjort som ét selskab. Selskaber, som ikke opererer i Danmark eller ikke sælger pensioner, er ikke medtaget i opgørelsen. Et selskab er klassificeret som et AMP-selskab, hvis det er et livsforsikringsselskab, som primært administrerer arbejdsmarkedspensioner, eller hvis der er tale om en tværgående pensionskasse.

Kilde: Finanstilsynet.

De væsentligste overordnede beslutninger i et pensionsselskab træffes som udgangspunkt af bestyrelsen, som kan vælge at inddrage medlemmerne i større eller mindre grad. De fleste AMP-selskaber er tværgående pensionskasser, som ejes af medlemmerne. Her er det et krav, at mindst halvdelen af bestyrelsen skal vælges af og blandt medlemmerne i pensionskassen, jf. Lov om finansiel virksomhed § 115.

Bestyrelsen skal varetage ejernes (eller ejerrepræsentanternes) interesser og skal i den forbindelse også have indsigt i medlemmernes præferencer og økonomiske forhold. Det er i den forbindelse vigtigt at have en bestyrelse, der har de rette kompetencer. Reguleringen og produkterne er relativt komplekse, og for bestyrelsen er det bl.a. vigtigt at sikre, at selskabernes direktion/ledelse har samme umiddelbare målsætninger m.v. som ejerkredsen.

Bestyrelsens opgaver og ansvar er bl.a. bestemt i lov om finansiel virksomhed. Finanstilsynet har udarbejdet en vejledning, der præciserer kravene for ledelsesmedlemmers egnethed og

hæderlighed samt et skema, der skal indgives til Finanstilsynet ved ansættelse af direktør, bestyrelsesmedlem eller ledelsesansvarlig, jf. boks 6.2.[206]

Derudover har Finanstilsynet udarbejdet en vejledning med forslag til, hvordan bestyrelser i livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser løbende kan vurdere, om den tilstrækkelige viden og erfaring er til stede i bestyrelsen.[207] Som en del af disse krav skal bestyrelserne løbende evaluere sig selv.

Boks 6.2
Krav til bestyrelser i pensionsselskaber

Finanstilsynet har stillet krav til pensionsselskaberne om årligt at evaluere bestyrelsens viden og erfaring, både på individniveau og for bestyrelsen som helhed. Det indebærer, at bestyrelsen har pligt til at vurdere, om den samlede bestyrelse besidder den nødvendige viden og erfaring til at sikre en forsvarlig drift af virksomheden og dens risici.

Efter Finanstilsynets opfattelse er der altid behov for mindst ét bestyrelsesmedlem, der har viden og erfaring med 1) finansielle markeder og de muligheder, der er for kapitalforvaltning og risikoafdækning, og 2) pensionsprodukter og tilhørende forsikringsrisici, herunder levetids- og invaliditet. Som individ skal man opfylde kravene til egnethed og hæderlighed.

Finanstilsynet har lavet et grundkursus for bestyrelsesmedlemmer i den finansielle sektor, som er obligatorisk for alle nye bestyrelsesmedlemmer.[208]

Der er typisk et relativt tæt forhold mellem fagforbund og pensionsselskab. Dette tætte forhold kommer bl.a. til udtryk ved, at der i 12 ud af 15 AMP-selskaber er mindst ét bestyrelsesmedlem, som både sidder i fagforbundets bestyrelse og i det tilknyttede pensionsselskabs bestyrelse. Tilsvarende personsammenfald findes på arbejdsgiversiden.

Denne organisationsform kan gøre det nemmere for fagforeningerne at varetage deres medlemmers interesser, når der træffes beslutninger i det pågældende pensionsselskab. Det kræver, at medlemmernes interesser og præferencer er tilstrækkeligt afdækket, og at fagbevægelsens repræsentant i bestyrelsen har et incitament til at varetage medlemmernes interesser i de relevante spørgsmål. Ifølge en spørgeskemaundersøgelse er det omkring 20 pct. af fagforbundene, som direkte har inddraget medlemmerne i beslutninger om pension fx gennem en urafstemning eller via tillidsrepræsentanter, der har repræsenteret medlemmerne.[209]

I udgangspunktet vil fagbevægelsens repræsentant i pensionsselskabets bestyrelse træffe beslutninger, der også vedrører personens egen pension, hvorfor repræsentanten i bestyrelsen kan siges at have samme incitament som medlemmerne. Der kan dog potentielt være en incitamentsudfordring, hvis fagbevægelsens repræsentant i bestyrelsen modtager vederlag for arbejdet, som bortfalder, hvis der træffes beslutning om, at pensionsordningen skal varetages i et andet pensionsselskab. Det er der imidlertid opmærksomhed på, idet der for hovedparten af fagforbundene gælder, at vederlaget til faglige repræsentanter enten bliver modregnet i de pågældendes løn eller tilgår den faglige organisation.

[206] Finanstilsynet (2014). Vejledning om krav i den finansielle lovgivning til direktørers og bestyrelses-medlemmers egnethed og hæderlighed (fit og proper).
[207] Finanstilsynet (2012). Vejledning til evaluering af bestyrelsens viden og erfaring i livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser.
[208] Bekendtgørelse om grundkursus for medlemmer af bestyrelsen i pengeinstitutter, realkreditinstitutter og forsikringsselskaber. Lovetidende A, nr. 1424.
[209] Spørgeskemaundersøgelse blandt fagforeninger foretaget af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

Samtidig vil leverandørskift i nogle tilfælde kræve, at man må lukke et selskab, som man har tætte historiske bånd til. En unødig tæt tilknytning til et pensionsselskab, der ikke udfordres, og hvor arbejdsmarkedet parter ikke i tilstrækkelig grad overvejer, om medlemmernes pension administreres af det bedste og billigste pensionsselskab, kan være problematisk for opsparerne og mere generelt for konkurrencen på markedet. En effekt heraf kan fx være, at pensionsselskabet fortsætter med at være relativt lille og derved går glip af stordriftsfordele, som kan komme opsparerne til gode, jf. kapitel 3.

6.3 Virksomhederne på det private marked

På det private arbejdsmarked er medarbejderen også ofte omfattet af overenskomster, som omfatter arbejdsmarkedspension, men i mindre grad end på det offentlige arbejdsmarked. En del virksomheder har desuden indgået aftale om firmaordninger med specifikke pensionsselskaber. Her er det virksomheden, som beslutter, hvilket pensionsselskab der skal administrere medarbejderens pension. Det vil typisk være sådan, at de overordnede rammer for pensionsordningen, såsom den procentvise pensionsindbetaling, vil være bestemt af virksomheden – dog med respekt for eventuelle overenskomstfastsatte krav til pensionen – mens en række komponenter kan være valgfrie for den enkelte ansatte, jf. boks 6.3.

Det private arbejdsmarked er desuden omfattet af arbejdsmarkedspensioner, hvor arbejdsgiveren administrerer indbetalingerne til medarbejderes individuelle pensionsordninger.

Firmaaftaler vil ofte afspejle de overenskomster, som dele af virksomhedens medarbejderstab kan være underlagt. Hvis medarbejderne, eller en del af medarbejderne, er dækket af en overenskomst, så kan virksomheden i nogle tilfælde tegne en firmaordning, som kan træde i stedet for overenskomstens ordning, såfremt firmaordningen lever op til en række betingelser. Det vil typisk være, at bidraget mindst skal svare til det overenskomstaftalte bidrag samt en række minimumskrav i forhold til forsikringsbetingelser.

Boks 6.3
Hvem foretager beslutningerne ved pension gennem firmaordninger

Pensionsselskabet
Pensionsselskabet sælger pensionsydelsen til virksomheden. I aftalen mellem pensionsselskabet og virksomheden fastlægges de overordnede vilkår for aftalen. Herunder prisen, samt hvilke produkter medarbejderne kan vælge imellem. » Udvalg af pensionsprodukter » Investeringssammensætning for forskellige risikoprofiler » Forsikringsdækninger og –betingelser » Mulig udbetalingsformer (aldersopsparing, ratepension, livrente)

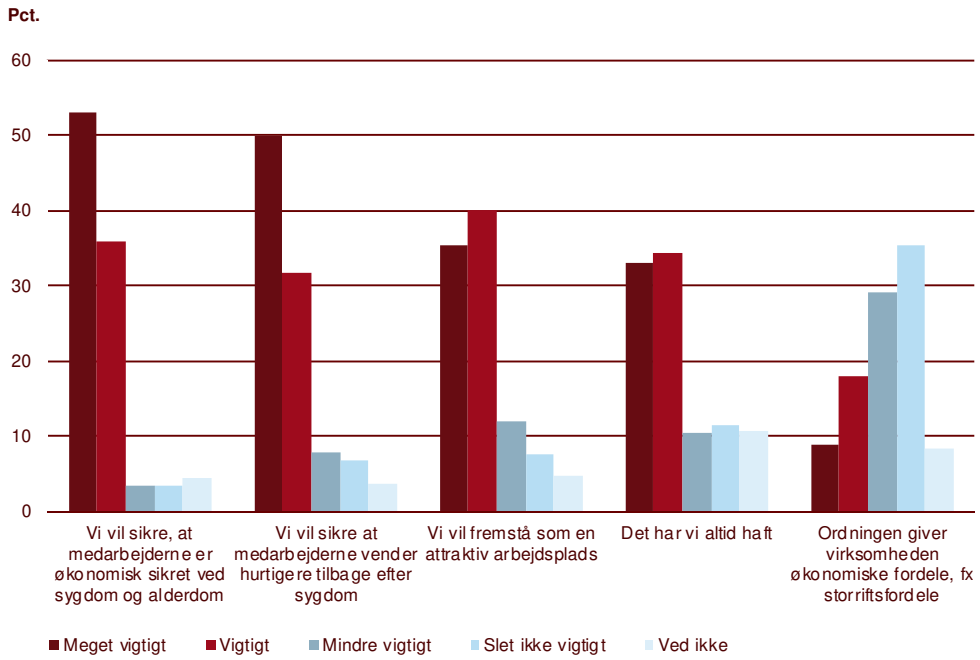
Virksomheden
Virksomheden fastsætter ordningen på baggrund af pensionsselskabets produktudbud, jf. nedenfor. Virksomheden kan være underlagt minimumsbetingelser fra overenskomster men bestemmer typisk: » Andel af løn, der indbetales til pension » Andel af pension, som valgfrit kan udbetales som løn » Placering af indbetalinger » Pension af løn under ferie, under barsel, ved løntillæg, for elever/lærlinge osv. » Valg af obligatoriske forsikringsdækninger samt niveau

Medarbejderen
Medarbejderne har i firmaordninger typisk relativt stor valgfrihed i forhold til at sammensætte elementerne i egen pensionsordning. Valgmulighederne afhænger af, hvad der er bestemt kollektivt gennem firmaordningen og af pensionsselskabet, men omfatter typisk: » Pensionstype (markedsrente/gennemsnitsrente) » Udbetalingsmetode (aldersopsparing, ratepension eller livrente) » Risikoprofil » Til- og fravalg af forsikringer » Forsikringssum » Justering af indbetalingsandel

Når virksomheden træffer sine valg omkring pension, herunder valg af pensionsselskab, på vegne af medarbejderen, er det vigtigt, at virksomheden er optaget af, hvad der tjener medarbejdernes interesser. Styrelsen undersøgelse viser, at virksomhederne først og fremmest ønsker at sikre sine medarbejdere økonomisk i pensionsalderen, jf. figur 6.7. Derudover vurderer godt 80 pct. af virksomhederne det som vigtigt at sikre, at medarbejderne kan vende hurtigere tilbage efter sygdom. Det er en højere andel end for fagforbundene, hvor det gælder for omtrent 63 pct.

Samtidig viser undersøgelsen, at det er vigtigt for virksomheden at fremstå som en attraktiv arbejdsplads. En virksomhed vil kunne bruge en attraktiv pensionsordning som led i at tiltrække nye medarbejdere.

Figur 6.7 **Årsager til oprettelse af pensionsordning**



Anm.: 658 respondenter. Spørgsmål Hvor vigtige var følgende årsager til, at virksomheden tegnede en pensionsordning for sine medarbejdere?

Kilde: Wilke på vegne af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

Mere end hver fjerde virksomhed angiver, at det var vigtigt eller meget vigtigt, at virksomheden kunne opnå nogle økonomiske fordele ved at oprette ordningen. Det kan fx være tilfældet, hvis valg af selskab har betydning for virksomhedens øvrige finansielle aftaler. Det kan fx være rabatter på virksomhedens øvrige forsikringer, eller særligt fordelagtige bankvilkår, hvis pensionsordningen ses i sammenhæng med virksomhedens øvrige bankforretninger.

Der kan således være et incitamentsproblem, hvis virksomheden i højere grad placerer ordningen ud fra de økonomiske fordele, som virksomheden kan opnå og i mindre grad efter, hvor medarbejderne kan få den bedst mulige pensionsordning.

Medarbejderne har bl.a. interesse i at opnå den rette sammensætning af opsparing og forsikring, som sikrer et tilstrækkeligt forsikringsniveau i den erhvervsaktive alder, samtidig med at de opnår et rimeligt forsørgelsesniveau som pensionist. De to forhold – forsikringer og opsparing – er gensidigt afhængige af hinanden. Skruer man op for forsikringerne, er det på bekostning af opsparingen og omvendt.

Her kan virksomheder have et incitament til i højere grad at prioritere forsikringsniveauet i den erhvervsaktive alder i form af fx sundhedsforsikringer m.v., og i mindre grad have fokus på forsørgelsesgrundlaget som pensionist hos medarbejderne. Det skyldes, at virksomheder kan have en egeninteresse i, at medarbejderne er til rådighed for arbejdspladsen i den erhvervsaktive alder. En hurtig tilbagevenden til arbejdsmarkedet er dog ikke kun en gevinst for virksomheden, men kan også medføre samfundsøkonomiske fordele i form af højere velstand og bedre offentlige finanser.

Virksomheder konkurrenceudsætter oftere pensionsordningen
Cirka 40 pct. af de adspurgte virksomheder har haft deres nuværende pensionsordning i udbud. Derved konkurrenceudsætter virksomhederne i større grad pensionsordningen end arbejdsmarkedets parter, hvor 15 pct. af de adspurgte fagforeninger angiver at de har haft deres ordning i udbud, jf. afsnit 6.2.

For 17 pct. af de virksomheder, der har valgt deres nuværende ordning efter et udbud, var der tale om, at virksomheden valgte pensionsselskab for første gang. For de virksomheder, der i forvejen havde en pensionsordning, valgte godt 55 pct. at skifte til et nyt pensionsselskab som følge af udbuddet.

Når virksomhederne vælger pensionsordning i et udbud, så er medarbejdernes forsikringsvilkår, omkostningerne og afkast blandt de vigtigste beslutningsparametre, jf. figur 6.8.

Figur 6.8 **Vigtigste grund til valg af pensionsinstitut**

Anm.: 658 respondenter. Spørgsmål: "Hvad var de vigtigste grunde til, at virksomhedens valgte det nuværende pensionsselskab"?

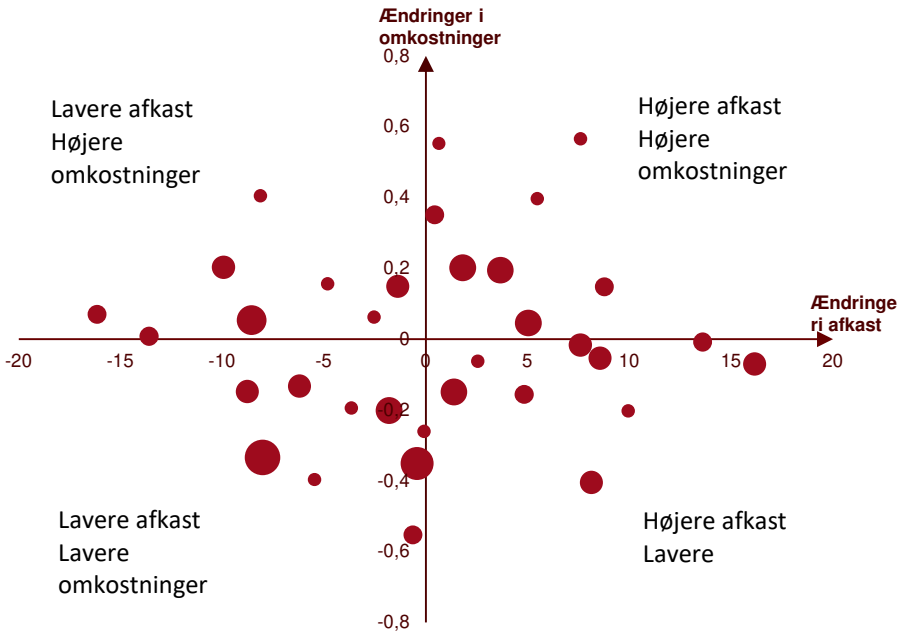
Kilde: Wilke på vegne af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

En forholdsvis stor andel respondenter har peget på, at deres valg af leverandør er en konsekvens af andre forhold ("*andet*") end omkostninger, afkast m.v., jf. figur 6.8. Flere nævner bl.a., at leverandøren er anbefalet af mægler eller fra andre rådgivere. Desuden nævnes betydningen af god service og hensynet til at sikre, at moder- og datterselskaber bruger samme pensionsselskab.

Der er 89 af de adspurgte virksomheder, som har angivet, at de har skiftet pensionsselskab, samt hvilke selskaber de har hhv. fra- og tilvalgt. I figur 6.9 nedenfor vises de opgjorte forskelle på (ÅOP) for alle kunder i det selskab, som er valgt, i forhold til ÅOP i det selskab, der er

valgt fra. Det fremgår, at der ikke er et klart mønster. Der er således ikke tendens til, at selskaberne overvejende søger mod selskaber med relativt lave omkostninger eller høje afkast. Ca. 21 pct. af virksomhederne har faktisk valgt selskaber, som performede relativt dårligt på både afkast og omkostninger i 2017. Det kan dog eventuelt afspejle, at de har forhandlet individuelle vilkår, som er bedre end gennemsnittet i ordningen. Det kan også afspejle, at det valgte pensionsselskab har tilbudt en mere attraktiv pris på de tilknyttede forsikringer.

Figur 6.9 **Opnået ændring i afkast og omkostninger ved skift af pensionsselskab**



Anm.: 89 virksomheder har angivet tidligere og nuværende pensionsselskab. Figuren bygger på afkast og omkostninger fra 2017. X-aksen illustrerer forskel i afkast på tidligere og nuværende pensionsselskab i 2017, Y-aksen illustrerer forskel i omkostninger på tidligere og nuværende pensionsselskab i 2017. Boblestørrelsen illustrerer antallet af virksomheder, der har opnået den pågældende ændring i afkast og omkostninger (ved at have foretaget det samme skift fra tidligere til nuværende pensionsselskab).

Anm.: Der er 2 virksomheder, der har angivet, at de skiftede fra- og til det samme selskab. Disse observationer er udeladt fra figuren.

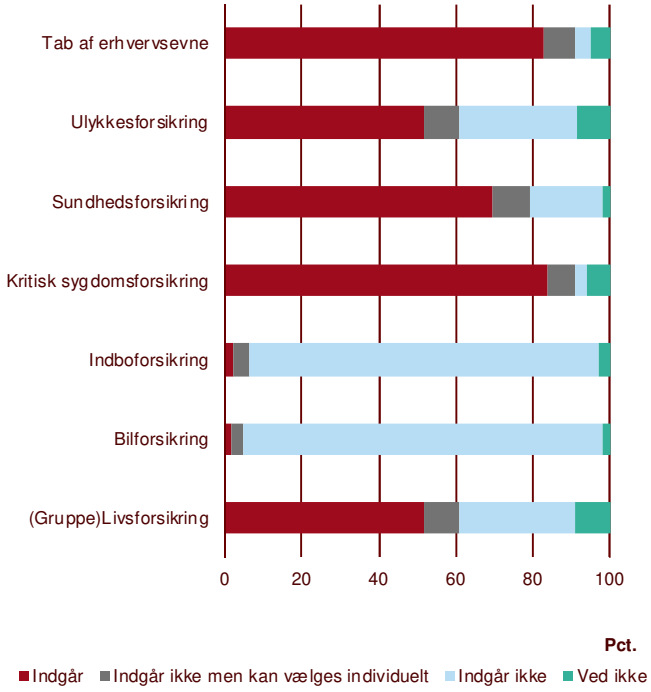
Kilde: Wilke på vegne af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen samt dataindleveret af pensionsselskaberne.

Større produktudbud gennem virksomhedsordninger

Styrelsens undersøgelser viser, at firmaordningerne i højere grad omfatter sundhedsforsikringer, end tilfældet er i AMP-ordningerne. Hvor knap 70 pct. af firmaordningerne indeholder en sundhedsforsikring, er det tilsvarende tal kun knap 25 pct. i AMP-ordningerne, jf. figur 6.10. Der ses samtidig en tendens til, at firmaordningerne i højere grad end AMP ordningerne omfatter ulykkesforsikringer. Tilstedeværelsen af de andre typer forsikring er ret ens.

Figur 6.10 **Forsikringer i kollektive ordninger**

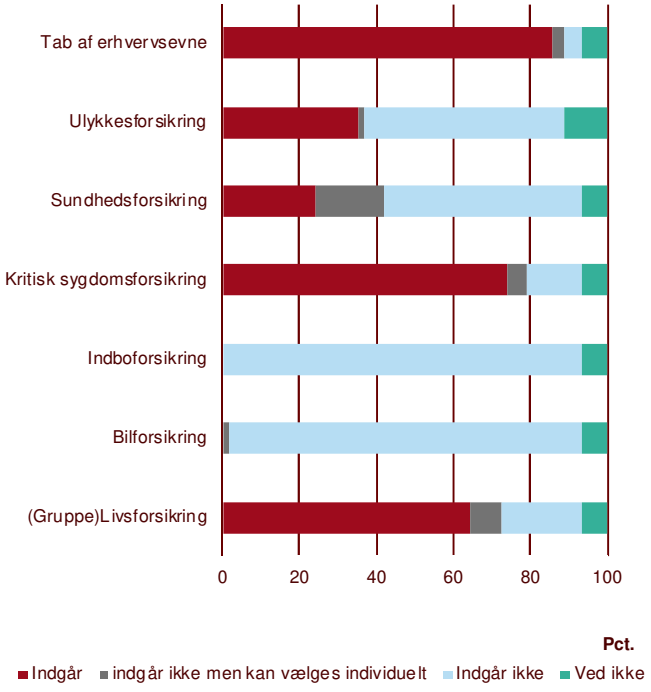
(a) Forsikringer i firmaordninger



Anm.: 658 respondenter. Spørgsmål: Hvilke forsikringer indgår i virksomhedens nuværende pensionsordning?

Kilde: Wilke på vegne af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

(b) Forsikringer i AMP-ordninger



Anm.: 62 respondenter. Spørgsmål: Hvilke forsikringselementer indgår i medlemmernes nuværende pensionsordning?

Kilde: Spørgeskemaundersøgelse blandt fagforeninger foretaget af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

Dækningsgraden i de enkelte forsikringer varierer også inden for hhv. AMP-selskaber og kommercielle selskaber. Flere AMP-selskaber har oplyst, at dækningsgraden for den enkelte forsikring fastsættes således, at opsparerne ikke risikerer at blive modregnet i offentlige ydelser.

Virksomhederne har som nævnt en egeninteresse i at sikre, at deres medarbejdere hurtigt kan vende tilbage til arbejdet efter sygdom. Det kan de understøtte ved at have en obligatorisk sundhedsforsikring tilknyttet pensionsordningen. Forsikringen kan fx give lettere adgang til privathospitaler i tilfælde af ventetid i det offentlige sygehusvæsen eller psykologhjælp i tilfælde af stress eller andre psykiske problemer.

Der er desuden stor forskel på tilkendelseskriterierne for tab-af-erhvervsevne-forsikring i kommercielle selskaber og AMP-selskaber.[210] De kommercielle selskaber har oftest deres egne lægekonsulenter tilknyttet, som vurderer, hvorvidt medlemmerne er i stand til at arbejde eller

[210] Se oversigt over forskelle i tildelingskriterier i bilag 4.

ej ud fra et helbredskriterium. Forsikringen udløses typisk ved en nedsættelse af erhvervsevnen på 50 pct., eller hvis medlemmet kommer i ressourceforløb.

I APM-selskaberne er der derimod typisk krav om 2/3-dele nedsættelse af erhvervsevnen, før forsikringen udløses, og i nogle tilfælde er tildelingskriteriet for invalidepension i AMP-selskaberne knyttet op på, hvorvidt medlemmet er tildelt offentlig førtidspension eller ej. Det betyder, at dækningen i forhold til tab af erhvervsevne for opsparerne i disse selskaber er blevet forringet i takt med, at tildelingskriterierne for førtidspension er skærpet. Nogle AMP-selskaber har dog valgt at foretage en vurdering i forhold til faginvaliditet, dvs. hvorvidt medlemmet kan fortsætte med at arbejde med sit fag.

Mere valgfrihed i virksomhedsordninger

Som udgangspunkt er der større valgfrihed i de virksomhedsordninger, som er placeret i kommercielle selskaber. Det gælder både i forhold til sammensætning af opsparing og risiko i de investeringer, som depotet placeres i, og sammensætningen af forsikringer. Styrelsens undersøgelser peger især på større valgfrihed i forhold til at bestemme produkttype og udbetalingsform. Godt tre ud af fire opsparere i firmaordninger kan selv sammensætte deres pensionsprodukt, mens knap hver fjerde i en AMP-ordning har denne mulighed, jf. figur 6.11.

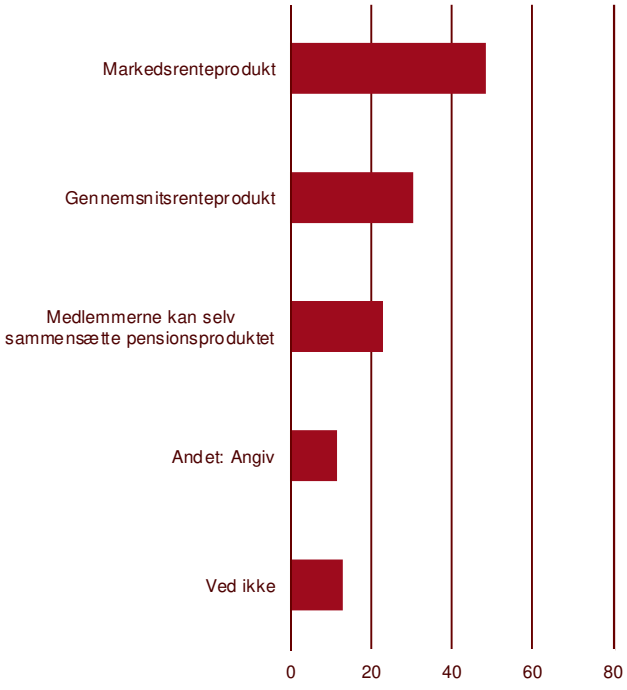
Figur 6.11 **Valgfrihed i forhold til produkttype**

(a) Produkttype i firmaordning

Anm.: 666 svar, 658 respondenter. Spørgsmål: Hvilken type pensionsprodukt indbetaler medarbejderne til? (flere svar muligt).

Kilde: Wilke på vegne af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

(b) Produkttype i AMP-ordning



Anm.: 78 svar, 62 respondenter. Spørgsmål: Hvilken type pensionsprodukt indbetaler medlemmerne til? (flere svar muligt).

Kilde: Spørgeskemaundersøgelse blandt fagforeninger foretaget af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

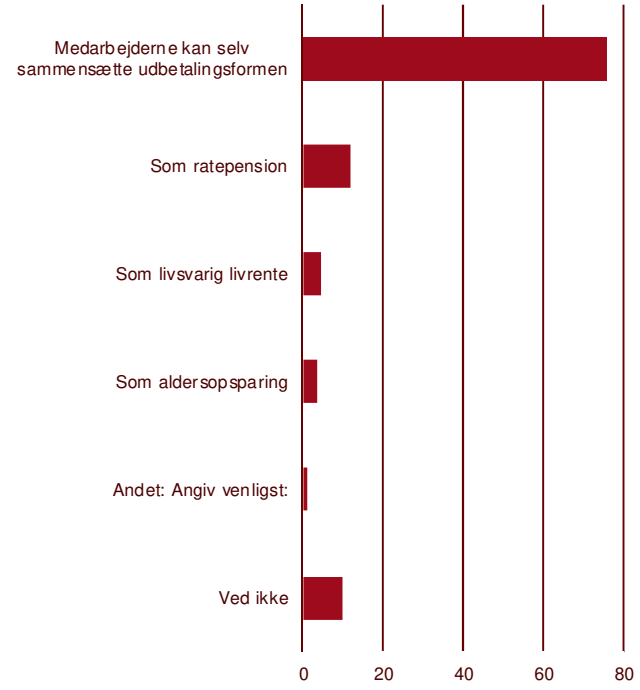
Samme billede tegner sig, når man kigger på muligheden for at vælge udbetalingsform. Tre ud af fire opsparere i en firmaordning kan selv sammensætte deres udbetalingsform inden for

visse grænser, mens det tilsvarende tal er 55 pct. for opsparere i en AMP-ordning, jf. figur 6.12. Opsparerne i de kommercielle selskaber kan i højere grad selv vælge, om de vil ændre deres udbetalingsform til en livrente fra fx en ratepension. Til gengæld er livrente i højere grad forudbestemt i AMP-ordninger.

Generelt trækker den større fleksibilitet i de kommercielle ordninger i retning af, at de også er dyrere at administrere.

Figur 6.12 **Valgfrihed i forhold til udbetalingsform**

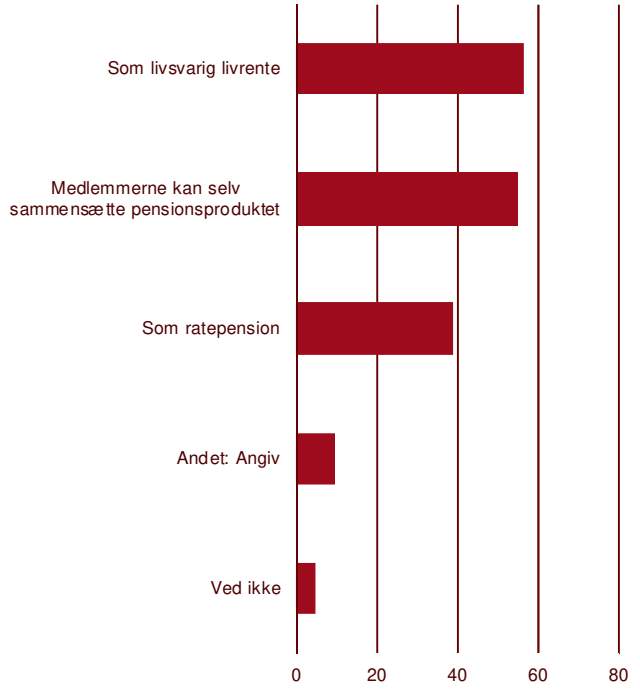
(a) Udbetalingsform i firmaordning



Anm.: 696 svar, 658 respondenter. Spørgsmål: Hvordan udbetales medarbejdernes pension? (Flere svar muligt).

Kilde: Wilke på vegne af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

(b) Udbetalingsform i AMP-ordning



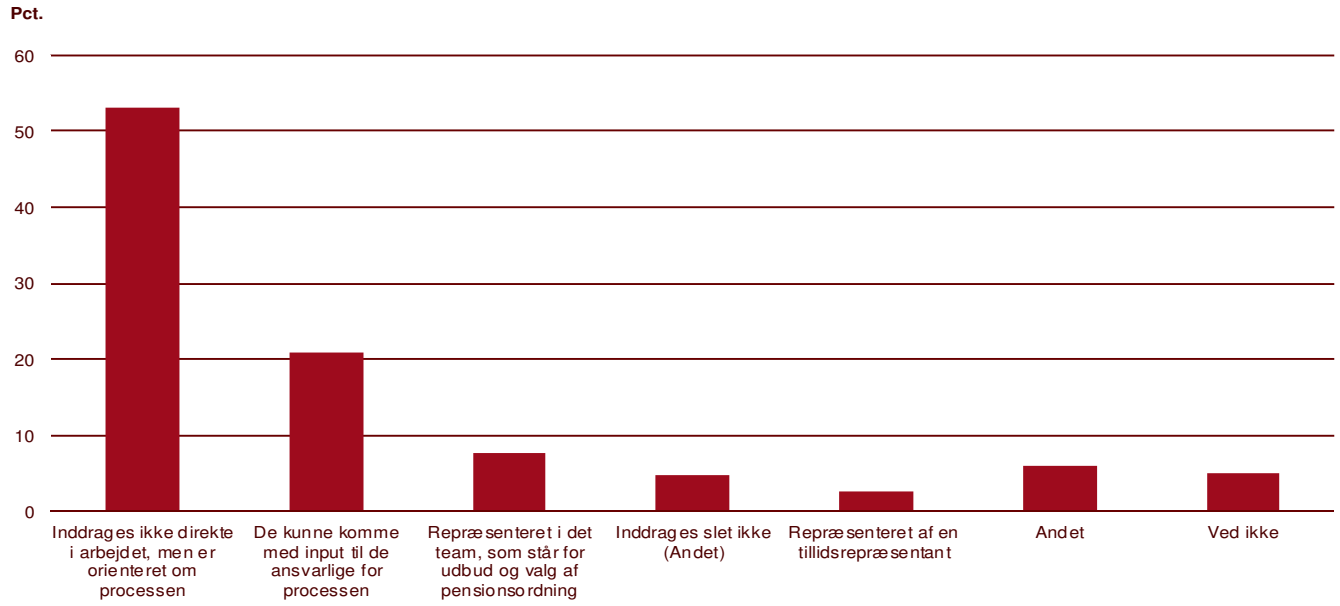
Anm.: 102 svar, 62 respondenter. Spørgsmål: Hvordan udbetales medlemmernes pension? (Flere svar muligt).

Kilde: Spørgeskemaundersøgelse blandt fagforeninger foretaget af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

Medarbejdere inddrages sjældent i beslutningsproces

Det er primært den øverste ledelse i virksomhederne, der træffer de overordnede beslutninger vedrørende pensionsordningen. Medarbejderne er sjældent direkte involveret i processen. Mere end halvdelen af virksomhederne har orienteret deres medarbejdere om beslutninger om pension, men har ikke direkte involveret dem, jf. figur 6.13. Hos godt hver femte virksomhed kunne medarbejderne komme med input til de ansvarlige under processen.

Figur 6.13 **Inddragelse af medarbejdere ved udbud af pensionsordning**



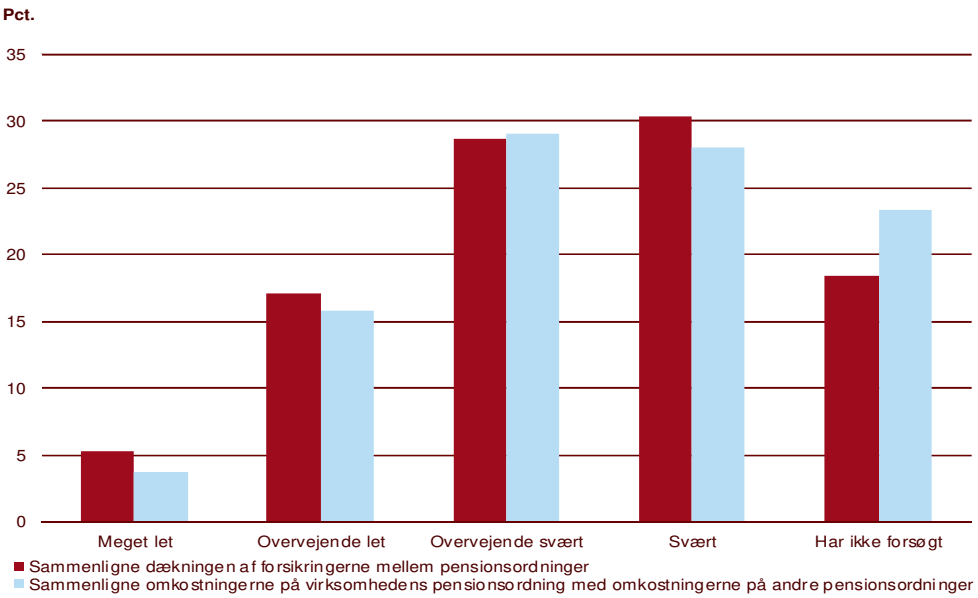
Anm.: 658 respondenter, 715 svar. Spørgsmål: Hvordan inddrages medarbejderne i beslutningen om valg af pensionsordningen? (mulighed for flere svar).

Kilde: Wilke på vegne af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

Knap 60 pct. af de adspurgte virksomheder angiver, at det er svært at sammenligne firmaordningens forsikringer og omkostninger med andre pensionsordninger, jf. figur 6.14. Samtidig er det godt hver tredje virksomhed, der vurderer, at de ikke selv har kompetencerne til at indhente og vurdere tilbud fra forskellige pensionsselskaber.[211] For at få hjælp hertil vælger nogle virksomheder at tilknytte en forsikrings- og pensionsmægler. Mæglerne spiller dermed en vigtig rolle på markedet for virksomhedsordninger.

[211] Wilke undersøgelse blandt virksomheder udført på vegne af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

Figur 6.14 **Sammenligning af virksomhedsordninger**



Anm.: 658 respondenter. Spørgsmål: Hvor let eller svært synes du, det som virksomhed er, at 1) sammenligne dækningen af forsikringerne mellem pensionsordninger, 2) sammenligne omkostningerne på virksomhedens pensionsordning med omkostningerne på andre pensionsordninger?

Kilde: Wilke på vegne af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

6.4 Forsikrings- og pensionsmæglere spiller en væsentlig rolle på pensionsmarkedet

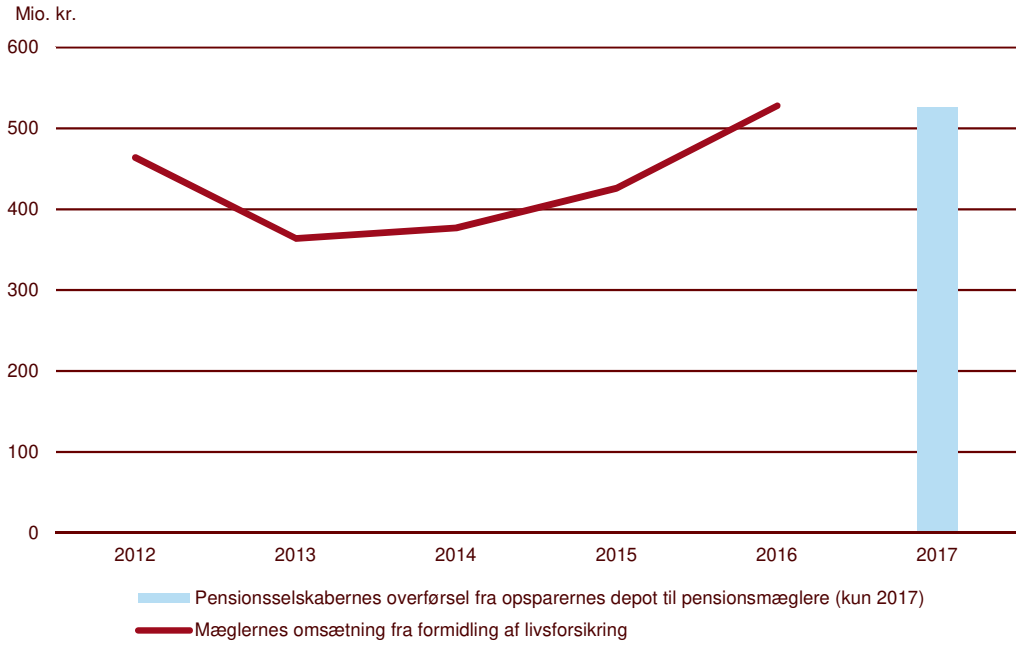
Den overordnede sammensætning af virksomheders firmapensionsordninger tager udgangspunkt i de aftaler, der er indgået mellem arbejdsgiveren og de ansatte i virksomheden, herunder de betingelser, som kan være fastsat i overenskomsten. Men valget af den specifikke sammensætning af pensionsordningen samt valg af pensionsselskab træffes af arbejdsgiveren på vegne af de ansatte.

Virksomheden kan i forbindelse med disse beslutninger vælge at gøre brug af en *forsikrings- og pensionsmægler*. Mægleren har som regel et dybdegående markedskendskab, og kan hjælpe virksomheden med at opstille krav og ønsker til pensionsordningen, og med at finde det mest velegnede pensionsselskab.

Nogle mæglere sælger desuden løbende pensionsrådgivning. Rådgivningen kan være rettet mod en virksomheds ansatte, dvs. en rådgivning der træder i stedet for pensionsselskabets rådgivning, eller en løbende rådgivning af virksomheden selv, fx ved at gennemføre benchmarking af virksomhedens pensionsaftale med andre tilbud i markedet. Det er virksomheden, der træffer beslutning om, hvorvidt en pensionsmægler skal rådgive virksomheden og/eller de ansatte. Det er medarbejderne, der betaler for mæglerydelserne typisk via træk på deres depot. Det er dermed ikke en udgift, som belaster virksomheden.

Der er tegn på, at virksomhedernes anvendelse af mæglerydelser er steget over de senere år, jf. figur 6.15. I 2017 udgør pensionsselskabernes overførsel til mæglere fra opsparernes depot lidt mere end 500 mio. kr.

Figur 6.15 **Mæglernes omsætning for salg af pensionsydelser**



Anm.: Figuren anvender to datakilder for at kunne vise udviklingen over de senere år og nyest tilgængelige sammenlignelige tal fra Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens dataindsamling. Søjlen i 2017 viser pensionsselskabernes overførsel via opsparernes depot til mæglerne. Mæglernes totale omsætning fra formidling af livsforsikring (pension) vil forventeligt være større i 2017, idet nogle pensionsselskaber også køber andre ydelser hos mæglerne.

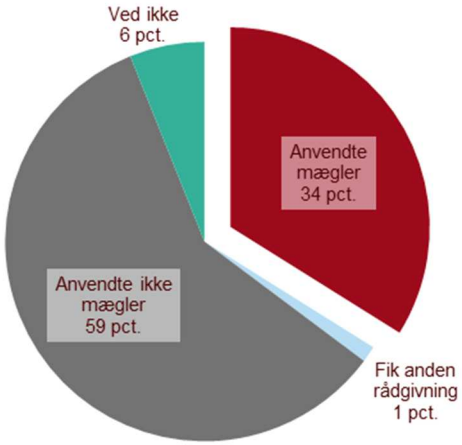
Kilde: Mæglernes omsætning fra formidling af livsforsikring stammer fra Finanstilsynets rapporter (Markedsudvikling for Forsikringsmæglervirksomhed 2012-2016, som er seneste år). Pensionsselskabernes overførsel til pensionsmæglerne stammer fra Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens dataindsamling.

Store virksomheder benytter typisk mæglerne til at facilitere egentlige udbudsrunder med henblik på at konkurrenceudsætte virksomhedens pensionsordning, mens mindre virksomheder i højere grad køber sig ind på en af de rammeaftaler, som mæglere har oprettet med et eller flere pensionsselskaber. Formålet med en rammeaftale er at fastsætte vilkårene for de kontrakter, der skal indgås i løbet af en nærmere fastsat periode, navnlig med hensyn til pris og forsikringsdækninger. For mindre virksomheder kan en rammeaftale betyde mere favorable priser og forbedret forsikringsdækning for virksomhedens medarbejdere.

Nogle mæglere har rammeaftaler med et enkelt pensionsselskab, mens andre mæglere har rammeaftaler med en række forskellige pensionsselskaber. Disse rammeaftaler kan mæglerne løbende benchmarke i markedet og sende i udbud blandt pensionsselskaberne, hvis det skønnes nødvendigt.

Knap 35 pct. af de virksomheder, der har en firmaordning for nogle eller samtlige af deres ansatte, har ved det seneste valg af pensionsordning gjort brug af en pensionsmægler, jf. figur 6.16.

Figur 6.16 **Anvendelse af mæglere for virksomheder med firmaordninger**



Anm.: 658 respondenter. Spørgsmål: Har virksomheden anvendt ekstern rådgivning fra fx en forsikringsmægler i forbindelse med jeres seneste valg af pensionsordning?

Kilde: Wilke på vegne af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

Virksomheder, der har tradition for at sende de ansattes pensionsordning i udbud, gennemfører typisk et udbud hvert 3-5 år, men der går for flere virksomheder længere tid imellem, at ordningen udbydes. I de år hvor pensionsordningen ikke kommer i udbud, kan virksomheden vælge at sammenligne/benchmarke med andre ordninger i markedet. Denne ydelse købes også ofte hos en mægler.

Udbud via mægler

Ved udbud af en virksomheds pensionsordning via mægler vil mægleren og virksomheden typisk først tage stilling til, hvilke egenskaber ved pensionsordningen som virksomheden vil lægge vægt på. Det kan dreje sig om krav om afgivelse af helbredsoplysninger, digitale muligheder, særlige dækninger, priser m.v. Når de overordnede krav og ønsker er fastlagt, vil mægleren udforme udbudsmaterialet og på vegne af virksomheden igangsætte selve udbudsprocessen.

Selve udbuddet fungerer normalt ved, at mægleren inviterer tre-fem pensionsselskaber til at afgive tilbud. Efter tilbudsafgivelsen kan mægleren evt. tage en dialog med de relevante pensionsselskaber, hvis deres tilbud ikke lever op til virksomhedens ønsker, hvilket kan give rum for justeringer af tilbuddene.

Mægleren vil dernæst ofte udvælge to-tre selskaber til en yderligere runde, i branchen kaldet *beauty contest*, hvor de udvalgte pensionsselskaber mødes med virksomheden til yderligere præsentation. Herefter træffes valg om den endelige leverandør, og der gennemføres en slutforhandling.

Der er typisk åbenhed omkring, hvilke pensionsselskaber der deltager i et udbud, mens der ikke altid er overblik over, hvilke selskaber der går videre i den såkaldte beauty contest. Denne åbenhed, om hvem der deltager, kan evt. medføre risiko for koordinering, som kan svække konkurrencen.

Knap halvdelen af de ordninger, der sendes i udbud, ender med at skifte udbyder.[212] Den tilbageværende halvdel fortsætter hos deres pensionsudbyder, men typisk vil pensions- eller forsikringsvilkårene være ændret på baggrund af ønsker fra virksomheden.

Forsikrings- og pensionsmæglernes forskellige ydelser

Der er samlet set godt 180 forsikrings- og pensionsmæglere på det danske marked, men langt størstedelen af disse beskæftiger sig primært eller udelukkende med mægling ift. skadesforsikring og er ikke aktive inden for pensionsmægling (livsforsikring).

Der vurderes at være omtrent 25 aktive pensionsmæglere i Danmark. Det præcise antal kendes ikke, fordi flere mæglere, som har de relevante godkendelser fra Finanstilsynet, ikke er aktive i øjeblikket.

Markedet for pensionsmægling er imidlertid præget af få, meget store aktører og en betydelig andel enkeltmandsvirksomheder eller mindre mæglere med få ansatte. De fire største mæglere har samlet set en markedsandel på omtrent 90 pct.[213]

Mæglernes ydelser består bl.a. i, at:

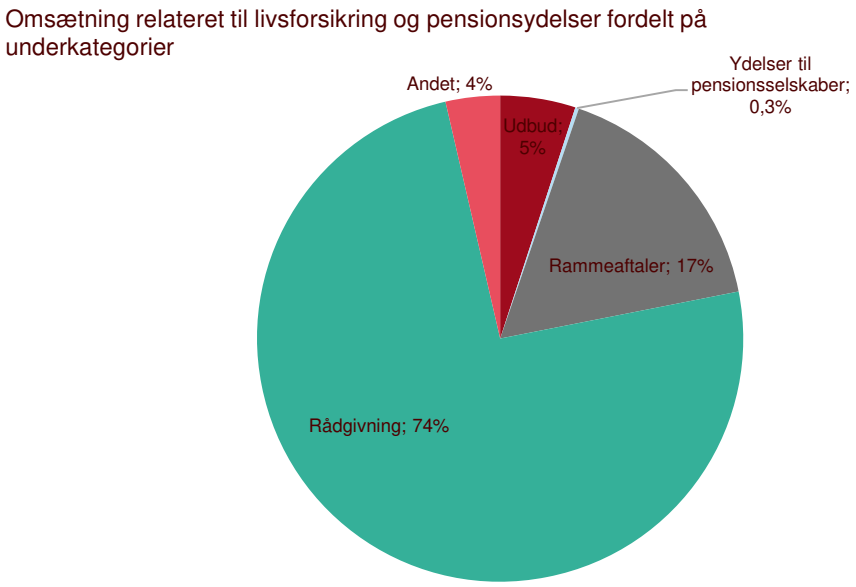
- Gennemføre udbud på vegne af en virksomhed
- Indgå og tilbyde rammeaftaler
- Gennemføre benchmarks af firmapensioner
- Løbende rådgivning omkring den enkelte virksomheds pensionsordning
- Løbende individuel rådgivning af de ansatte om deres pensionsforhold.

Flere mæglere fokuserer udelukkende på enkelte af disse opgaver, fx at hjælpe virksomheder med at vælge en pensionsordning hos et pensionsselskab, mens andre mæglere tilbyder flere ydelser.

Langt størstedelen af mæglernes omsætning stammer fra løbende rådgivning, jf. figur 6.17. Den personlige/individuelle rådgivning af opsparerne er således en af mæglernes primære ydelser.

[212] Jf. styrelsens spørgeundersøgelse.
[213] Jf. styrelsens spørgeundersøgelse blandt aktive pensionsmæglere.

Figur 6.17 **Mæglernes omsætning fordelt på typer af ydelser**

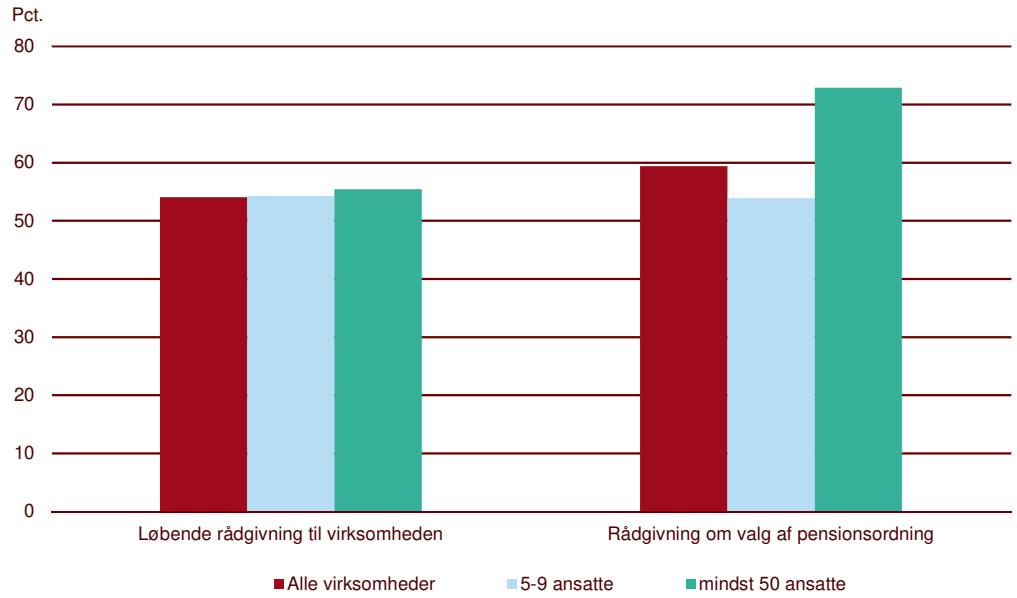


Anm.: 17 respondenter. Figuren har alene fordelt omsætningen for ydelser relateret til pensionsmægling (livsforsikring). Flere mæglere har også omsætning fra ydelser relateret til skadesforsikring, der ikke berøres i denne rapport. Det kan være vanskeligt for nogle mæglere at lave en helt præcis opdeling af omsætning på disse ydelsestyper, hvorfor de præcise andele skal tages med forbehold.

Kilde: Spørgeundersøgelse blandt pensionsmæglere gennemført af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

Omtrent 60 pct. af de virksomheder, der anvender mægler i forbindelse med deres nuværende pensionsordning, har brugt mægleren til at vælge den konkrete pensionsordning, jf. figur 6.18. Andelen er noget højere for større virksomheder end for de mindre virksomheder.

Figur 6.18 **Mæglernes arbejdsopgaver for virksomhederne**



Anm.: 223 respondenter. Spørgsmål: Hvilke opgaver varetog mægleren for virksomheden? (Flere svar muligt)

Kilde: Egen fremstilling på baggrund af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens spørgeskemaundersøgelse blandt pensionsmæglere.

Mæglere kan øge konkurrencepresset – men der er væsentlige faldgruber

Den 1. oktober 2018 trådte den nye forsikringsformidlingslov i kraft. Lovændringen var en implementering af IDD fra 2016 (det europæiske Insurance Distribution Directive), der erstattede det forrige IMD (Insurance Mediation Directive). Loven regulerer både forsikringsdistributører, dvs. de egentlige forsikringsselskaber, samt forsikringsmæglere og, som noget nyt, forsikringsagenter, der tidligere alene skulle registreres hos Finanstilsynet, men ikke have egentlig tilladelse. Forsikringsformidlingsloven fremsætter en række krav, som forsikringsformidlere og -mæglere skal opfylde for at kunne kalde sig 'uafhængige', fx at den uafhængige forsikringsformidler alene må repræsentere kundens interesser.

Anvendelse af uafhængige mæglere kan i udgangspunktet rumme en række fordele for virksomhederne og opsparerne. En central fordel er, at virksomhederne får hjælp til at træffe en kompliceret beslutning, der har vidtrækkende konsekvenser for deres ansatte.

Samtidig kan anvendelse af mæglere bidrage til at øge det generelle konkurrencepres, bl.a. via udbud og benchmarking, som faciliteres af mæglerne. Det styrker mobiliteten og truslen om, at opsparerne flytter til konkurrenterne, hvis ikke driften er effektiv. På den måde har mæglerne spillet en rolle i forhold til at presse de kommercielle pensionsselskaber til produktudvikling inden for firmapensioner – en udvikling der ikke har præget arbejdsmarkedspensionerne i samme grad.

Praksis for aflønning af mæglernes udbud kan sløre prisen for at gennemføre et udbud
For at understøtte mæglernes uvildighed blev der i 2006 indført provisionsforbud, som indebærer, at pensionsselskaber ikke må betale mæglerne. Sigtet var at sikre, at det vindende pensionsselskab ikke kan "købe sig til en sejr" i et udbud hos en mægler.[214] Derfor er det alene opsparerne, der betaler mæglerens salær ved udbud, og salæret er det samme uanset, hvilket pensionsselskab der vinder udbuddet. Selve provisionsforbuddet, der er formuleret i forsikringsformidlingslovens § 13, er en dansk særregel og således ikke en del af det europæiske direktiv IDD.

På trods af provisionsforbuddet er det en udbredt praksis, at de pensionsselskaber, der byder ind på et udbud, kompenserer de kommende opsparere for en del af udbudsomkostningen og eventuelt for en del af omkostningen for mæglerens løbende rådgivning via egenkapitaloverførsler. Mæglerne udnytter denne mulighed til at skabe konkurrence om, hvilket pensionsselskab der kompenserer de kommende opsparere mest. Dette strider ikke mod provisionsforbuddet, fordi størrelsen på kompensationen alene tilfalder opsparerne og ikke påvirker mæglerens salær, der er aftalt på forhånd.

Muligheden for kompensation må forventes at medføre en højere pris for pensionsselskabets øvrige ydelser, herunder evt. at den pris på ordningen, som pensionsselskabet byder ind med i det pågældende udbud, bliver højere.

Samtidig kan der være risiko for, at virksomheden eller den enkelte opsparer ikke er opmærksom på, hvad mæglerens ydelser egentligt koster.

Finanstilsynet har indskærpet, at pensionsselskabets eventuelle betaling af opsparerens udbudsomkostninger vha. egenkapital først skal overføres til opsparerens depot for derefter at blive videreformidlet til mægleren. Denne transaktion skal fremgå af den depotoversigt, der sendes til den enkelte opsparer. Dette er for at tydeliggøre for opsparerne på markedet, hvad mæglerens ydelser har kostet.[215]

Finanstilsynet har i 2018 undersøgt pensionsselskabernes praksis på området. Størstedelen af de undersøgte pensionsselskaber betaler vha. af egenkapital, der overføres til opsparernes depot og derefter formidles videre til mægleren. Det er dog Finanstilsynets vurdering, at aflønningen af mæglerne i nogle tilfælde ikke fremgår tydeligt nok af depotoversigten, og at opspareren derfor næppe har haft mulighed for at gøre sig bekendt med betalingen.[216]

Opsparerne har ikke nogen direkte indflydelse på salæret, idet opsparernes interesser i den forbindelse varetages af virksomheden, som de er ansat hos. Når den part, der køber en ydelse, ikke er den samme som den, der aflønner leverandøren – og der i øvrigt sker en betaling fra en tredjepart – nemlig pensionsselskabet - som helt eller delvist overvæltes i prisen på pensionsordningen – er der en risiko for, at opmærksomheden omkring mæglernes salær nedtones. Det skal ses i sammenhæng med, at det kun er 28 pct. af de virksomheder, som har benyttet en mægler, der har forhandlet om prisen for udbuddet med mægleren. Samtidig er det kun 22 pct. af disse virksomheder, som har forhandlet om prisen på den løbende rådgivning af medarbejderne, jf. figur 6.19.

---

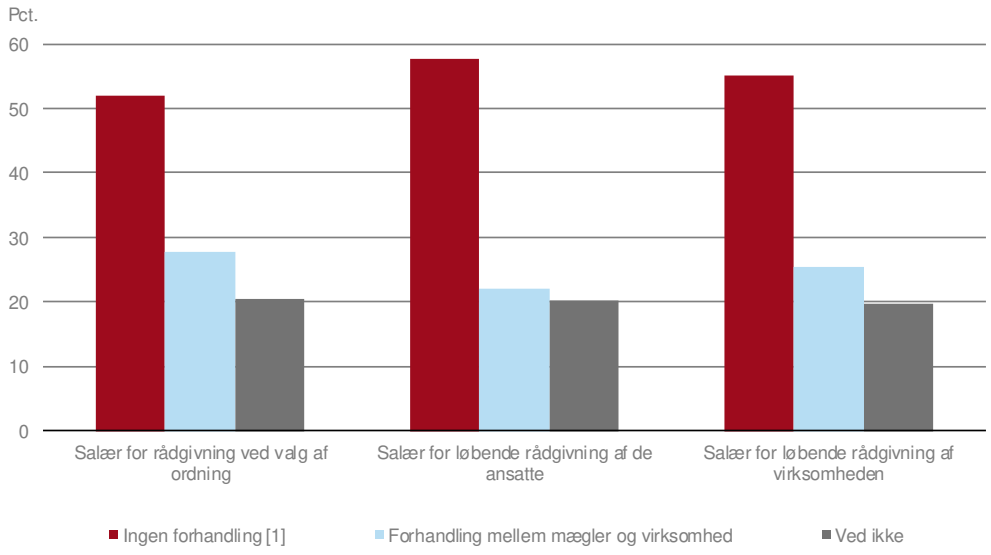
[214] Lov om forsikringsformidling nr. 524 af 9. maj 2006.

[215] Finanstilsynet (2018). Forsikringsselskabernes mulighed for at honorere forsikringsmægleren via egenkapitalen.

[216] Finanstilsynet (2018). Undersøgelse af Livsforsikringsselskaber: Praksis ved formidling af betaling mellem kunde og forsikringsmægler fra selskabers egenkapital.

Det peger samlet set på, at mæglernes ydelser ikke er tilstrækkeligt konkurrenceudsat, hverken af andre mæglere eller af pensionsselskabernes egen rådgivning. Det kan bidrage til, at virksomhedernes medarbejdere kommer til at betale for meget for mæglernes ydelser.

Figur 6.19 **Fastsættelse af mæglerens salær**



Note: Respondenter, der har svaret 'ingen forhandling' har enten svaret, at de betalte mæglerens faste salær, eller at aflønningen blev foretaget af det vindende pensionsselskab.

Anm.: 132 respondenter. Spørgsmål: Hvordan blev mæglersalæret for rådgivningen til virksomheden ved valg af pensionsordning fastsat? Hvordan blev mæglersalæret for den løbende rådgivning til medarbejderne fastsat? Hvordan blev mæglersalæret for den løbende rådgivning til virksomheden fastsat?

Kilde: Egen fremstilling på baggrund af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens spørgeskemaundersøgelse blandt pensionsmæglere.

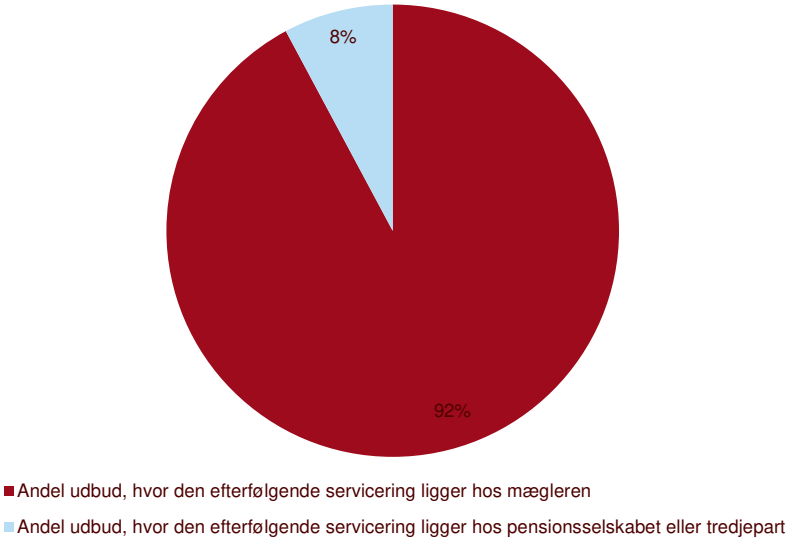
Ved næsten alle mæglerudbud placeres rådgivningen hos mægleren

Hovedparten af pensionsmæglerne tilbyder rådgivning af virksomhedernes medarbejdere mod betaling, og det typiske forløb for et udbud er, at den efterfølgende servicering/rådgivning af opsparerne placeres hos den mægler, der gennemfører udbuddet. Det er tilfældet for mere end 90 pct. af de seneste godt 550 gennemførte udbud, jf. figur 6.20.

Det foregår ved, at mægleren og virksomheden i forbindelse med et udbud aftaler, at det er mægleren og ikke det vindende pensionsselskab, der skal stå for rådgivningen. De aftaler også, hvad det skal koste for medarbejderne, og det hele skrives ind i udbudsmaterialet, fordi det er det vindende pensionsselskab, der fra medarbejdernes depoter og indbetalinger overfører mæglernes betaling for rådgivningsydelsen til mægleren. Denne rådgivning træder i stedet for den rådgivning, som pensionskunden ellers kunne have købt af pensionsselskabet.

De største mæglere står for rådgivning på stort set alle deres udbud. De næststørste mæglere står for rådgivning på mellem 60-100 pct. af deres udbud. De mæglere, der ikke står for rådgivning men udelukkende gennemfører udbud og sælger øvrige ydelser, har gennemsnitligt en omsætning på omtrent 1 mio. kr. Der er dermed tale om forholdsvis små mæglere, der vil have vanskeligt ved at påtage sig opgaven med løbende at rådgive opsparerne.

Figur 6.20 **Ved de fleste mæglerudbud placeres serviceringen hos mægleren**



Anm.: Baseret på de seneste 562 afholdte udbud blandt 13 respondenter.

Kilde: Egen fremstilling på baggrund af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens spørgeskemaundersøgelse blandt pensionsmæglere.

Denne praksis medfører en de facto fravælgelse af pensionsselskabernes egen rådgivningsydelse, da pensionsselskaberne er tvunget til at byde ind på en ordning, hvor det på forhånd er lagt fast, at mægleren skal stå for den efterfølgende rådgivning. Det kan være et problem, fordi rådgivningsopgaven dermed ikke konkurrenceudsættes effektivt. Særligt fordi fravælgelsen af pensionsselskabernes rådgivningsydelse sker før udbuddets gennemførsel, dvs. på et tidspunkt hvor virksomheden ikke kender sammensætningen af pensionsselskabernes ydelse og prisen herfor.

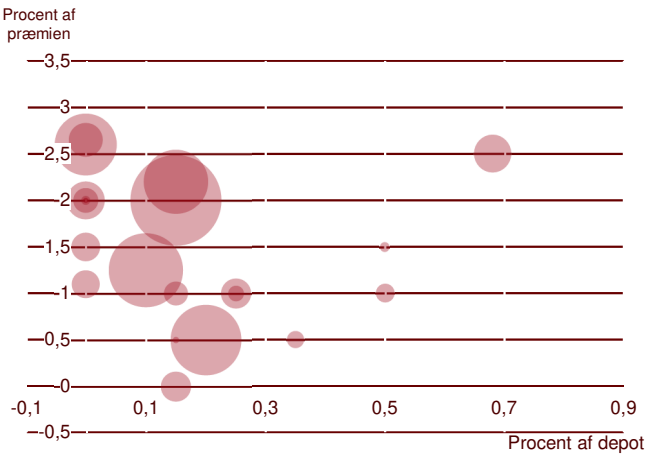
Virksomheder, som benytter en mægler, vil typisk henvende sig til mægleren, fordi virksomheden vurderer, at den ikke selv har kompetencerne til at foretage et udbud og herefter sammenligne de forskellige tilbud fra pensionsselskaberne. Mægleren kan som uvildig rådgiver være med til at sikre, at medarbejderne og virksomheden får den bedst mulige pensionsordning.

Men når det kommer til placering af rådgivning af virksomhedens medarbejdere, som mægleren også kan tilbyde at varetage, vil mægleren naturligt nok ikke være uvildig, og der er således risiko for, at virksomheden bliver rådgivet til at vælge mæglerens rådgivningsydelse uden at have det fulde overblik over, hvilke alternative rådgivningsmuligheder der er på markedet. Dette skal ses i sammenhæng med, at størstedelen af mæglernes omsætning netop stammer fra salg af rådgivningsydelser, jf. figur 6.17.

Der kan også være en udfordring i forhold til mæglernes uvildighed i den løbende rådgivning af opsparerne, fordi flere mæglere fastsætter deres salær for rådgivningen som en andel af indbetalingerne eller af depotet eller en kombination af begge, jf. figur 6.21 (a) . Hvis en opsparer rådgives af mægleren til at øge sine indbetalinger eller til at overføre hvilende ordninger fra andre selskaber, så øges mæglerens indtægt. Enkelte mæglere har løst dette uvildighedsproblem ved at fastsætte deres salær som et fast månedligt gebyr på 100-200 kr., jf. figur 6.21 (b).

Figur 6.21 **Mæglernes priser for rådgivning af opsparere**

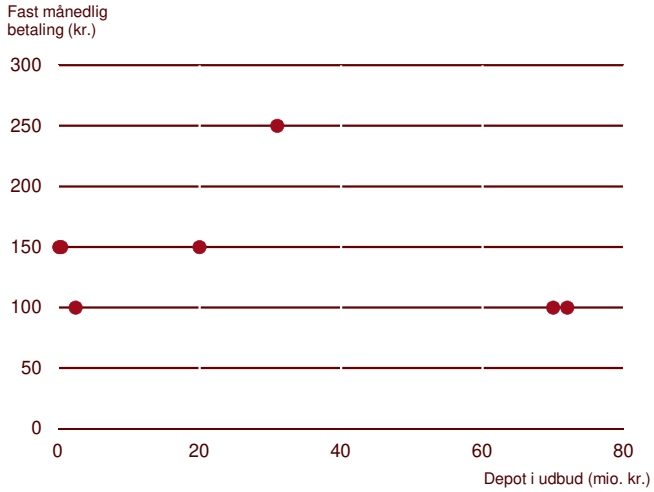
(a) Pris beregnet som procent af depot eller præmie



Anm.: Baseret på 20 udbud. Boblerne illustrerer det totale depot i udbud (fra 2-200 mio. kr.). For nogle aftaler er der desuden et fast månedligt gebyr til pensionsselskabet på 50-100 kr.

Kilde: Egen fremstilling på baggrund af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens spørgeskemaundersøgelse blandt pensionsmæglere.

(b) Pris beregnet som fast månedligt gebyr



Anm.: Baseret på 7 udbud.

Kilde: Egen fremstilling på baggrund af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens spørgeskemaundersøgelse blandt pensionsmæglere.

AMP-selskaberne deltager forholdsvis sjældent i udbud. Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen har tidligere gennemført en analyse af de udbud, som de fem største mæglere i Danmark har gennemført i årene 2015-2017. Ud af de 114 udbud deltog et AMP-selskab i fem udbud og vandt ikke nogen af dem.[217] Desuden har de fire største mæglere, der tilsammen dækker omtrent 85 pct. af udbud, gennemført 18 udbud med deltagelse af et AMP-selskab i perioden 1. januar 2018 til ultimo september 2019. I tre af tilfældene blev pensionsordningen placeret hos AMP-selskabet. I stort set alle de pågældende udbud siden 2015 er der tale om de to samme AMP-selskaber.[218]

De fleste AMP-selskaber er som tværgående pensionskasser og arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber ikke selskabsskattepligtige, og deres overskud beskattes i stedet med den noget mindre PAL-skattesats. Hvis disse selskaber indtræder på det kommercielle marked, bliver de selskabsskattepligtige. Selskaberne har dermed umiddelbart et mindre incita-

[217] Jf. Konkurrencerådets afgørelse i Danica/SEB-fusionen, maj 2018.

[218] Oplyst af Forsikringsmæglerforeningen i forbindelse med høringen af denne analyse.

ment til at bevæge sig ind på det kommercielle marked, hvilket sænker det potentielle konkurrencepres på det kommercielle marked.[219] Flere AMP-selskaber er dog allerede i dag selskabsskattepligtige og har derfor bedre mulighed for at afgive tilbud på en firmaordning på det kommercielle marked.

Når mægleren og virksomheden inden et udbud aftaler, at mægleren skal stå for den efterfølgende rådgivning til en på forhånd fastlagt pris, kan det ligeledes føre til en de facto fravælgelse af disse AMP-selskaber, da AMP-selskaberne typisk har meget standardiserede produkter med et lavt krav til rådgivning. Samtidig ønsker mange AMP-selskaber af kommercielle eller politiske grunde ikke at videreformidle et aftalt vederlag til mægleren, da de anser mæglerens ydelse som for dyr og unødvendig i forhold til deres relativt simple produktudbud. Omvendt kan den begrænsede deltagelse fra AMP-selskaberne i udbud også afspejle, at virksomhederne og mæglerne efterspørger løsninger, som AMP-selskaberne ikke udbyder, fx større fleksibilitet i opsparings- og forsikringsforhold.

Under alle omstændigheder rummer et ufravigeligt krav fra nogle mæglernes side om den efterfølgende rådgivning et potentielt problem. Det mindsker konkurrencepresset fra AMP-selskaber, som eventuelt holdes ude af udbuddet. Det mindsker også konkurrencepresset på rådgivningsydelsen fra de pensionsselskaber, der potentielt kan tilbyde billigere rådgivning.

En anden udfordring ses i forhold til investeringsfonde, hvor en enkelt mægler har sin egen fond. Det kan give mægleren incitament til at vælge de pensionsselskaber, som tilbyder mæglernes fonde. Helt konkret har det indtil for nylig været indarbejdet som krav i udbudsmaterialet, at pensionsindbetalingerne placeres i mæglerens egen fond. Dermed forsvinder mæglernes uvildighed til skade for forbrugere og konkurrencen. Finanstilsynet har den 30. august 2019 afgjort, at denne praksis udgjorde en interessekonflikt, som mægleren blev pålagt at afværge.[220] Der er d. 15. november 2019 sendt et lovforslag i høring, der indskærper, at denne praksis er ulovlig. Lovforslaget forventes fremsat i februar 2020.

Derudover kan mæglerne tilbyde andre ydelser, som kan tilkøbes af pensionsselskaberne, og som kan være en måde delvist at omgå provisionsforbuddet. Fx er der mæglere, der sælger rådgivningsydelser til pensionsselskaber omkring kommende udbud af firmapensionsordninger fra konkrete virksomheder. Det kan fx dreje sig om, at mægleren sælger oplysninger til pensionsselskaber omkring, hvilke virksomheder der forventes at sætte en firmapensionsordning i udbud inden for den nærmeste fremtid, herunder udbuddets størrelse og forventede krav i udbuddet. Det kan give mæglerne incitament til at vælge de pensionsselskaber, som tilkøber denne rådgivningsydelse hos mægleren.

Mægleres ydelser konkurrenceudsættes i begrænset omfang
Virksomhederne konkurrenceudsætter i begrænset omfang mæglernes ydelser. Kun 12 pct. indhentede tilbud fra mere end én mægler i forbindelse med deres seneste valg af pensionsordning, jf. figur 6.22 (a). Samtidig valgte kun 17 pct. af virksomhederne en anden mægler end sidste gang, ordningen var i udbud.

---

[219] Incitamentet er dog ikke entydigt. da beskatningen afhænger af flere faktorer end skattesatsen, herunder om livsforsikringsselskabet indgår i en sambeskatning eller har fremførbare underskud f.eks. pga. omdannelse af egenkapitalen til særlige bonushensættelser.

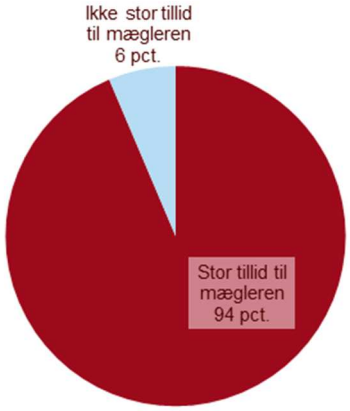
[220] Afgørelsen: Söderberg & Partners Danmark forsikringsmæglervirksomhed A/S – påbud for overtrædelse af §§ 16, stk. 1, nr. 1 og nr. 5, i lov om forsikringsformidling, Finanstilsynet, 30. august 2019.

Det kan skyldes, at det ikke er virksomhederne, men opsparerne, der i sidste ende betaler for mæglerens ydelser. Derfor er tilskyndelsen til at markedsteste mæglernes ydelser måske begrænset. Det er stort set alle virksomheder, der har stor tillid til den mægler, de har anvendt, jf. figur 6.22.

Det kan være et problem for opsparerne, når virksomheden fastholder samme mægler ved efterfølgende udbud, da den fungerende mægler har en interesse i at fastholde rådgivningsydelsen. Størstedelen af omsætningen stammer som nævnt typisk fra denne ydelse. Mægleren vil derfor have tilskyndelse til at rådgive virksomheden til at fortsætte med mæglerens rådgivning, fremfor også at konkurrenceudsætte denne ydelse. Det kan i sidste ende føre til en dyrere pensionsordning for opsparerne.

Figur 6.22 **Virksomhedernes tillid til den valgte mægler**

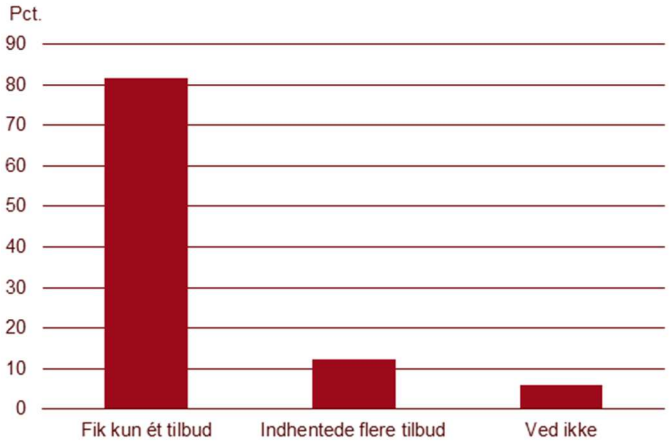
(a) Virksomhedernes tillid



Anm.: 232 respondenter. Spørgsmål: I hvilken grad havde virksomheden tillid til den rådgivning, som mægleren gav?

Kilde: Egen fremstilling på baggrund af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens spørgeskemaundersøgelse blandt pensionsmæglere.

(b) Adfærd i forhold til indhentning af tilbud



Anm.: 232 respondenter. Spørgsmål: Har virksomheden indhentet tilbud fra flere mæglere?

Kilde: Egen fremstilling på baggrund af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens spørgeskemaundersøgelse blandt pensionsmæglere.

Kapitel 7
Opsparernes rolle på pensionsmarkedet

7.1 Sammenfatning

Det er primært arbejdsmarkedets parter og virksomheder, der træffer valg på opsparernes vegne på pensionsmarkedet, men opsparerne spiller selv sagt også en central rolle.

For det første, så er det ikke den fulde beslutningskompetence omkring den enkeltes pensionsforhold, der er uddelegeret. Den enkelte opsparer skal træffe flere valg om sin pensionsopsparing i løbet af den erhvervsaktive alder og pensionisttilværelse. Det kan fx dreje sig om foretrukken investeringsrisiko, foretrukken udbetalingsform, individuel forsikringsdækning m.v.

Den enkelte opsparer kan desuden vælge, hvorvidt det allerede opsparede depot skal flyttes til et nyt selskab, hvis indbetalingen til ordningen stopper, fx grundet et jobskifte. Derudover vælger nogle opsparere at indbetale til en individuel ordning. Her er det opspareren selv, som vælger, hvilket selskab indbetalingen skal foregå til.

Endelig skal opsparerne være med til at kontrollere, at den beslutningstager, der tegner deres pensionsordning, sikrer en ordning, som matcher opsparernes behov. Det gælder, hvad enten beslutningstageren er opsparerens arbejdsplads eller arbejdsmarkedets parter i forbindelse med overenskomsten.

Pensionsmarkedet er komplekst
Forbrugerne har det svært på pensionsmarkedet. Det er et komplekst marked, hvor det kan være svært for den enkelte at agere. Knap 85 pct. af opsparerne synes, det er svært at sammenligne pensionsordninger på tværs af selskaber, eller også har de slet ikke forsøgt.

Den naturlige kompleksitet på pensionsmarkedet forstærkes af skatteregler, der betyder, at indkomstskattepligtige pensionsudbetalinger har betydning for udbetaling af offentligt finansierede ydelser. Dette er den såkaldte *samspilsproblematik*.

Pensionsopsparingen er bundlet med en række forsikringer, og opsparerne har typisk ikke overblik over, hvilke forsikringer der indgår i deres pensionsordning. Det er uhensigtsmæssigt, fordi der for det første opstår risiko for, at man ikke får gjort brug af sin forsikring, hvis uheldet er ude. For det andet opstår der risiko for, at man er dobbeltforsikret, dvs. har to forskellige forsikringer, der dækker samme forsikringshændelse.[221]

[221] De fleste forsikringsdækninger i pensionsselskaber er såkaldte "summaforsikringer", dvs. at de skal dække en bestemt hændelse og ikke et bestemt økonomisk tab. Det medfører, at det typisk er muligt at få udbetalt forsikringsdækninger fra flere forsikringer ved fx dødsfald eller invaliditet.

Derudover kan bundlingen gøre det svært for nye aktører at komme ind på markedet, jf. afsnit 8.2, fordi det stiller meget store krav til investeringen ved en indtræden, hvis en ny aktør skal træde ind med et fuldt ud konkurrencedygtigt alternativ til eksisterende udbydere.

Endelig er pensionsmarkedet et såkaldt lavinteresseområde, som forbrugerne i den erhvervsaktive alder typisk ikke er synderligt interesserede i, og som de sjældent engagerer sig i. Det skyldes formodentlig både markedets kompleksitet og det forhold, at en stor del af beslutningerne om pensionsopsparing ikke træffes af den enkelte opsparer, men af arbejdsmarkedets parter, virksomhederne eller staten.

Ikke nødvendigvis en fordel at placere hele beslutningskompetencen hos opsparerne
Undersøgelser indikerer, at firmapensionsordninger, hvor beslutningskompetencen er placeret hos virksomhederne, reagerer mere i overensstemmelse med opsparernes egne præferencer ved fx reformer af skattesystemet.[222] Her er tilpasningen af de individuelle ordninger i mindre grad i overensstemmelse med de individuelle opspareres egne økonomiske interesser.

Et land som Sverige har en større grad af individuel valgfrihed i pensionsordningen end Danmark. Det gælder både mulighederne for at flytte arbejdsmarkedspensionen og i forhold til at bestemme, hvordan opsparingen skal investeres.

I takt med at flere svenske fagforeninger over de seneste ti år har indført flytteret i deres pensionsaftaler, så er der sket en stigning i den opsparing, som bliver flyttet inden for det overenskomstbaserede pensionssystem. Men de fleste opsparere, som flytter deres pensionsordning, bliver umiddelbart foranlediget hertil af deres bank, selvom hovedårsagen til kontakten til banken var at drøfte boliglån eller anden rådgivning.[223]

Samtidig tyder både danske og svenske erfaringer på, at forbrugerne generelt er forholdsvis passive, når de har muligheden for at træffe aktive valg fx i forbindelse med valg af investeringsforeninger. I forbindelse med det frie valg af investeringsforening ved indførelsen af præmiepensionen i 2000 viser en undersøgelse tilmed, at forbrugere, der aktivt valgte at flytte investeringsforening, flyttede til foreninger, der præsterede et ringere afkast til højere omkostninger end den forening, de flyttede fra.

7.2 Opsparernes rolle på pensionsmarkedet

Når opsparernes pensionsbidrag er obligatorisk og muligheden for at skifte institut er begrænset, så svækker det den enkeltes mulighed for at lægge et direkte konkurrencepres på eget pensionsselskab. Opsparerne har dog stadig en rolle ift. at kontrollere, at den beslutningstager, der tegner pensionsordningen, sikrer en ordning, som matcher opsparerens behov. Det gælder, uanset om det er arbejdsmarkedets parter som administrerer ordningen, eller om det er en virksomhed, som har tegnet en firmaordning.

Som ansat i en virksomhed med en firmapensionsordning kan en ansat, bl.a. opfordre virksomheden til at skifte pensionsselskab, evt. sammen med andre ansatte og tillidsrepræsentanterne. Som ansat med en arbejdsmarkedspension defineret i overenskomsten, fx for ansatte på det offentlige arbejdsmarked, kan opsparerne i princippet stille forslag om at igangsætte et

[222] Fadlon et al (2016). Do employer pension contributions reflect employee preferences? Evidence from retirement savings reform in Denmark
[223] AMF (2016). Flyttrapport - Hur sker flyttar inom kollektivavtalad tjänstepension?,

udbud af pensionsordningen til fagforbundets generalforsamling, eller om at stille krav om pensionen i forbindelse med overenskomstforhandlingerne.

Man kan også selv stille op til bestyrelsen, eller opstille/støtte andre med samme synspunkter. Man kan også komme med konkrete forslag til ændringer på en generalforsamling og deltage aktivt i debatten på medlemsmøder m.m. Det kan fx handle om de overordnede retningslinjer for, hvad der skal investeres i, om der skal tages etiske hensyn i investeringsstrategien, eller hvor stor grad af valgfrihed den enkelte skal have ift. fx udbetalingsprofil.

Hvis opsparerne skal spille en aktiv og konstruktiv rolle, er det vigtigt, at de har en rimelig forståelse for markedet og dets produkter. Både den faktiske og den oplevede markedskompleksitet har en væsentlig indflydelse på opsparernes forudsætninger for at handle aktivt. Det kræver samtidig finansiel forståelse at navigere sikkert på pensionsmarkedet, selv om det er et marked, som de enkelte opsparere typisk kun sjældent beskæftiger sig med.

Valget af pension og forsikring afhænger bl.a. af en afvejning af forskellige risici og mellem fremtidigt og nutidigt forbrug, ligesom skatte- og modregningsregler m.v. gør det vanskeligt at forstå sammenhængen mellem de valg, man træffer, og konsekvensen heraf, når man på et tidspunkt bliver pensionist.

Lang tidshorisont og manglende interesse kan passivere forbrugerne
Pensionsmarkedet er kendetegnet ved, at man sparer penge op, mens man er i den erhvervsaktive alder, hvorefter pengene kommer til udbetaling, når man går på pension. Når man træder ind på arbejdsmarkedet, vil pensionisttilværelsen typisk ligge 40-50 år ude i fremtiden.

Det er anerkendt, at de fleste har en såkaldt nutidsbias, som kan medføre beslutninger, der ikke er konsistente over tid. Det kan betyde, at man hellere vil bruge pengene nu, og ikke får startet en pensionsopsparing, eller ikke sparer nok op i forhold til den tilværelse, man ønsker som pensionist.[224] Det kan være med til at begrunde et obligatorisk pensionsbidrag.

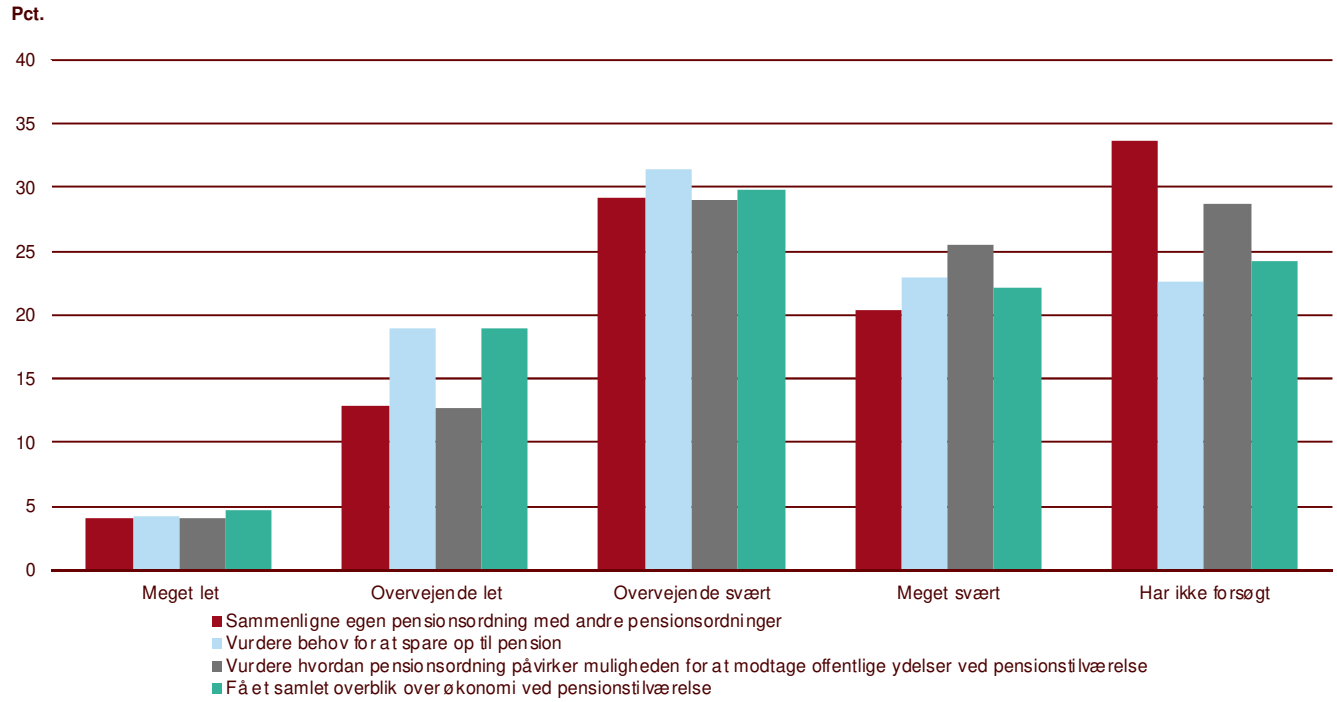
Tidligere undersøgelser viser, at 34 pct. af danskerne synes, pensionsopsparing er uinteressant.[225] Det understøttes af brugerrejser på pensionsmarkedet, hvor forbrugerne bl.a. fortæller: *"(…) penge, finans og investeringer er ikke noget, jeg finder spændende", "Jeg har følelsen af, at pension ikke er mine penge"* og *"Jeg er ligesom 90 pct. af danskerne ikke interesseret i min pension"*. Det skal dog givetvis også ses i sammenhæng med, at beslutningskompetencen på pensionsområdet i vidt omfang er uddelegeret til bl.a. arbejdsmarkedets parter og virksomhederne.

Opsparerne har vanskeligt ved at gennemskue markedet
Det er vanskeligt at navigere på pensionsmarkedet. Fx svarer ca. halvdelen af de adspurgte opsparere, at det er svært at sammenligne deres pensionsordning med andre ordninger. En tredjedel har slet ikke forsøgt, mens 17 pct. synes, det er let at sammenligne på tværs, jf. figur 7.1.

Mange opsparere er således relativt passive, mens de resterende opsparere, som ønsker sig et overblik, i overvejende grad har svært ved få dette. Mere end halvdelen synes, det er svært at vurdere behovet for at spare op til pension. Lige så stor en del har svært ved at få et samlet overblik over sin økonomi, jf. figur 7.1.

[224] Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2016). Typologi for adfærdsbaserede markedsfejl.
[225] Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2011). Konkurrencefremmende forbrugeradfærd.

Figur 7.1 **Vurdering af økonomi, sammenlignelighed og opsparing ved pensionsordning, pct.**



Anm.: 1662-2012 respondenter. Spørgsmål: Hvor let eller svært synes du, at det er at...?

Kilde: Wilke på vegne af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

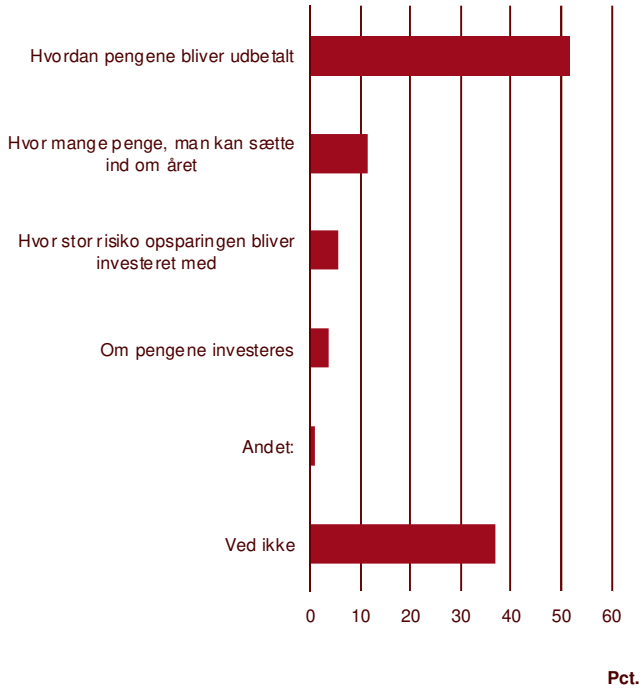
For at kunne sammenligne ordninger fra forskellige leverandører er det nødvendigt at kende forskellen på de forskellige produkter i sin pensionsordning.

Styrelsens spørgeskemaundersøgelse viser, at godt halvdelen af de adspurgte opsparere ved, at en ratepension og en livsvarig rente bl.a. adskiller sig ved, hvordan pengene udbetales, jf. figur 7.2a. Godt 10 pct. svarer, at forskellen er, hvor mange penge man kan sætte ind om året, hvilket også er korrekt.

Samtidig er det godt 25 pct., der ved, at forskellen på et markedsrente- og et gennemsnitsrenteprodukt bl.a. er, hvorvidt rentetilskrivningen udjævnes over tid, jf. figur 7.2b.

Figur 7.2 **Kendskab til forskellige produkter**

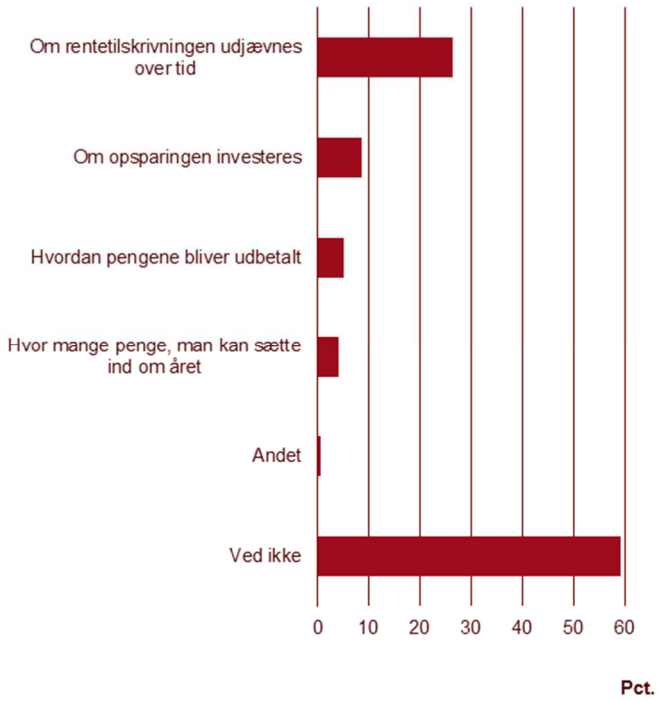
(a) Forskel på ratepension og livsvarig rente



Anm.: 2012 respondenter. Spørgsmål: Hvad er forskellen på en ratepension og en livsvarig livrente?

Kilde: Wilke på vegne af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

(b) Forskel på markedsrente- og gennemsnitsrenteprodukt



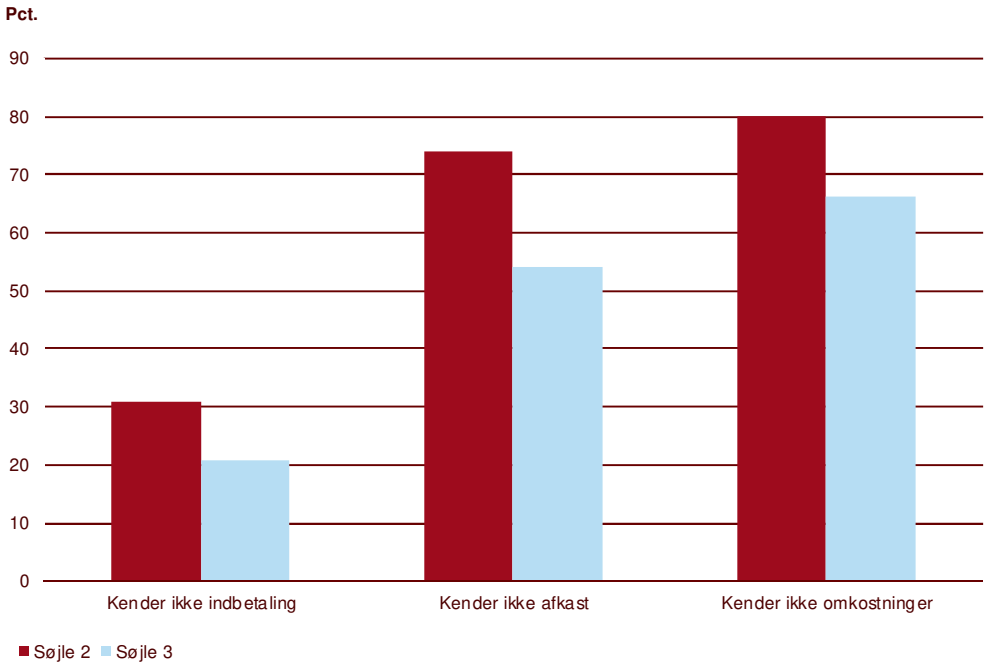
Anm.: 2012 respondenter. Spørgsmål: Hvad er forskellen på et markedsrenteprodukt og et gennemsnitsrenteprodukt?

Kilde: Wilke på vegne af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

Opsparerne kender ikke prisen på pensionsordningen

For at kunne tage aktivt stilling til sin pensionsordning er det en fordel, at man kender prisen på pensionsordningen. Spørgeskemaundersøgelsen viser, at en stor del af opsparerne ikke ved, hvad de betaler for deres pensionsordning. 80 pct. af de adspurgte med en søjle 2-ordning ved ikke, hvor meget de betalte i omkostninger for ordningen i 2016, jf. figur 7.3.

Figur 7.3 **Forbrugernes kendskab til indbetaling, afkast og omkostninger**



Note A: 1455 respondenter for søjle 2 og 619 respondenter for søjle 3.

Note B: Søjle 3 dækker både over private opsparinger i pensionsselskaber og pengeinstitutter.

Anm.: Spørgsmål: Søjle 2: 1) Ved du, hvor meget der samlet bliver indbetalt på din arbejdsmarkedspension hver måned? 2) Ved du, hvad afkastet på din arbejdsmarkedspension var i 2016? 3) Ved du, hvor meget du betalte i omkostninger til din udbyder af arbejdsmarkedspension i 2016? Søjle 3: 1) Ved du hvor meget, du indbetaler på din private pensionsopsparing hver måned? 2) Ved du, hvad afkastet på din private pensionsordning var i 2016? 3) Ved du, hvor meget du betalte i omkostninger til din pensionsudbyder i 2016?

Kilde: Wilke på vegne af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

Lidt flere kender afkastet på deres ordning. Der er dog stadig knap tre ud af fire, som ikke kendte afkastet i 2016. Desuden er det godt 30 pct. af opsparerne, der ikke ved, hvor meget der samlet bliver indbetalt månedligt på deres ordning.

Bundling af pensionsopsparing og forsikringer kan mindske forbrugernes aktivitet

Pensionsordningen består som udgangspunkt af både opsparings- og forsikringselementer. Under hvert element kan der være forskellige typer af produkter, fx forskellige forsikringer eller forskellige typer af opsparing. For den enkelte opsparer vil alle disse typer af opsparing og forsikringer være bundlet sammen i én samlet pensionsordning, som købes i et selskab.

Bundling af forskellige ydelser kan have fordele på udbudssiden. Det kan medføre lavere omkostninger, og hvis konkurrencen fungerer effektivt, vil en del af disse fordele tilfalde forbrugerne via en lavere pris for de enkelte produkter. En anden fordel for forbrugerne kan være lavere søgeomkostninger og én samlet indgang til forskellige finansielle ydelser.[226]

Omvendt kan der være nogle ulemper ved bundling, der forstærkes, hvis konkurrencen ikke er effektiv. Når flere ydelser købes samtidig, kan det være sværere at sammenligne prisen på de enkelte produkter på tværs af udbydere for at finde ud af, om den aktuelle pris på en ydelse er rimelig. Desuden kan bundling afskærme nye virksomheder fra nogle af markederne, hvilket svækker konkurrencen.

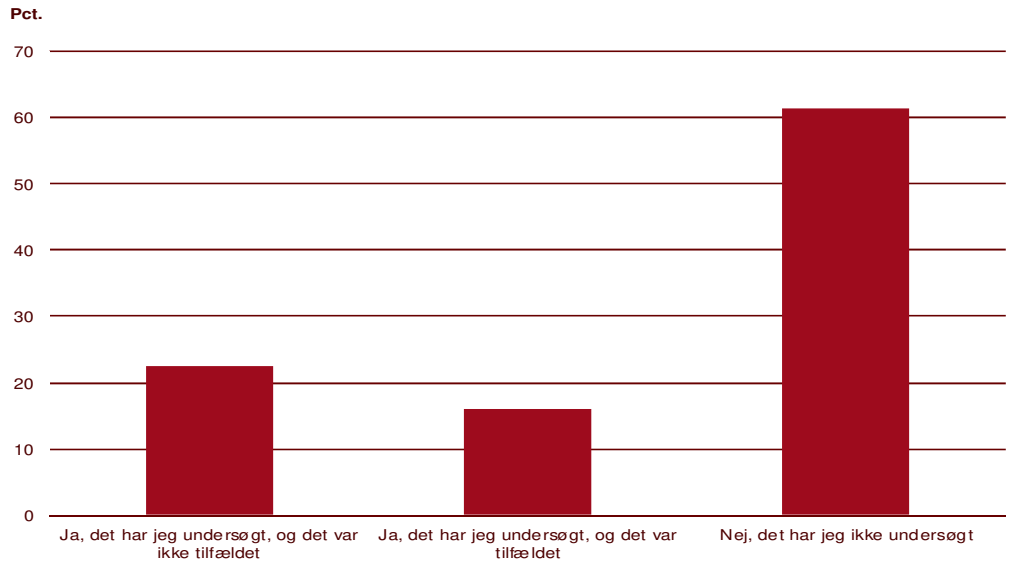
Opsparernes overblik over forsikringer i pensionsordningen

Ud over prisen på ordningen er det også vigtigt at tage stilling til, om man er forsikret som ønsket. I obligatoriske ordninger vil der være tilknyttet en række forsikringer, ligesom der ofte vil være mulighed for at vælge enkelte forsikringer til.

Hvis opspareren ikke har overblik over, hvilke forsikringer der indgår i pensionsordningen, kan der være risiko for, at man ikke får gjort brug af sin forsikring, hvis uheldet er ude. Desuden kan der være en risiko for, at man er dobbeltforsikret – dvs. har to lignende forsikringer i hhv. pensionsordningen og privat, eller at man har flere pensionsordninger med tilknyttede forsikringer. I spørgeskemaundersøgelsen var det over 40 pct., som viste sig at være overforsikret blandt dem, som eksplicit har undersøgt dette spørgsmål. Samtidig er det godt 6 ud af 10, som slet ikke har undersøgt, om de er dobbeltforsikrede, jf. figur 7.4. For nogle opsparere kan det dog være et aktivt valg at have to livsforsikringer, da det skaber mulighed for dobbelt udbetaling i tilfælde af død.

[226] Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2016). Typologi for adfærdsbaserede markedsfejl.

Figur 7.4 **Opsparernes bevidsthed om dobbeltforsikring**



Anm.: 1566 respondenter. Spørgsmål: Har du undersøgt, om du for nogle forsikringer både er dækket af din pensionsordning og dit forsikringsselskab?

Kilde: Wilke på vegne af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

Opsparernes adfærd ved jobskifte

Det er ofte relevant ved jobskifte at overveje, om depotet skal følge med over til den pensionsleverandør, som bruges af den nye arbejdsplads. Flyttes depotet ikke med over, så overgår ordningen som regel til at være en *hvilende opsparing*, som i nogle selskaber vil fortsætte på individuelle – og ofte dyrere – vilkår. I mange ordninger tegnet gennem overenskomst er det kun muligt at flytte depotet, hvis en ny leverandør kan videreføre de samme forsikringsdækninger og betingelser, som policen i forvejen indeholder. Det er ofte ikke muligt.

Mange opsparere får aldrig taget stilling til, om deres hvilende opsparing skal flyttes – heller ikke i forbindelse med jobskifte. I 2017 var 43 pct. af det samlede antal pensionsopsparinger hvilende – det vil sige, at indbetalingerne var stoppet, uden at forbrugeren var gået på pension. En tredjedel af disse hvilende ordninger var såkaldte "klatpensioner", som i denne analyse defineres som ordninger med et samlet depot på mindre end 25.000 kr. I gennemsnit var klatpensionerne på godt 8.500 kr. per depot.[227] Det kan være relativt omkostningsfuldt at samle sine pensioner, da selskaberne kan tage op til 1.900 kr. for at overføre en hvilende ordning. Hos en række selskaber er det dog omkostningsfrit at flytte en hvilende ordning, særligt hvis det foregår som en del af et jobskifte.
Omvendt kan det ofte over tid være endnu mere omkostningsfuldt ikke at få samlet sine hvilende depoter. Det skyldes, at man fortsat skal betale et administrationsgebyr for de hvilende ordninger, som typisk vil være højt i forhold til en lille opsparing, og i nogle tilfælde vil gebyret overstige den løbende forretningen. Samtidig vil en hvilende ordning i nogle tilfælde overgå

[227] Beregninger baseret på data fra pensionsselskaberne og Forsikring & Pension.

fra kollektive til individuelle vilkår, hvilket typisk medfører højere priser. Individuelle vilkår er således typisk dyrere for opspareren, jf. afsnit 3.4.

Der kan være restriktioner på muligheden for at flytte depoter
Så længe en opsparer indbetaler til en pensionsordning, kan det opsparede depot ikke flyttes. Hvis indbetalingen stopper, fx i forbindelse med jobskifte eller leverandørskifte, bliver ordningen som nævnt hvilende. Typisk stopper mange forsikringer med at dække relativt kort tid efter, at indbetalingen er stoppet. Samtidig kan ordningen som nævnt overgå fra kollektive til individuelle vilkår i nogle selskaber.

Ofte vil opspareren have mulighed for at fortsætte med at indbetale frivilligt, hvilket også kan medføre, at forsikringsdækningerne kan fortsætte. Dog vil forsikringerne, ligesom selve opsparingen, alligevel overgå til individuelle vilkår i visse selskaber, hvilket typisk medfører markant højere forsikringspræmier.

Der er visse regulatoriske restriktioner på flytning fra pensionsselskaber til pengeinstitutter, da ordninger tegnet som livrenter (og andre forsikringsprodukter) ikke kan flyttes til pengeinstitutter. Grunden til det er, at pengeinstitutter ikke har tilladelse til at udbyde forsikringsprodukter. En flytning af en livrente vil således kræve, at opspareren først hæver ordningen (med en afgift på 60 pct.) og herefter indbetaler til enten en ratepension eller en aldersopsparing i pengeinstituttet, hvilket så også indebærer, at forsikringselementerne mistes. For livrenter kan dette forsikringselement være meget værdifuldt. Restriktionerne mod at flytte livrenteprodukter fra pensionsselskaber til pengeinstitutter er således en naturlig konsekvens af livrenteprodukternes karakter, og af at pengeinstitutter ikke kan udbyde forsikringsprodukter. Desuden er skattesystemet med til at øge tilskyndelsen til opsparing i livrenter.

En anden restriktion på flytning af depoter kan være betingelser i overenskomster, som begrænser muligheden for skift, selv under jobskifteaftalen. Selv om selskaberne, som er tilsluttet jobskifteaftalen, under visse betingelser er forpligtede til at afgive hhv. modtage en ordning, kan muligheden for at flytte fx en arbejdsmarkedsordning være begrænset af visse krav i overenskomsten. Det kan fx være krav om, at ordningen skal indeholde en kollektiv børnepension eller krav om, at ordningen ikke må kunne udbetales før tid.[228]

Ordningen kan som udgangspunkt kun overflyttes til en anden pensionsordning, der opfylder krav til fx ydelsessammensætning og tilbagekøb. Selv når udbetalingen af pensionen er begyndt, er opsparerne stadig ofte låst fast. En væsentlig andel af de hvilende ordninger er placeret i AMP-selskaber, hvor krav til ydelsessammensætningen kan begrænse muligheden for at flytte depotet.

Depotet kan dog stadig under visse betingelser overføres, på trods af at den modtagende pensionsordning ikke opfylder alle krav. Det kræver dog, at ordningen klausuleres således, at den del, der er opsparet i staten i den hidtidige ordning, fortsat respekterer de betingelser, der hidtil har været gældende.[229]

Det enkelte selskab kan ligeledes lægge restriktioner på overflytning af depotet. Det vil typisk skyldes forsikringselementer i ordningen

[228] Se fx Cirkulære om aftale om Generelle krav til indhold af bidragsdefinerede pensionsordninger i staten m.v. (ydelsessammensætning, tilbagekøb og overflytning i forbindelse med jobskifte).
[229] Cirkulære om aftale om Generelle krav til indhold af bidragsdefinerede pensionsordninger i staten m.v. (ydelsessammensætning, tilbagekøb og overflytning i forbindelse med jobskifte), s. 11.

Flere forhold kan mindske incitamentet til at flytte depoter
Det kan give god mening at samle sine hvilende depoter i ét selskab, så man ikke afholder omkostninger i flere selskaber. Man skal dog være opmærksom på, om man mister nogle rettigheder ved at flytte den hvilende ordning, ligesom man skal være opmærksom på, om der er en effektiv drift med lave omkostninger i det selskab, man samler sine ordninger i.

Opsparerne kan gå glip af garantier
I nogle ordninger er der tilknyttet garantier omkring den udbetalte ydelse. Hvis opspareren vælger at flytte depotet, vil denne garanti som udgangspunkt bortfalde. Det kan således være med til at mindske incitamentet til at flytte depotet.

Garantier skal tegnes på et "forsigtigt" grundlag. Det medfører bl.a., at selskaberne skal bruge konservative bud på fremtidig forrentning af aktiverne, når de skal stille garantier til en opsparer. Ældre ordninger har ofte meget høje garantier i forhold til det nuværende lave renteniveau. Derfor vil det ofte ikke kunne betale sig at flytte ældre ordninger, da de afgivne garantier ikke kan matches af det modtagende selskab. For nyere ordninger med lave garantier vil det i mindre grad være et problem at miste garantierne, da garantien ikke har stor værdi. Det gør det lettere for det modtagende selskab at give den samme garanti som det afgivende selskab.

Ud over at miste sine garantier kan en opsparer ligeledes miste visse kollektive midler ved skift, særligt i gennemsnitsrenteprodukter med garantier. I gennemsnitsrenteprodukter er en del af midlerne kollektive i form af kollektivt bonuspotentiale, som opspareren ikke kan medtage ved skift. Dog vil opspareren få ret til en del af det kollektive bonuspotentiale i et nyt selskab, hvis ordningen flyttes til et nyt gennemsnitsrenteprodukt hvor der er tilknyttet et kollektivt bonuspotentiale. Hertil kommer, at for især ældre ordninger med garantier kan det have været nødvendigt for selskabet at hensætte ekstra midler for at kunne leve op til de stillede garantier. Dette betegnes som akkumulerede værdireguleringer. Hvis opspareren af selskabet bliver tilbudt at omdanne ordningen til et markedsrenteprodukt eller gennemsnitsrenteprodukt med en mindre garanti, skal opspareren have de akkumulerede værdireguleringer, som er hensat til ordningen, samt en andel af det kollektive bonuspotentiale, overført til den nye ordning, jf. "Bekendtgørelse om opgørelse af den økonomiske værdi af en forsikringstagers produkt ved omvalg". Bekendtgørelsen gælder dog ikke, hvis opspareren skifter ud af selskabet. I dette tilfælde er der således reelle transaktionsomkostninger ved at flytte selskab, fordi ydelse og garanti svækkes, hvilket svækker mobiliteten.[230]

Direkte skifteomkostninger kan hæmme mobiliteten
Foruden de indirekte omkostninger i form af mistede rettigheder til garantier og midler er der som nævnt ofte direkte skifteomkostninger forbundet med at flytte et depot. Høje omkostninger kan mindske incitamentet til at flytte og dermed svække konkurrencepresset fra efterspørgselssiden.

Der er som udgangspunkt to typer af direkte monetære skifteomkostninger:

1. Flyttegebyr fra det selskab der flyttes fra
2. Tegningsomkostninger i det selskab der flyttes til.

[230] Egenkapital i kundeejede selskaber samt kollektive særlige bonushensættelser er ligeledes kollektive midler, som kan mindske konkurrencen mellem selskaber, jf. afsnit 8.3.

For opsparere i kollektive ordninger sikrer jobskifteaftalen, at de kan overføre deres pensionsmidler til en anden pensionsordning i tilfælde af jobskifte, hvor opspareren i det nye job omfattes af en anden kollektiv pensionsordning. Selskaberne kan i denne forbindelse fastsætte et gebyr for flytning af ordningen.

De fleste selskaber opkræver dog i dag ikke flyttegebyr eller tegningsomkostninger, hvis ordningen flyttes inden for jobskifteaftalen. De højeste gebyrer ligger på omkring 1.900 kr., både indenfor og udenfor jobskifteaftalen.[231]. Derudover kan der gælde særlige betingelser, som er knyttet til fx depotets størrelse eller opsparerens helbred. I gennemsnitsrenteprodukter kan der desuden være midlertidige kursværn, hvis aktiverne tilknyttet produktet falder betydeligt i værdi. Dette er for at undgå, at opsparere spekulerer mod selskabet og de resterende opsparere i selskabet.

De monetære skifteomkostninger er dermed efter alt at dømme betydeligt lavere end i 2003, hvor det kunne koste over 20.000 kr. at flytte et depot på 600.000 kr.[232] Det kan være et udtryk for, at tegningsomkostninger og flyttegebyrer i højere grad er blevet en konkurrenceparameter.

Forsikringer bortfalder ved flytning af depot
Når indbetalingerne til en ordning stopper, vil forsikringsdækningerne tilknyttet ordningen udløbe, oftest et år eller mindre, efter sidste indbetaling.[233] Typisk vil opspareren dog have mulighed for, at fortsætte forsikringsdækningerne ved at forsikringspræmierne enten fratrækkes depotet, eller opspareren vælger selv at indbetale til ordning. I mange (kommercielle) selskaber vil forsikringspræmierne dog stige markant, hvis opspareren overgår til individuelle vilkår.

Når man flytter et depot, hvor der fortsat er forsikringsdækninger tilknyttet, vil dækningerne bortfalde. For opsparere, som indbetaler til et nyt selskab med tilknyttede forsikringsdækninger, vil dette typisk ikke udgøre en betydelig barriere, idet opspareren fortsat er dækket i det nye selskab. I visse tilfælde, hvis fx forsikringsdækningerne i det nye selskab er mindre fordelagtige, eller hvis opspareren ikke kan afgive tilfredsstillende helbredsoplysninger i det nye selskab, kan det dog føre til dårligere dækning at flytte depotet.

Hvis der er forsikringer knyttet til depotet, kan det således hæmme den enkelte opsparers incitament til at flytte depotet.

Oplevet "skattesmæk" ved udbetaling af depot
Har man et depot, som ikke kan flyttes pga. krav til ydelsessammensætning, jf. ovenfor, kan det være en mulighed at få depotet udbetalt, for at undgå at skulle betale løbende administrationsomkostninger. Det kan især være relevant for mindre 'klatpensioner'. Det er imidlertid ikke alle selskaber, der tillader, at man får udbetalt sin pension før tid. På det overenskomstdækkede område er det fx op til arbejdsmarkedets parter, om der skal være mulighed for tilbagekøb af pensionen og i hvilket omfang.

---

[231] Oplysninger fra pensionsselskaberne.
[232] Større valgfrihed i pensionsopsparingen, 2003: 334ff.

Ved udbetaling af sin pension før tidligste udbetalingstidspunkt skal der betales en afgift på 60 pct. af depotets størrelse. Det er udtryk for en skattesanktion, som skal ses i sammenhæng med, at opsparingen netop er målrettet pensionsformål, samt at beskatningen af pensionsafkast er mindre end beskatningen af andre former for kapitalafkast.[234] Derudover vil der typisk være tilknyttet en række gebyrer for håndteringen af udbetalingen fra selskabets side. I nogle selskaber kan mindre depoter blive tvangsudbetalt til opspareren.

Opsparerens rolle og muligheder i forhold til nedsparing

Ved overgangen til pensionstilværelsen er der flere ting, der ændrer sig for den enkelte opsparer. Først og fremmest går man fra at spare op til sin pension over til at begynde udbetalingen af sin pensionsopsparing.

Når opspareren når pensionsalderen, vil sammensætningen af pensionsordningen også ændres. De fleste forsikringer, som var tilknyttet ordningen i den erhvervsaktive alder, vil bortfalde, evt. også nogle år inden opspareren når pensionsalderen. Fx vil tab af erhvervsevne forsikring, kritisk sygdom og sundhedssikring ophøre, når man når en specifik alder, og typisk ved den tidligst mulige udbetalingsalder.

Andre vilkår kan også ændre sig. Fx vil man i et kommercielt selskab typisk overgå fra kollektive til individuelle vilkår. Overgangen til individuelle vilkår kan betyde højere priser for administration og investering af opsparingen, især hvis den tidligere arbejdsgiver har forhandlet sig frem til særligt fordelagtige vilkår.

I et kommercielt selskab vil opspareren typisk have fri råderet over sine aldersopsparinger og ratepensioner og frit kunne vælge at placere disse i et andet selskab. Omvendt vil opsparinger placeret i AMP-selskaber fortsætte på kollektive vilkår og være låst til selskabet på trods af, at opspareren ikke længere har en relation til selskabet gennem sin arbejdsplads. Indlåsningen skyldes betingelser i forsikringsaftalerne, der siger, at pensionsudbetalingen ikke kan flyttes, så snart denne er påbegyndt.

Der kan være betingelser, der gør, at livrenter under udbetaling ikke kan flyttes til et andet selskab. Det skyldes, at forskellige selskaber vil beregne udbetalingerne på forskellige forudsætninger omkring levetider. En livrente er en livsbetinget ydelse, dvs. den udbetales alene forudsat, at forsikrede er i live. Under opsparing medfører depotsikringen, at pensionsselskabet ikke har en risiko, fordi der er en forsikringsdækning ved død, som svarer til depotet. Derfor kan den forsikrede ikke "spekulere" mod selskabet ved en flytning. Ikke alle selskaber har tilknyttet depotsikring.

Under nedsparring bortfalder depotsikringen – og udbetalingen er jo livsbetinget. En flytning er derfor alene mulig, hvis den forsikrede kan aflevere tilfredsstillende helbredsoplysninger, som dermed er et værn mod den forsikredes mulige spekulation.

Pensionsformuer under udbetaling vurderes til at udgøre ca. 1.300 mia. kr., hvoraf en betydelig del vurderes svære at flytte enten som følge af forsikringsbetingelser, der ikke tillader flytning af pensionsordninger under udbetaling, garantier, rettigheder eller, at der er tale om opsparing i livrenter.[235]

---

[234] Det gælder for ratepensioner og livrenter. For aldersopsparing er afgiften 20 pct.

[235] Input fra pensionsselskab.

7.3 Danske og internationale erfaringer med øget individuel valgfrihed

Det kan diskuteres, hvor stor grad af valgfrihed der skal placeres hos den enkelte opsparer og hvor stor en del af beslutningerne, der skal placeres hos kollektive beslutningstagere. En række nationale og internationale studier har undersøgt, hvordan pensionsordninger påvirkes af, hvorvidt beslutningskompetencen er individuelt eller kollektivt placeret.

Danmark
Fadlon et al. (2016) undersøger, om firmapensionsordninger tilpasses efter medarbejdernes præferencer efter ændringer i skattesystemet.[236] Studiet undersøger, hvordan arbejdsgivere fordeler indbetalingerne mellem hhv. kapitalpensioner og pensioner med løbende udbetalinger efter skattereformen i 1999, hvor fradraget i topskatten for indbetalinger til kapitalpensioner blev fjernet.

Ifølge denne undersøgelse reagerer firmaerne (gennem firmapensionsordninger) kraftigere på reformen end individuelle opsparere. Det sker konkret ved, at indbetalingerne til firmaordningerne i højere grad bevæger sig væk fra kapitalpensionerne og over mod ordninger med løbende udbetalinger for de personer, der mister fradraget i topskatten. På denne måde ændrer arbejdsgiverne[237] fordelingen mellem kapitalpensioner og annuitetsprodukter i overensstemmelse med medarbejdernes økonomiske interesser, mens tilpasningen i de individuelle ordninger er mindre udtalt og i den forstand mindre rationel.

Sverige
Sverige har historisk haft en større grad af individuel valgfrihed i pensionsordningerne end Danmark. Det gælder både mulighederne for at flytte arbejdsmarkedspensionsordninger og i forhold til at bestemme, hvordan pensionsopsparingen skal investeres.

Det svenske pensionssystem består i hovedtræk af en optjeningsbaseret, løbende finansieret offentlig pension, en obligatorisk lovfæstet pensionsopsparing og overenskomstaftalte arbejdsmarkedspensioner. Pensionsreformen blev vedtaget i 1994, og selve implementeringen skete i årene 1995-98. Fire store overenskomstbestemte arbejdsmarkedspensionsaftaler dækker langt hovedparten af det svenske arbejdsmarked (over 81 pct. af alle lønmodtagere i Sverige). I 2016 udgjorde de obligatoriske arbejdsmarkedspensioner 48 pct. af de samlede pensionsopsparinger til sammenligning med den offentlige indkomstbaserede pension, som udgjorde 43 pct. Dog stod arbejdsmarkedspensionerne kun for 35 pct. af indbetalingerne i 2016 mod 61 pct. for den offentlige indkomstbaserede pension.[238]

Frit valg af investeringsforening
I Sverige indbetaler hver lønmodtager 2,5 pct. af sin løn til præmiepensionen. Opsparerne har mulighed for selv at vælge allokeringen af sin præmiepension blandt en række investeringsforeninger. Således kan den enkelte opsparer vælge op til fem statsgodkendte investeringsforeninger. Hvis opspareren ikke foretager et aktivt valg, bliver bidragene placeret i en "default" fond. Alle godkendte investeringsforeninger – med undtagelse af den prædefinerede – kunne markedsføre sig for at tiltrække nye opsparere.

---

[236] Fadlon et al. (2016). Do employer pension contributions reflect employee preferences? Evidence from retirement savings reform in Denmark.
[237] Den enkelte medarbejder vil også typisk have stor indflydelse på, hvordan pensionen skal udbetales og vil derfor også kunne bidrage til at ændre indbetalingerne.
[238] Swedish Pensions Agency (2016). Orange Report – Annual Report of the Swedish Pension System 2015.

Opsparerne blev – gennem markedsføring – opfordret til aktivt at vælge investeringsforening ved indførelsen af præmiepensionen i 2000. Opsparerne kunne vælge mellem i alt 456 investeringsforeninger. Cirka to tredjedele af de svenske opsparere traf et aktivt valg om allokeringen af deres præmiepension det første år. Dette tal faldt til 8 pct. blandt nye opsparere i 2003.[239]

En evaluering af valget af investeringsforening viser, at opsparerne især valgte foreninger, som i højere grad er kendetegnet ved mere aktiv investeringsforvaltning end den prædefinerede forening. Derudover var der en markant højere præference for svenske aktier i forhold til internationale aktier.

Evalueringen viste ligeledes et højere omkostningsniveau i de valgte foreninger, samt at den prædefinerede forening gav et signifikant bedre afkast end de foreninger, der blev valgt. Samlet viser undersøgelsen således, at det friere valg blandt investeringsforeninger ikke umiddelbart har været en succes for opsparerne i Sverige.[240]

Frit valg af pensionsselskab

I de fire store overenskomstbestemte arbejdsmarkedspensionsaftaler kan opspareren flytte hele eller en del af sin pensionsordning mellem en række valgbare pensionsselskaber. Aftalerne er forhandlet på plads mellem fagforeningerne, arbejdsgiverne og pensionsselskaberne. Hvis opspareren ikke vælger, hvor pensionsordningen skal placeres, placeres den i en defaultordning, som er specificeret i overenskomsten.

Såkaldte *valgcentraler* koordinerer arbejdsmarkedspensionsaftalerne på vegne af aftaleparterne. Valgcentralerne faciliterer valgfriheden, definerer rammerne for de valgbare pensionsordninger, indbetalingerne til pensionsordningerne og en lang række andre opgaver, som i Danmark varetages af pensionsselskaberne selv. Valgcentralerne opkræver et administrationsgebyr. Dette kollektive udgangspunkt kan være med til at skabe en stærk forhandlingsposition over for de valgbare pensionsselskaber.

Pensionsformidlingen i svenske arbejdsmarkedspensioner er baseret på betingelser forhandlet med eller fastlagt af overenskomstparterne og valgcentralerne. På den måde etableres en kollektiv platform, og der skabes betydelige skalafordele og mulighed for at opnå bedre betingelser, end det der kan opnås på det individuelle marked. Dette skaber et pres på pensionsudbyderne for at have mere fokus på omkostninger og på sammenhængen mellem omkostninger og resultater, og det skaber en vis mulighed for at konkurrere på produkter og produktindhold. Et synligt resultat er, at det løbende er lykkedes for valgcentralerne at forhandle sig frem til stadig lavere opkrævede omkostninger.[241]

I takt med indførelsen af det frie valg er der sket en stigning i pensionsordninger, som bliver flyttet inden for det overenskomstbaserede pensionssystem.[242] AMF er en svensk pensionskasse med ca. 4 mio. kunder (opsparere) og fokus på kollektive pensionsordninger.[243] De fleste opsparere, som har flyttet deres pension fra AMF, blev foranlediget hertil af en fagperson, hovedsageligt fra opsparerens bank.[244] Blandt de opsparere, som blev foranlediget af deres bank,

---

[239] Cronqvist og Thaler (2004). Design Choices in Privatized Social-Security Systems: Learning from the Swedish Experience.

[240] Cronqvist og Thaler (2004). Design Choices in Privatized Social-Security Systems: Learning from the Swedish Experience.

[241] Beier Research: Tjänstepensionerne i det svenske pensionssystem

[242] AMF (2016). Flyttrapport - Hur sker flyttar inom kollektivavtalad tjänstepension?

[243] AMF ejes af svensk LO og Svenskt Näringsliv. https://www.amf.se/om-amf.

[244] AMF (2016). "Flyttrapport - Hur sker flyttar inom kollektivavtalad tjänstepension?

svarer kun 7 pct., at hovedårsagen til kontakten med banken var at drøfte pension. Anledningen har ofte været rådgivning om boliglån eller anden rådgivning. I 43 pct. af flytningerne var den primære motivation at samle så mange aftaler som muligt ét sted. Andre begrundelser for flytning er bl.a. rådgivning fra banken (18 pct.), bedre afkast (14 pct.) og lavere omkostninger (8 pct.).

Det frie valg har ledt til en overordnet bevægelse fra traditionelle garantibaserede forsikringsordninger hos de "gamle" udbydere mod unit-link forsikring hos kommercielle - især bankdrevne – udbydere. Samlet set peger det på, at et mere udstrakt distributionsnet og en bred kontaktflade til opsparere er en afgørende konkurrenceparameter, og flyttedynamikken i højere grad er udbyder- frem for kundedrevet.[245]

Nederlandene
Et nederlandsk studie undersøger, hvorvidt opsparerne ønsker eller efterspørger mere valgfrihed. Det hollandske pensionssystem svarer i relativt høj grad til det danske, og undersøgelsen omfatter udelukkende søjle 2 pensioner.[246]

De reformer som undersøges åbner mulighed for mere valgfrihed og adgang til pensionsprodukter, som i højere grad er skræddersyet til den enkeltes præferencer. Det undersøges om de adspurgte ønsker "frit valg" eller at delegere pensionsvalg til deres pensionsselskab.

Studiet finder, at størstedelen af de adspurgte foretrækker, at beslutninger foretages af pensionsselskabet eller "frit valg" kombineret med muligheden for at delegere pensionsbeslutninger til pensionsselskabet. Resultatet skal ses i lyset af, at kompetencen i forvejen ligger hos pensionsselskabet (status quo).

Danske forsøg med valgfrihed
I Danmark er det måske bedste eksempel på forsøg med øget valgfrihed introduktionen af Folkebørsen i 2005. Folkebørsen blev introduceret som en investeringsportal, hvor almindelige opsparere kunne investere de penge, som man havde indbetalt til den *Særlige Pensionsopsparing (SP)*. SP-opsparingen kunne investeres blandt mere end 145 investeringsfonde.

I 2009 blev Folkebørsen afviklet, da et fåtal af danske opsparere anvendte Folkebørsen. Et bud dengang var, at under 10.000 ud af 3,2 mio. danskere havde valgt at investere gennem Folkebørsen.

---

[245] Beier Research: Tjänstepensionerne i det svenske pensionssystem

[246] van Dalen og Henkens (2018). Do People Really Want Freedom of Choice? Assessing Preferences of Pension Fund Participants.

Kapitel 8
Adgangs- og ekspansionsbarrierer

8.1 Sammenfatning

Der er betydelige adgangs- og ekspansionsbarrierer på pensionsmarkedet, som er med til at begrænse den effektive konkurrence.

Bl.a. rummer pensionsmarkedet gode muligheder for stordriftsfordele, jf. afsnit 3.6. Stordriftsfordele er med til at gøre det sværere for en ny aktør at etablere sig på markedet. En ny aktør vil således skulle opnå en vis størrelse forholdsvist hurtigt for at kunne konkurrere med eksisterende aktører. Stordriftsfordelene kan bl.a. opstå som følge af etableringsomkostninger, som fx udvikling af IT-systemer, men også som følge af de regulatoriske krav, der er til pensionsselskaberne.

En stor del af efterspørgslen på pensionsmarkedet er reelt fastlåst, da hovedparten af de ordninger, som er tegnet gennem overenskomst, ikke bliver konkurrenceudsat, og de vil derfor være svære at tiltrække for en ny aktør. Det er med til at gøre det svært for en ny aktør at opnå stordriftsfordele.

Pension og forsikring sælges i Danmark typisk altid i en samlet pakke, således at individuelle opsparere og især virksomheder køber pensionsopsparing og forsikringer ved samme selskab. Denne "bundling" afspejler sig også i de kommercielle selskabers prissætning, idet de taber penge på forsikringsdelen og til gengæld tjener penge på forvaltning af pensionsformuerne. Denne form for prissætning ville ikke være holdbar, hvis selskaberne solgte pension og forsikring separat til samme priser, som hvis det købes sammen.

Bundlingen af pension og forsikring kan gøre det svært for en ny aktør at etablere sig, med mindre den nye aktør er i stand til både at tilbyde pension og forsikring. Fx vil det være svært at indtræde for en ny aktør, som alene er konkurrencedygtig inden for forsikringer, idet priserne på forsikringer holdes nede på et lavt - og nogle gange tabsgivende niveau. Derudover kan det være svært for AMP-selskaber at komme ind på markedet. Det skal ses i lyset af, at AMP'erne typisk har et relativt standardiseret produkt, hvor forsikring spiller en mindre rolle end på virksomhedsmarkedet, og som er prissat nogenlunde på omkostningsdækkende basis. Deres forsikringspræmier vil derfor komme til at fremstå høje i forhold til de kommercielle selskaber.

Det danske pensionsmarked er i høj grad præget af nationale aktører, som ikke eller kun i helt begrænset omfang er udsat for konkurrence fra udlandet. Det kan bl.a. skyldes skattereglerne for pensionsordninger og -selskaber, som varierer på tværs af landegrænser. Det kan gøre det svært for udenlandske aktører at komme ind på det danske marked og omvendt.

En del af de midler, som spares op i selskaberne, er kollektive og er således ikke fordelt til de enkelte opsparere. Det betyder, at disse midler i de fleste tilfælde ikke kan medtages, hvis opspareren skifter til et andet selskab. De kollektive midler kan dermed begrænse mobiliteten og fungere som en ekspansionsbarriere for andre virksomheder og samlet set dæmpe den effektive konkurrence. Kollektive midler omfatter bl.a. kollektivt bonuspotentiale samt egenkapital i kundeejede selskaber.

Pensionsselskaberne er underlagt omfattende regulering, blandt andet med henblik på at sikre finansiel stabilitet, og at de store formuer forvaltes forsvarligt. Dele af reguleringen er imidlertid med til at skabe adgangs- og ekspansionsbarrierer, som kan begrænse den effektive konkurrence.

De forudsætninger, som pensionsselskaberne bruger ved tegning af nye ordninger, skal være *rimelige* over for opsparerne i selskabet.[247] Kravet om rimelighed indebærer bl.a., at der ikke må ske systematisk omfordeling mellem opsparere. Kravet om rimelighed medfører bl.a., at selskaber ikke må bruge bonushensættelser (basiskapital stillet til rådighed af opsparerne) til at give diskretionære rabatter til nye kunder. For mange kundeejede selskaber er særlige bonushensættelser den eneste måde at rejse kapital på til bl.a. at kunne opfylde solvenskravet inden for en kortere tidsperiode.

Rabatter til nye eller eksisterende kunder er typisk en vigtig del af effektiv konkurrence. Kundeejede selskaber, som ikke kan rejse ekstern kapital, er således begrænset i deres mulighed for at konkurrere, og kravet om rimelighed kan derfor fungere som en adgangsbarriere for disse selskaber.

For at mindske risikoen for at et dansk pensionsselskab skulle gå konkurs, er det et krav, at alle garantier, som stilles af et pensionsselskab, skal gives på et *forsigtigt* grundlag. Det medfører, at selskaberne, af hensyn til den finansielle stabilitet, kun må give lave garantier på nye gennemsnitsrenteordninger. Kravet om forsigtige garantier er en begrænsning af konkurrencen for gennemsnitsrenteprodukter. Et nyt eller eksisterende selskab, som fx har mulighed for at rejse risikovillig kapital, er således ikke i stand til at konkurrere på størrelsen af den garanti, de er villig til at give kunderne.

AMP-selskaberne konkurrer kun i begrænset omfang med de kommercielle selskaber om virksomhedsordningerne. En del af årsagen kan være, at mange AMP-selskaber reelt ikke har mulighed for at indtræde fuldt ud på det kommercielle marked, uden at skulle opgive en skattefritagelse og/eller at ændre selskabsform.

AMP-selskaber kan være enten tværgående pensionskasser, arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber eller ikke-arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber. Tværgående pensionskasser og arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber er undtaget for selskabskat.[248] Til gengæld kan disse selskaber kun tilbyde ordninger tegnet gennem overenskomst og/eller ordninger til en bestemt faggruppe. Hvis disse selskaber skulle indtræde på det kommercielle marked ville de skulle opgive deres skattefritagelse. Samtidig vil det for tværgående pensionskasser kræve en omfattende omlægning af selskabsformen fra en forening til et aktieselskab.

Selskabsformerne medfører, at kommercielle selskaber i de fleste tilfælde ikke vil være udsat for konkurrence fra de fleste AMP-selskaber. Selskabsformerne fungerer dermed som en ekspansionsbarriere.

---

[247] Kravet gælder kun for livsforsikring og således ikke for syge- og ulykkesforsikring, som også kan udbydes af selskaberne.

[248] I stedet beskattes overskuddet i disse selskaber med PAL-skattesatsen på 15,3 pct.

8.2 Der er store adgangs- og ekspansionsbarrierer på pensionsmarkedet

Adgangs- og ekspansionsbarrierer er med til at begrænse den effektive konkurrence. Adgangsbarrierer er således med til at begrænse muligheden for, at nye aktører kan træde ind på markedet, hvilket mindsker det potentielle konkurrencepres på de eksisterende aktører. Ekspansionsbarrierer forhindrer eksisterende aktører i at vinde markedsandele, hvilket begrænser deres direkte konkurrencepres på de andre aktører. Tilstedeværelsen af adgangs- og ekspansionsbarrierer kan således føre til højere priser, mindsket produktudbud og i sidste ende lavere forbrugervelfærd.

Stordriftsfordele og etableringsomkostninger kan fungere som en adgangsbarriere
Pensionsmarkeder rummer gode muligheder for stordriftsfordele, jf. afsnit 3.6. Stordriftsfordele fungerer som en adgangsbarriere, da et nyt selskab vil have sværere ved at konkurrere med etablerede selskaber, som allerede har opnået en vis skala. Selv hvis et nyt selskab er mere effektivt end de eksisterende selskaber, kan det således være svært at indtræde på markedet, hvis selskabet ikke fra start kan høste samme stordriftsfordele som eksisterende selskaber.

På det danske marked er der stordriftsfordele på administrationsomkostningerne, jf. kapitel 3. Et nyt pensionsselskab vil således fx skulle etablere et IT-system, som skal kunne håndtere alle depoter og indbetalinger, og som skal kunne håndtere alle former for indberetninger til fx Skat. Et sådant IT-system kan være dyrt at udvikle. Til gengæld kan et IT-system, når det er udviklet, som regel håndtere stigende skala. IT-systemer og relevante kompetencer m.v. er en betydelig etableringsomkostning, mens marginalomkostningerne ved at øge kundemassen er begrænset.

Pensionsydelser solgt i pensionsselskaber er tegnet som pensions*forsikringer*, og pensionsselskaber har selskabsform som forsikringsselskaber.[249] Det medfører, at det vil være nødvendigt at have aktuarmæssig ekspertise i organisationen for at kunne tilbyde pensioner.

Således kan et pengeinstitut heller ikke operere fuldt ud på pensionsmarkedet. Et pengeinstitut ville således skulle oprette et livsforsikringsselskab, før det vil være tilladt at sælge forsikringer eller pensionsprodukter med et forsikringselement som fx livrenter.

At få tilladelse til at operere som et nyt pensionsselskab/livsforsikringsselskab vil være forbundet med store omkostninger, da de regulatoriske krav til pensionsselskaberne er høje. Bl.a. skal de løbende opgøre et teknisk grundlag til Finanstilsynet, som skal indeholde alle selskabets aktuariske forudsætninger for de ordninger, som er tegnet i selskabet. Derudover er der omkostninger til at imødekomme en række regulatoriske krav til fx opgørelse af solvenskrav, information til kunderne og kompetencer i organisationen og bestyrelsen.

Fastlåst efterspørgselsside fungerer som adgangs- og ekspansionsbarriere
En vigtig barriere for at opnå en kritisk masse på pensionsmarkedet er, at en stor del af efterspørgslen reelt er bundet til bestemte selskaber. Det drejer sig om en stor del af ordningerne tegnet gennem overenskomst, hvor den historiske sammenhæng mellem arbejdsmarkedets parter og pensionsselskab medfører, at disse ordninger sandsynligvis ikke vil flytte til en ny

[249] Pensionsselskaber kan have selskabsform som enten livsforsikringsselskab eller pensionskasse.

aktør, selv i en situation, hvor der er klare fordele herved. Den fastlåste efterspørgsel er således med til at øge adgangsbarriererne, da den gør det sværere at opnå en effektiv skala for en ny aktør.

Hertil kommer, at mange opsparere har depoter, som reelt er bundet til deres nuværende selskaber. Der drejer sig typisk om ordninger, som er tegnet med garantier. Her kan det ofte ikke betale sig at flytte depoterne til et nyt selskab, bl.a. fordi det som regel ikke er muligt at medtage alle de midler, som er placeret i ordningen, jf. også afsnit 7.2. Samtidig kan der fx være overenskomstmæssige krav, som begrænser muligheden for at flytte depoter. Selv hvis et nyt selskab får overført indbetalinger fra en gruppe opsparere, kan det således være svært at få disse opspareres depoter med. Det medfører, at selskabet får sværere ved at opnå stordriftsfordele på investeringsomkostningerne.

Bundling af pension og forsikring er en adgangsbarriere

Der er en naturlig sammenhæng mellem pension og forsikring. Fx er en stor del af pensionsformuen placeret i livrenter, som har et indbygget forsikringselement. Pensionsselskaber har således som udgangspunkt også tilladelse til at udbyde både pension, livsforsikring[250] og visse skadesforsikringer i form af syge- og ulykkesforsikringer.

Der er dog også selskaber, som kun tilbyder forsikring men ikke pension. Fx tilbyder en række skadesselskaber syge- og ulykkesforsikring. Sådanne selskaber kan dog få svært ved at sælge deres forsikringer til virksomheder som en del af en virksomhedens pensionsordning, idet virksomhederne i høj grad køber forsikring og pension til medarbejderne hos samme selskab (såkaldt bundling).

Visse AMP-selskaber har ligeledes oplyst, at de kommercielle selskabers prissætning gør det svært for AMP-selskaberne at konkurrere om firmaordningerne. Det skyldes, at AMP-selskaberne typisk har et standardiseret produkt, hvor både forsikringer, administration og kapitalforvaltning er prissat nogenlunde på omkostningsdækkende basis. AMP-selskabernes forsikringer vil således fremstå relativt dyre i forhold til de kommercielle selskaber, mens deres kapitalforvaltning vil fremstå som billig. De kommercielle selskabers prissætning antyder, at firmakundernes efterspørgsel er mere følsomme over for priserne på forsikring end kapitalforvaltning, evt. fordi forsikringspriserne er lettere at sammenligne, eller fordi arbejdsgivere er mere interesserede i at dække nuværende medarbejdere end tidligere medarbejdere, jf. også afsnit 3.6.

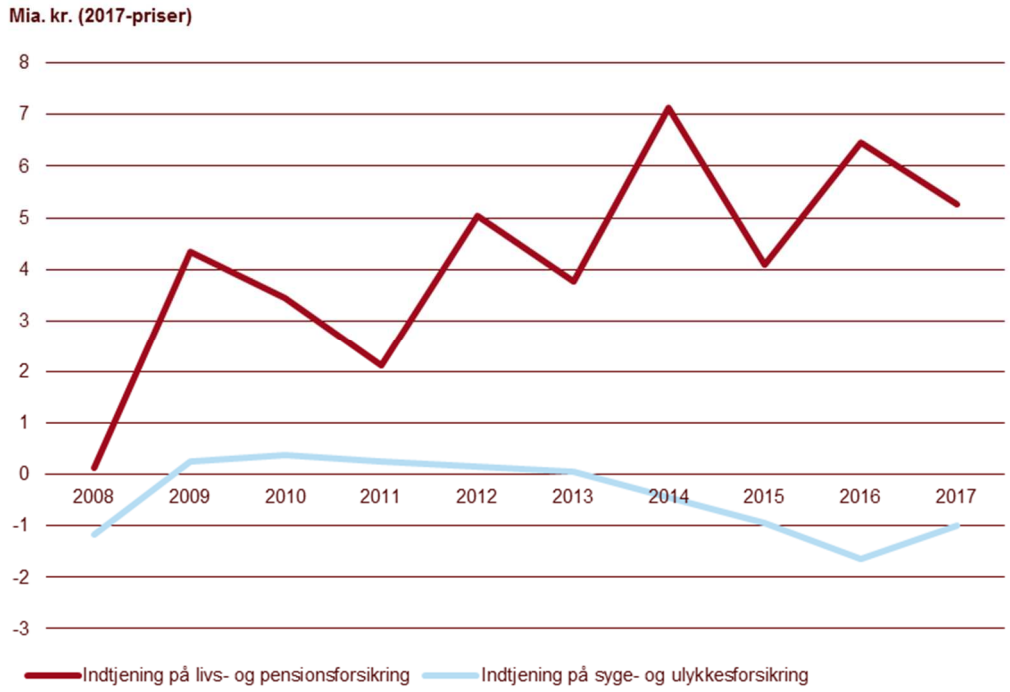
Salg af flere ydelser i et bundt (”bundling”) kan ifølge konkurrenceloven være ulovligt, hvis det udføres af en dominerende virksomhed og afskærmer potentielle konkurrenter fra at gå ind på et af de markeder, der er tale om. Det afspejler, at bundling kan have konkurrenceskadelige virkninger.

På pensionsmarkedet kan bundling af pension og forsikring som nævnt fungere som en adgangsbarriere for nye aktører, som gerne vil tilbyde forsikring, enten alene eller evt. med sigte på efterhånden også at konkurrere på pensionsmarkedet. Adgangsbarrieren er særlig udtalt fordi, de kommercielle pensionsselskaber taber penge på syge- og ulykkesforsikringerne for til gengæld at tjene penge på livs- og pensionsprodukterne, hvor der er andre betydelige adgangsbarrierer, jf. figur 8.1. Det vil derfor være meget svært for en ny aktør, som alene har et stærkt forsikringskoncept, at konkurrere med pensionsselskaberne, da pensionsselskabernes prissætning af forsikringerne er tabsgivende. Samtidig kan det begrænse konkurrencepresset

[250] Reguleringsmæssige opereres der med to overordnede kategorier af forsikring – livsforsikring og skadesforsikring. Pensionsforsikring hører således reguleringsmæssigt under kategorien livsforsikring.

fra AMP-selskaber, fordi det reducerer deres incitament til at indtræde på det kommercielle marked. Det kan samlet begrænse konkurrencepresset på pensionsselskaberne og bl.a. føre til højere priser (for bl.a. kapitalforvaltning).

Figur 8.1 **Indtjening for kommercielle selskaber**



Anm.: Indtjeningen er uden afkastet på basiskapitalens aktiver, da disse ikke kan henføres til et bestemt forretningsområde.

Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af selskaberne.

Bundling kan omvendt også være til fordel for forbrugerne. Det vil være tilfældet, når der er fordele ved at samle forsikring og pension i samme selskab. Det kan fx være i form af samproduktionsfordele, som medfører lavere omkostninger. Derudover kan det fx være billigere for en virksomhed, kun at skulle gennemføre ét udbud for at tegne både pension og forsikring for medarbejderne, og det kan være administrativt lettere for virksomheden at skulle foretage indbetalinger til ét selskab.

Der er også en række produktkarakteristika, som kan gøre bundling af pension og forsikring fordelagtigt. Bl.a. tilbyder mange pensionsselskaber præmiefritagelse, som medfører, at selskabet "overtager" indbetalingen til alderspensionen, hvis opspareren mister erhvervsevnen. På den måde kan opspareren fortsat spare op til alderspension, samtidig med at opspareren modtager invalidedækningen. Derudover fortsætter mange forsikringsdækninger i en kortere periode, efter at indbetalingen til ordningen er stoppet. Dette kan kun forekomme, fordi opspareren har et depot, som forsikringspræmien kan trækkes fra.

Skatteregler udgør en adgangsbarriere for udenlandske pensionsudbydere
Som udgangspunkt skal en pensionsordning placeres i et dansk pensionsselskab eller pengeinstitut, før opspareren kan få fradrag for sine indbetalinger samt PAL-beskatning af afkastet. Det er dog muligt at oprette en pensionsordning i et pensionsselskab i et andet EU- eller EØS-land, givet at pensionsselskabet og ordningen opfylder en række betingelser, jf. pensionsbeskatningsloven § 15C.

Bl.a. skal det udenlandske pensionsselskab anmode Skattestyrelsen om at blive godkendt til at kunne tilbyde pensionsordninger, som vil være fradragsberettigede efter den danske pensionsbeskatningslov. For at blive godkendt skal selskabet have tilladelse til at udbyde pensionsordninger i sit hjemland. Derudover skal selskabet indvilge i at påtage sig alle de forpligtelser, som gælder for et tilsvarende selskab i Danmark. Samtidig skal opspareren indvilge i, at udbetalingerne fra ordningen beskattes i Danmark efter den danske pensionsbeskatningslov.

Hvis et udenlandsk pensionsselskab vil tilbyde ordninger til danske pensionsopsparere, kræver det således, at pensionsselskabet kan oprette ordninger, som opfylder de betingelser, som stilles til ordninger efter den danske pensionsbeskatningslov. Derudover skal pensionsselskabet indrapportere til Skattestyrelsen og løbende håndtere skattebetalinger fra ordningen til den danske stat. Disse betingelser har til hensigt at sikre lige skattemæssige vilkår for både danske og udenlandske pensionsselskaber.

EU-Kommissionen forslog i 2017 at indføre et fælles europæisk pensionsprodukt, kaldet PEPP, som bl.a. skal være lettere at flytte på tværs af landegrænser inden for EU, jf. boks 8.1. Det endelige forslag er dog fortsat ikke gennemført bl.a. som følge af komplikationer omkring forskellige beskatningsregler i de forskellige EU-lande.

Boks 8.1
Pan-European Personal Pension Product (PEPP).

Pan-European Personal Pension Product, eller PEPP, er et pensionsprodukt, som er blev foreslået af EU-Kommissionen i 2017. Produktet skal være et standardiseret pensionsprodukt, som skal kunne udbydes af pensionsudbydere i alle EU-lande. Produktet har til formål at forøge den opsparingsbaserede pensionsformue i EU samt at skabe et produkt, som let kan flyttes over grænser inden for EU for at understøtte konkurrencen på pensionsmarkedet og arbejdstagernes muligheder for at skifte job inden for EU.

PEPP skal fungere som en frivillig ordning, dvs. som et produkt i søjle 3. Det er fortsat ikke endeligt afklaret, hvordan skattebehandlingen af produktet vil foregå i de forskellige EU-lande, da skattereglerne er meget forskellige, og kravene, som stilles til ordningerne for at opnå adgang til særlige skatteregler som fx fradrag for indbetalinger, varierer mellem landene. Fx er der lagt op til, at en del af udbetalingen fra ordningen kan foretages som et engangsbeløb, der ikke beskattes. Dette vil således efter gældende danske pensionsbeskatningsregler medføre, at indbetalinger til ordningen, som vil resultere i en skattefri engangsudbetaling, ikke vil være fradragsberettigede.

Indførelsen af PEPP kan evt. være med til at styrke konkurrencen på pensionsmarkedet, ved at internationale aktører inden for EU får lettere ved at indtræde på det danske marked. Der er dog fortsat en række komplikationer omkring bl.a. skat, som skal afklares. Derudover fungerer produktet som en individuel frivillig ordning, og det er således usandsynligt, at det vil få stor indflydelse på det danske pensionsmarked, hvor langt hovedparten af pensionsordningerne er obligatoriske arbejdsgiveradministrerede ordninger.

8.3 Kollektive midler kan fungere som adgangs- og ekspansionsbarriere

I gennemsnitsrenteprodukter er en del af opsparernes midler kollektive i form af kollektivt bonuspotentiale. Det kollektive bonuspotentiale er en fælles pulje af midler, som den enkelte opsparer som udgangspunkt ikke kan tage med ved et skifte til et andet selskab, jf. figur 8.2. Derudover er der en række andre midler, som i sidste ende skal komme opsparerne til gode, og som også er kollektive og ikke kan medtages ved skift.

Figur 8.2 **Oversigt over typer af kapital i pensionsselskaber**

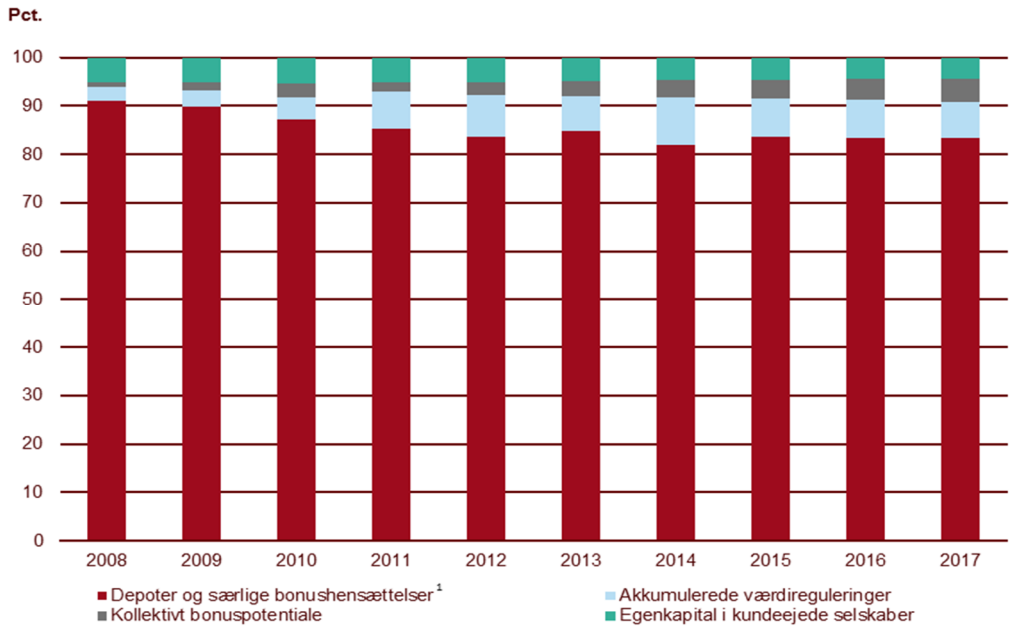
	Kan medtages ved skift	Kan ikke medtages ved skift
Tilhører individuelle opsparere	Depoter	Akkumulerede værdireguleringer (ekstrahensættelser til garantier)
	Individuelle bonushensættelser	
Tilhører opsparerne i fællesskab		Kollektivt bonuspotentiale
		Kollektive særlige bonushensættelser
Tilhører eksterne ejere		Egenkapital i tværgående pensionskasser
		Egenkapital i livsforsikringsselskaber
		Ansvarlig lånekapital og anden gæld

Anm.: Teknisk set ejes kollektivt bonuspotentiale særlige bonushensættelser og egenkapitalen i kundeejede livsforsikringsaktieselskaber af selskabet, men midlerne er i sidste ende til stede for at komme opsparerne til gavn.

Kilde: Egen illustration.

Midler, som reelt i sidste ende vil tilfalde opsparerne, men som ikke kan medtages ved skift, er med til at svække den effektive konkurrence. Samlet set udgjorde de ikke-flytbare midler ca. 15 pct. af de samlede kundemidler i 2017, jf. figur 8.3. Andelen er steget kraftigt de seneste 10 år.

Figur 8.3 **Fordeling af de samlede midler, som tilhører opsparerne**



Note: Depoter og særlige bonushensættelser er opgjort som forskellen mellem de samlede kundemidler, opgjort som samlede passiver fratrukket gæld og egenkapital i ikke kundeejede selskaber, fratrukket akkumulerede værdireguleringer, kollektivt bonuspotentiale og egenkapital i kundeejede selskaber.

Kilde: Finanstilsynet.

Kollektivt bonuspotentiale kan virke fastlåsende

Det kollektive bonuspotentiale dækker tab før individuelt bonuspotentiale og basiskapital. Hvis et selskab oplever tab på en bestand af gennemsnitsrenteprodukter, er det således først det kollektive bonuspotentiale, som nedsættes. Herefter vil det individuelt bonuspotentiale[251] dække tab, og til sidst er det basiskapitalen. Samtidig overføres afkastet fra investeringer først og fremmest til kollektivt bonuspotentiale, hvorefter der evt. kan overføres risikoforrentning fra det kollektive bonuspotentiale til basiskapitalen og midler til de individuelle depoter i form af individuelt bonuspotentiale.[252]

Det kollektive bonuspotentiale fungerer således som en buffer, der er med til at udjævne den (depot)rente, som tilskrives til den enkelte opsparers depot hvert år. Hvis selskabet opnår et højt afkast på sine aktiver, vil depotrenten typisk være lavere end afkastet, og det overskydende afkast placeres som kollektivt bonuspotentiale. Omvendt vil depotrenten typisk være højere end afkastet i år, hvor selskabet har opnået et lavt afkast. Til gengæld reduceres det kollektive bonuspotentiale. Heraf følger betegnelsen *gennemsnitsrente*produkter, idet den enkelte opspareres rentetilskrivning udjævnes over pensionsordningens løbetid.

Udviklingen i det kollektive bonuspotentiale afhænger således af afkastet på selskabernes aktiver[253], men også af selskabets politik mht. at udlodde de kollektive midler til de enkelte opspareres depoter. I 2006 udgjorde det kollektive bonuspotentiale ca. 7,5 pct. af de samlede hensættelser til gennemsnitsrenteprodukter, hvorefter det faldt til 1 pct. i forbindelse med finanskrisen i 2008, jf. figur 8.4. Siden 2008 er der sket en kraftig stigning i det kollektive bonuspotentiale, som i 2017 udgjorde 9,5 pct. af de samlede hensættelser til gennemsnitsrenteprodukter.

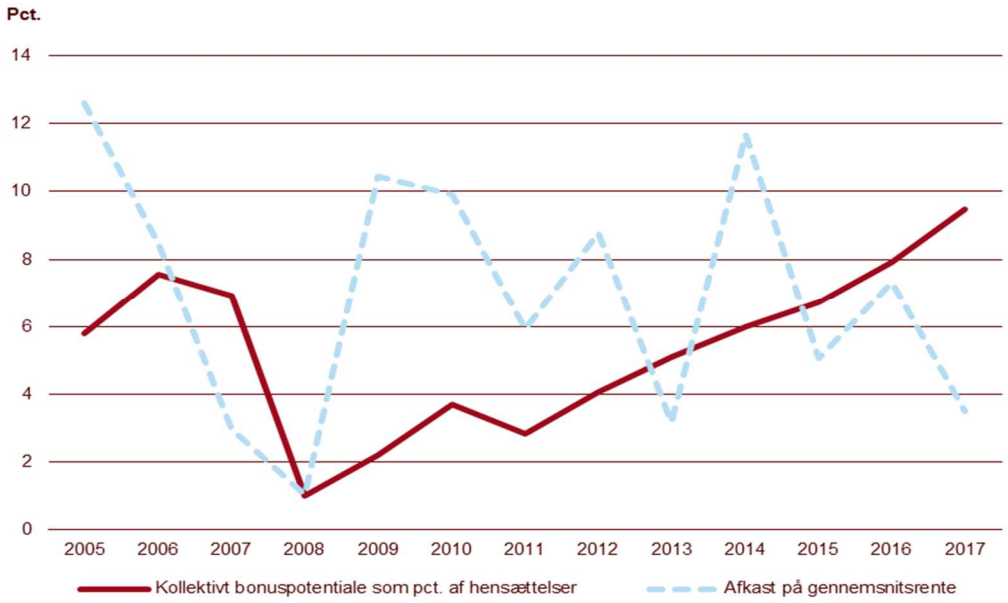
---

[251] Tab kan ligeledes indhentes i selskabets fortjenstmargen, som er nutidsværdien af forventet fremtidig profit, ud over hvad der indeholdes i risikomargen.

[252] Bonuspotentiale kan også benyttes til at øge de garanterede ydelser.

[253] En vigtig kilde til variation i det kollektive bonuspotentiale er *forventninger* om fremtidigt afkast. Hvis forventningerne falder til fremtidigt afkast, fx pga. et rentefald, vil dette typisk have langt større effekt på størrelsen af det kollektive bonuspotentiale end udsving i det faktiske afkast på aktiverne.

Figur 8.4 **Kollektivt bonuspotentiale som pct. af samlede hensættelser til gennemsnitsrenteprodukter**



Note 1: Kollektivt bonuspotentiale er for hele perioden opgjort som regnskabsposten "kollektivt bonuspotentiale". De samlede hensættelser til gennemsnitsrenteprodukter er opgjort som regnskabsposten " Livsforsikrings-/pensionsmæssige hensættelser" tillagt posten "kollektivt bonuspotentiale" for perioden 2005-2015 og som regnskabsposten "I alt hensættelser til gennemsnitsrenteprodukter" for perioden 2016-2017. Kun selskaber, som solgte pensionsforsikring i Danmark i det givne år, er medtaget.

Note 2: Afkastet angiver afkastet på aktiverne tilhørende gennemsnitsrenteprodukter og er således *ikke* den depotrente, som er tilskrevet til depoterne.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra Finanstilsynet.

Kollektive midler, fx i form af kollektivt bonuspotentiale, kan ikke tages med, når man som opsparer skifter selskab. Det kan begrænse mobiliteten og den effektive konkurrencen mellem pensionsselskaberne. Den samlede virkning skal dog ses i sammenhæng med, at man som opsparer ofte får ret til en andel af de kollektive midler i det nye selskab man evt. søger hen til. Derved vil nogle opsparere, som skifter selskab, rent faktisk opleve en gevinst ved at skifte til et selskab med en større kollektiv buffer, mens andre vil opleve et tab i forbindelse med skift.

Kollektive midler er dog med til at begrænse konkurrencepresset mellem selskaber, da det, på samme måde som skifteomkostninger, er med til at øge incitamentet til at forhøje prisen.[254] Generelt vil en højere pris medføre en større indtjening per opsparer, men også trække i retning af, at flere opsparere vil vælge et andet selskab. Jo flere opsparere en virksomhed mister ved at hæve prisen, jo mindre vil prisen være. Når en del af pensionsmidlerne er kollektive, vil tilskyndelsen til at forlade selskabet dog isoleret set være mindre. Når nogle opsparere har forladt selskabet pga. en prisforhøjelse, vil de resterende opsparere hver især have ret til en

[254] "Prisforhøjelse" skal her forstås bredt og kan både omfatte egentlige prisstigninger, men også forringelse på andre konkurrenceparametre som fx lavere serviceniveau.

større andel af de kollektive midler. Dette er med til at begrænse det tab af kunder, som selskabet vil opleve ved prisforøgelsen. Den samlede effekt er, at prisen kan blive højere jo større en andel af kundemidlerne, som er kollektive, jf. bilag 10.

Kollektivt bonuspotentiale kan på samme måde medføre, at ineffektive selskaber får lov til at blive på markedet i længere tid og have større markedsandel, end de ville uden et kollektivt bonuspotentiale. Det svækker produktiviteten og effektiviteten i sektoren. For pensionsselskaberne gælder særligt, at når nogle af kunderne forlader et ineffektivt selskab vil deres bonuspotentiale senere tilfalde de tilbageværende kunder. De vil derfor få et forøget incitament til at blive i selskabet, selvom det er ineffektivt og har høje priser i forhold til andre selskaber, jf. også bilag 10.

Gennemsnitsrenteprodukter (med garantier) er underlagt en mere eksplicit regulering end markedsrenteprodukter igennem kontributionsprincippet. Det beregningsmæssige kontributionsprincip regulerer overordnet den indtjening, og dermed pris, pensionsselskaberne kan tage for gennemsnitsrenteprodukter. Reguleringen kan bl.a. være nødvendiggjort af det kollektive bonuspotentiale, idet de enkelte selskaber vil have incitament til at opbygge kollektivt bonuspotentiale frem for individuelt bonuspotentiale, hvilket som nævnt kan svække konkurrencen.

Kollektivt bonuspotentiale kan ligeledes fungere som en adgangsbarriere for nye pensionsselskaber. Et nyt pensionsselskab har som udgangspunkt ikke noget kollektivt bonuspotentiale, og derved vil det alt andet lige være mindre attraktivt for især opsparere med ældre ordninger at skifte til et nyt selskab.

Egenkapital i kundeejede selskaber kan fungere som adgangs- og ekspansionsbarriere på samme måde som kollektivt bonuspotentiale

Kollektivt bonuspotentiale er en integreret del af et gennemsnitsrenteprodukt, mens der ikke er kollektivt bonuspotentiale i markedsrenteprodukter, som vinder større popularitet, jf. figur 2.14. Egenkapitalen i kundeejede selskaber, samt kollektive særlige bonushensættelser, kan dog fungere på samme måde som kollektivt bonuspotentiale mht. at begrænse konkurrencetrykket mellem selskaber. Disse kollektive midler kan opbygges, uanset om der er tale om markedsrente- eller gennemsnitsrenteprodukter.

Et pensionsselskabs basiskapital kan overordnet bestå af egenkapital og særlige bonushensættelser.

I tværgående pensionskasser er egenkapitalen eksplicit ejet af medlemmerne i pensionskassen. I livforsikringsselskaber er egenkapitalen ejet af aktionærer. Dog kan der i arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber ikke udbetales udbytte til aktionærerne, og i flere ikke-arbejdsmarkedsrelaterede livforsikringsselskaber er det specificeret i vedtægterne, at der slet ikke, eller i begrænset omfang, kan udbetales udbytte til aktionærerne. I stedet skal egenkapitalen bruges til gavn for opsparerne i selskabet.

Særlige bonushensættelser er kapital, som opsparerne stiller til rådighed for selskabet. Særlige bonushensættelser kaldes således fx KundeKapital eller Dinkapital af selskaberne.[255] Særlige bonushensættelser opbygges typisk ved, at en del af opsparerens indbetaling går direkte til at opbygge særlige bonushensættelser. Særlige bonushensættelser kan være af forskellig type og kan enten sidestilles med egenkapital eller andre typer ansvarlig lånekapital, jf. boks

[255] I hhv. PFA Pension og Nordea Liv og Pension.

8.2. Typisk vil det ikke være muligt at omdanne de særlige bonushensættelser til almindelige pensionsopsparing på kundernes konto. Opspareren kan således ikke medtage sin andel af særlige bonushensættelser ved skift, hvis de er *kollektive.* De vil i så fald blive udbetalt sammen med alderspensionen.

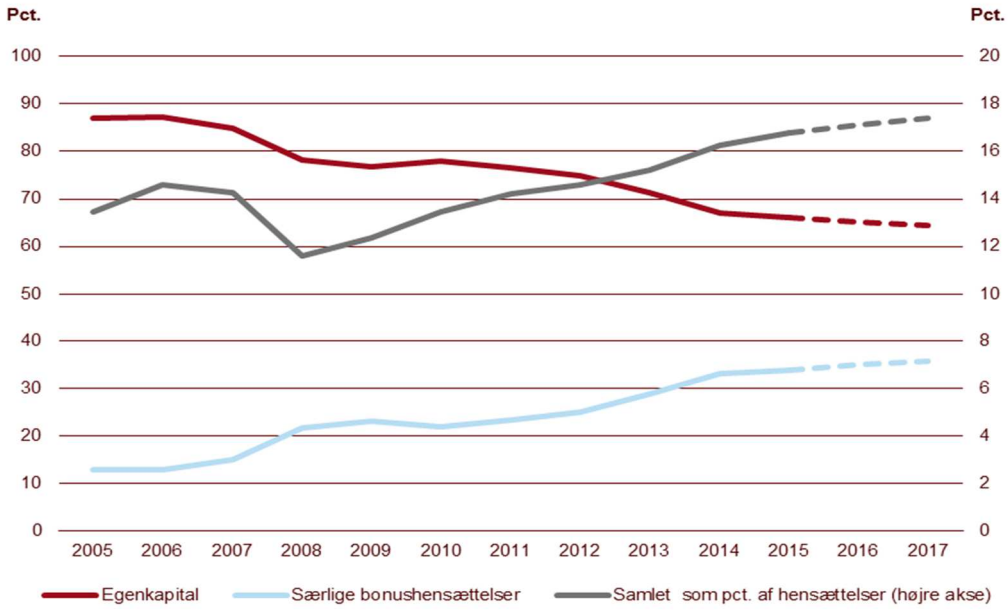
Boks 8.2
Særlige bonushensættelser

Særlige bonushensættelser af type B indgår i prioriteringsrækkefølgen på lige fod med egenkapitalen og dækker tab som egenkapital. Forrentning skal således være (mindst) lige så høj som forrentningen af egenkapital. Særlige bonushensættelser af type B kan derfor fungere som alternativ til egenkapital, specielt i selskaber som ikke har mulighed for at rejse kapital gennem eksterne ejere.

Bonushensættelser kan være både kollektive og individuelle. Kollektive særlige bonushensættelser tilhører som udgangspunkt ikke bestemte opsparere og kan således fx ikke medtages ved skift. Individuelle særlige bonushensættelser er fordelt til de enkelte opsparere og kan medtages ved skift. De individuelle særlige bonushensættelser udbetales til den enkelte opsparer ved alderspension som tillæg til den almindelige alderspension. Kollektive særlige bonushensættelser skal over en periode på maksimalt 10 år fordeles til de enkelte opsparere, hvis udlodningen til hensættelserne er sket efter 1. juli 2011, jf. Bekendtgørelse om opgørelse af kapitalgrundlag for gruppe 1-forsikringsselskaber m.v. § 7 og § 18.

Siden 2005 er der sket en stor stigning i de samlede særlige bonushensættelser i danske pensionsselskaber, jf. figur 8.5. Således udgjorde særlige bonushensættelser omkring 30 pct. af den samlede egenkapital og særlige bonushensættelser i 2017, hvilket er ca. tre gange mere end i 2005. Der er betydelige forskelle fra selskab til selskab, jf. også afsnit 8.6.

Figur 8.5 **Fordeling af egenkapital og særlige bonushensættelser i kundeejede selskaber**



Note: Mængden af særlige bonushensættelser er opgjort som regnskabsposten "særlige bonushensættelser" for perioden 2005-2015. Fra 2016-2017 er mængden af særlige bonushensættelser opgjort som regnskabsposten "overskudskapital" samt posten "anden ansvarlig lånekapital" for tværgående pensionskasser og kundeejede livsforsikringsselskaber.

Anm.: Opgørelsen er forbundet med usikkerhed i 2016 og 2017, da selskaberne fra 2016 kan placere deres særlige bonushensættelser i forskellige regnskabsposter, som også kan indeholde andre former for ansvarlig lånekapital.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra Finanstilsynet.

Egenkapital, og *kollektive* særlige bonushensættelser kan som kollektivt bonuspotentiale, ikke medtages ved skift. Det kan derfor på samme måde som kollektivt bonuspotentiale være med til at begrænse konkurrencetrykket mellem selskaber. Egenkapitalen i kundeejede selskaber[256] udgjorde i slutningen af 2017 120 mia. kr. Egenkapitalen i kundeejede selskaber er således næsten på størrelse med det samlede kollektive bonuspotentiale blandt alle pensionsselskaber.[257] Hertil kommer kollektive særlige bonushensættelser, hvor størrelsen dog ikke er opgjort.

Kundeejede pensionsselskaber, som har begrænset mulighed for, eller ønske om, fremmedkapitalfinansiering, kan sikre sig en tilstrækkelig basiskapital ved at opbygge egenkapital eller kollektive særlige bonushensættelser. *Individuelle* bonushensættelser (af type B) dækker tab på linje med egenkapital, men kan medtages ved skift, hvilket fjerner de mulige konkurrenceproblemer, som store kollektive puljer kan medføre.

Det vil typisk være alle opsparere, som har mulighed for, eller er tvunget til, at indbetale til særlige bonushensættelser. Til gengæld påfører alle opsparere ikke selskabet samme risiko. Alt andet lige vil ordninger med tilknyttede garantier fx være forbundet med betydeligt større risiko for selskabet, end ordninger uden tilknyttede garantier. Hvis mange skifter væk fra et selskab og tager deres individuelle særlige bonushensættelser med, og dette fortrinsvist er opsparere med ordninger med lav risiko, vil det kunne bringe selskabet i fare for ikke at kunne leve op til solvenskravet, med mindre selskabet har en vis pulje af egenkapital (og kollektive særlige bonushensættelser).[258] Det kan således give mening, at de kundeejede selskaber fortsat har en vis egenkapital til at kunne modstå tab af hensyn til den finansielle stabilitet.

Hvis kundeejede selskaber opbygger en større egenkapital, end hvad der kan vurderes at være nødvendigt for at sikre finansiel robusthed, kan det være med til at unødigt begrænse konkurrencen.

8.4 Regulatoriske krav om rimelighed begrænser selskabernes evne til at konkurrere

De forudsætninger, som pensionsselskaberne bruger ved tegning af nye ordninger, skal være *rimelige over for den enkelte forsikringstager og andre berettigede efter forsikringsaftalerne*[259]. Kravet om rimelighed indebærer bl.a., at der ikke må ske systematisk omfordeling mellem opsparere.[260]

Kravet om rimelighed er en måde at beskytte opsparerne i pensionsselskaberne på. Således risikerer en opsparer ikke, at pensionen sænkes til fordel for andre opsparere i selskabet.

Kravet om rimelighed er bl.a. relevant i gennemsnitsrenteprodukter, hvor en del af midlerne er kollektive i form af det kollektive bonuspotentiale. Det kollektive bonuspotentiale opbygges af opsparerne i fællesskab og bruges til at dække tab på fx garantier og risikodækninger. Det kollektive bonuspotentiale kan derudover løbende udloddes til opsparernes individuelle depoter.

---

[256] De kundeejede selskaber omfatter alle AMP-selskaber samt AP Pension og PFA Pension.

[257] Egenkapitalen i kundeejede selskaber svarer til ca. 90 pct. af det samlede kollektive bonuspotentiale i alle pensionsselskaber.

[258] Selskabet har i en sådan situation mulighed for at fjerne muligheden for, at de individuelle særlige bonushensættelser kan medtages ved skift.

[259] Jf. lov om finansiel virksomhed § 21. Konkurrencerådets understregning.

[260] Med mindre denne omfordeling skyldes hensyn om solidaritet, som fx at kvinder og mænd optages på samme vilkår.

Tabsdækningen og udlodningen til enkelte opsparere kan dog føre til en systematisk omfordeling. Fx er opsparere typisk omfattet af forskellige garantier, baseret på hvornår de har tegnet ordningen i selskabet. Således har ældre ordninger typisk høje garantier tilknyttet, mens nyere ordninger har lavere garantier. Der vil generelt være større risiko for, at selskabet oplever tab på de høje garantier end på de lave garantier. Dette tab dækkes først og fremmest af det kollektive bonuspotentiale. Hvis nye og gamle opsparere placeres i samme gruppe, vil de have del i samme kollektive bonuspotentiale og få samme depotrente på deres opsparing. Hvis der ikke forekommer tab på de ældre garantier, vil både nye og ældre ordninger således få samme rentetilskrivning. Hvis der sker tab på de ældre garantier, kan de nye opsparere med lave garantier derimod komme til at finansiere tabene på de ældre garantier, og der vil således forventes at være en (ex ante) omfordeling mellem opsparerne, jf. også boks 8.3.

Boks 8.3
Illustration af omfordeling i gennemsnitsrenteprodukt

For at illustrere den mulige omfordeling mellem opsparer i gennemsnitsrenteprodukter opstilles et simpelt eksempel. Der ses bort fra risikomargen, omkostninger, risikoforrentning og andre komplicerende faktorer i eksemplet.

Der er to kunder i et selskab, kunde 1 og kunde 2. Kunde 1 oprettede sin ordning tidligere, har et depot på 100 kr. og er garanteret en ydelse på 110 kr. om ét år. Renten er 10 pct. om året. Det antages, at der som udgangspunkt ikke er noget bonuspotentiale i selskabet.

Kunde 2 vælger at oprette en ordning og indbetale 100 kr. Kunde 2 kan ikke blive garanteret en ydelse på 110 kr. som kunde 1, da dette ikke ville blive anset som en forsigtig garanti. I stedet garanteres kunde 2 en ydelse på 100 kr. De to kunder er således identiske (de har begge et depot på 100 kr., og de skal begge have udbetalt deres ydelse om ét år) med undtagelse af, at de er stillet forskellige garantier.

Udgangspunktet i selskabet er det følgende:

Kunde 1 er garanteret en ydelse på 110 kr. om ét år. Dvs., at den garanterede ydelse har en nutidsværdi på $\frac{110}{1,1}\ kr. = 100\ kr.$, da den skal tilbagediskonteres med renten på 10 pct. Kunde 2's garanterede ydelse har en nutidsværdi på $\frac{100}{1,1}\ kr. = 90,9\ kr.$ Dvs., at selskabet skal hensætte 190,9 kr. til de garanterede ydelser

Værdien af kundernes aktiver er 200 kr. (de to kunders depoter i dette tilfælde). Dvs., der er et bonuspotentiale på 9,1 kr. (forskellen på de samlede aktiver og hensættelserne til de garanterede ydelser).

Efter ét år kan afkastet af aktiverne være forskelligt fra den forventede rente. Hvis afkastet netop er lig renten på 10 pct., vil kundeaktiverne være lig 220 kr. Hvert depot vil således blive tilskrevet en rente på 10 pct., og begge kunder får udbetalt 110 kr. Begge kunder vil således få udbetalt samme beløb, så længe afkastet er lig med eller større end 10 pct.

Hvis afkastet derimod er 5 pct. vil kundeaktiverne være lig 210 kr. efter et år. Selskabet skal udbetale 210 kr. i garanterede ydelser til de to kunder. Dvs., at bonuspotentialet bliver 0. I praksis medfører dette, at begge kunder vil få en depotrente på 0 pct. Begge kunder vil således have et depot på 100 kr. Kunderne skal dog som minimum have udbetalt deres garanterede ydelser, hvilket medfører, at kunde 1 får 110 kr., mens kunde 2 får 100 kr. Dette betyder reelt, at kunde 2 har dækket tabet for kunde 1.

Uanset hvad afkastet bliver, vil kunde 1 altid få udbetalt mindst lige så meget som kunde 2. I visse tilfælde vil kunde 1 også få udbetalt mere end kunde 2. Inden afkastet af aktiverne kendes, vil det således være tilfældet, at der er en (systematisk) omfordeling fra kunde 2 til kunde 1.

Hertil kommer også, at selskabet investeringsstrategi kan påvirkes af, hvilke kunder der indgår i samme gruppe. Hvis selskabet placerede kunderne i to forskellige grupper ville kunde 2's formue kunne investeres i mere risikofyldte aktiver, med et højere forventet afkast, (og kunde 1's formue i mindre risikofyldte aktiver), uden at selskabets basiskapital ville løbe større risiko.

Kravet om rimelighed i gennemsnitsrenteordninger er i høj grad reguleret gennem kontributionsprincippet, som bl.a. påbyder selskaberne at opdele opsparerne i forskellige rente-, risiko- og omkostningsgrupper, jf. også boks 2.11, og hver gruppe har en separat pulje af kollektivt bonuspotentiale. På den måde kan (kollektivt) bonuspotentiale fra én gruppe af opsparere ikke være med til at finansiere tab for en anden gruppe.

Kravet om rimelighed er derudover relevant, når det gælder særlige bonushensættelser, dvs. basiskapital, som stilles til rådighed af opsparerne i selskabet. Særlige bonushensættelser (af type B) forrentes som egenkapital og dækker også tab på linje med egenkapital. Ikke desto mindre er der strengere begrænsninger på selskabernes anvendelse af særlige bonushensættelser end egenkapital.

Et selskab kan, som en del af den almindelige konkurrence, forsøge at tiltrække nye kunder (eller fastholde eksisterende kunder) med priser, der er så lave, at selskabet regner med at tabe penge på tilbuddet (på kort sigt). Det kan fx være i forsøget på at høste stordriftsfordele eller for at kunne hæve prisen senere og dermed skabe positiv indtjening. Den nye kunde vil således påføre selskabet et tab på kort sigt, som skal finansieres af selskabets basiskapital.

Der er som udgangspunkt ingen restriktioner på, hvordan selskaberne må bruge *egenkapital* til at finansiere tab ifm. rabatter.[261] Selskaberne må dog ikke benytte særlige bonushensættelser til at finansiere rabatter til visse (nye eller eksisterende) kunder. Finanstilsynet fastslog i 2013, at dette gælder både *individuelle* og *kollektive* særlige bonushensættelser, jf. boks 8.4.

Boks 8.4
Finanstilsynets påbud over for PFA Pension omkring kollektive særlige bonushensættelser

I 2001, 2002 og 2004 udloddede PFA Pension en del af egenkapitalen til opsparerne, idet en del af egenkapitalen blev lavet om til kollektive særlige bonushensættelser, som over tid skulle udloddes til de enkelte opsparere som individuelle særlige bonushensættelser. De kollektive særlige bonushensættelser skulle udloddes som individuelle særlige bonushensættelser over en periode på 50 år.

PFA benyttede i perioden herefter både de kollektive særlige bonushensættelser og egenkapital til at dække tab, som fulgte af diskretionære rabatter ydet til nye og eksisterende kunder.

Finanstilsynet afgjorde 18. juni 2013, at brugen af kollektive bonushensættelser til at dække tab som følge af diskretionære rabatter, strider mod kravet om rimelighed i lov om finansiel virksomhed. De kollektive særlige bonushensættelser tilhører alle opsparere i selskabet i fællesskab, og det var således Finanstilsynets vurdering, at når særlige bonushensættelser blev benyttet til at yde rabatter over for *visse* opsparere/kunder, førte dette til en ulovlig omfordeling mellem forskellige opsparere. Finanstilsynet fastlog samtidig, at det samme ikke er tilfældet, hvis selskabet kun benytter egenkapital til at dække tab som følge af rabatter.

Afgørelsen blev stadfæstet ved Erhvervsankenævnet den 23. december 2014.

Kravet om rimelighed, og fortolkningen heraf, er således med til at beskytte mod, at opsparernes midler omfordeles fx i et forsøg på at tiltrække nye kunder. Det betyder imidlertid også, at selskabernes evne til at konkurrere, ved fx at tilbyde lave priser til nye kunder, bliver begrænset. Det svækker det konkurrencepres, som de konkurrerende pensionsselskaber er udsat for. Problemet gælder primært for kundeejede selskaber, som ikke kan rejse egenkapital fra eksterne investorer og derved primært kan opbygge basiskapital gennem opsparerne i selskabet.

Kravet om rimelighed kan også føre til, at primært kundeejede selskaber har mindre incitament til at omdanne egenkapital til særlige bonushensættelser. Da særlige bonushensættelser ikke kan bruges til rabatter, og således ikke direkte kan bruges til at konkurrere, øger det incitamentet til at opbygge egenkapital, som kan bruges til at give rabatter og konkurrere.

8.5 Selskabsformerne for visse AMP-selskaber fungerer som en ekspansionsbarriere

AMP-selskaber er typisk blevet oprettet for at administrere pensionsordninger for ét bestemt overenskomstområde. Over tid er flere pensionsselskaber fusioneret, og enkelte AMP-selskaber har også forsøgt at træde ind på det kommercielle marked og tilbyde firmaordninger til virksomheder.

[261] Med undtagelse af situationer, hvor selskabet ikke kan opfylde solvenskravet, som følge af tabet.

For de fleste AMP-selskaber er det dog ikke umiddelbart en mulighed at træde fuldt ind på det kommercielle marked. Det skyldes, at deres selskabsform ikke tillader, at selskabet fx byder på firmaordninger.

Hovedparten af AMP-selskaber er *tværgående pensionskasser*, jf. tabel 8.1. De AMP-selskaber, som ikke er tværgående pensionskasser, er enten *arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsaktieselskaber* eller (*ikke-arbejdsmarkedsrelaterede*) *livsforsikringsaktieselskaber.*

Tabel 8.1 **Oversigt over AMP-selskaber opdelt på selskabstype**

Tværgående pensionskasser	**Arbejdsmarkedsrelaterede Livsforsikringsaktieselskaber**	**Livsforsikringsaktieselskaber (som ikke er arbejdsmarkedsrelaterede)**
Arkitekternes Pensionskasse	Industriens Pension	Lærernes Pension
DIP	PensionDanmark	Pensam Liv
JØP		PKA+
Lægernes Pension		Sampension
MP Pension		
PBU		
Pensionskassen for Farmakonomer		
Pensionskassen for Jordbrugsakademikere og Dyrlæger		
Pensionskassen for Socialrådgivere, Socialpædagoger og Kontorpersonale		
Pensionskassen for Sundhedsfaglige		
Pensionskassen for Sygeplejersker og Lægesekretærer		
ISP		

Anm.: Alle kommercielle selskaber ville høre under kategorien "Livsforsikringsselskaber (som ikke er arbejdsmarkedsrelaterede)".

Kilde: Finanstilsynet samt selskabernes vedtægter og årsrapporter.

Tværgående pensionskasser er, jf. lov om finansiel virksomhed § 304, foreninger eller sammenslutninger:

- hvis medlemmer enten er uddannet inden for bestemte uddannelsesområder eller
- er ansat i virksomheder af en bestemt art, og som har til formål som led i ansættelsesvilkårene eller
- som led i en anden tilknytning til en virksomhed at sikre pension efter ensartede regler for alle medlemmerne, eller
- hvis medlemmer er selvstændige erhvervsdrivende inden for samme branche, og som har til formål at sikre pension efter ensartede regler for alle medlemmer.

Det er således kun muligt for tværgående pensionskasser at byde ind på ordninger, som ligger inden for det fag- eller uddannelsesområde, som pensionskassen betjener. Derudover skal pensionskassen tilbyde pension til alle medlemmer efter ensartede regler, og det er således ikke muligt at skræddersy en ordning til ét bestemt firma.

AMP-selskaberne, som har selskabsform som livsforsikringsaktieselskaber, kan være enten arbejdsmarkedsrelaterede eller ikke-arbejdsmarkedsrelaterede. Mens almindelige livsforsikringsaktieselskaber frit kan tilbyde kommercielle ordninger, skal *arbejdsmarkedsrelaterede* livsforsikringsaktieselskaber opfylde følgende betingelser, jf. lov om finansiel virksomhed § 307:

- direkte eller indirekte fuldt ud ejes af forsikringstagernes faglige organisationer, eventuelt i fællesskab med de relevante branchers arbejdsgiverorganisationer,
- er etableret som følge af en overenskomstmæssig aftale og
- ifølge vedtægterne ikke udbetaler udbytte til ejerne.

Arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsaktieselskaber kan således kun tilbyde ordninger, som er tegnet gennem overenskomster. Det forhindrer derved, at disse selskaber kan konkurrere fuldt ud på det kommercielle marked, med mindre selskabsformen ændres.

Skatteforhold kan mindske incitamentet til at omdanne selskabsform

Arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser er undtaget for selskabsskat og skal i stedet betale PAL-skat af den indtjening, der genereres ved placering af egenkapital. I tværgående pensionskasser er egenkapitalen ejet af medlemmerne, og i arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber er egenkapitalen ejet af arbejdsmarkedets parter, men der må ikke udbetales udbytte til aktionærerne. Derfor skelnes der i praksis ikke mellem egenkapital og opsparernes midler i disse typer af selskaber, da egenkapitalen i sidste ende skal komme opsparerne til gode på samme måde som de midler, der specifikt er afsat til opsparerne.

Den særlige skattebehandling kan begrænse selskabernes incitament til at ændre selskabsform for at kunne indtræde på det kommercielle marked. For arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsaktieselskaber vil det ikke kræve en grundlæggende ændring i selskabsformen for at kunne bevæge sig ind på det kommercielle marked. Det vil dog kræve, at selskabet omlægger sin beskatningsform.[262] Omlægningen kan medføre en væsentlig udgift for et selskab, både i form af de direkte omkostninger forbundet med omlægning samt den højere fremtidige beskatningssats af indtjeningen. Skattereglerne kan således fungere som barriere for, at selskaberne kan ekspandere ind på det kommercielle marked, men hvor stor denne barriere reelt set er afhænger af en række forhold, herunder om livsforsikringsselskabet kan indgå i en sambeskatning, eller om de kan have fremførbare underskud, fx pga. omdannelse af egenkapitalen til særlige bonushensættelser.

Fritagelsen for selskabsskat kan være med til at begrænse brugen af individuelle særlige bonushensættelser

Som nævnt kan egenkapital i kundeejede selskaber på samme måde som kollektivt bonuspotentiale være med til at begrænse konkurrencetrykket mellem selskaber, da en opsparer ikke kan tage "sin del" af egenkapitalen med ved skift til et andet selskab. Som alternativ til egenkapital kan pensionsselskaber opbygge basiskapital gennem individuelle særlige bonushensættelser, som tilhører den enkelte opsparer og således også kan medtages ved skift.

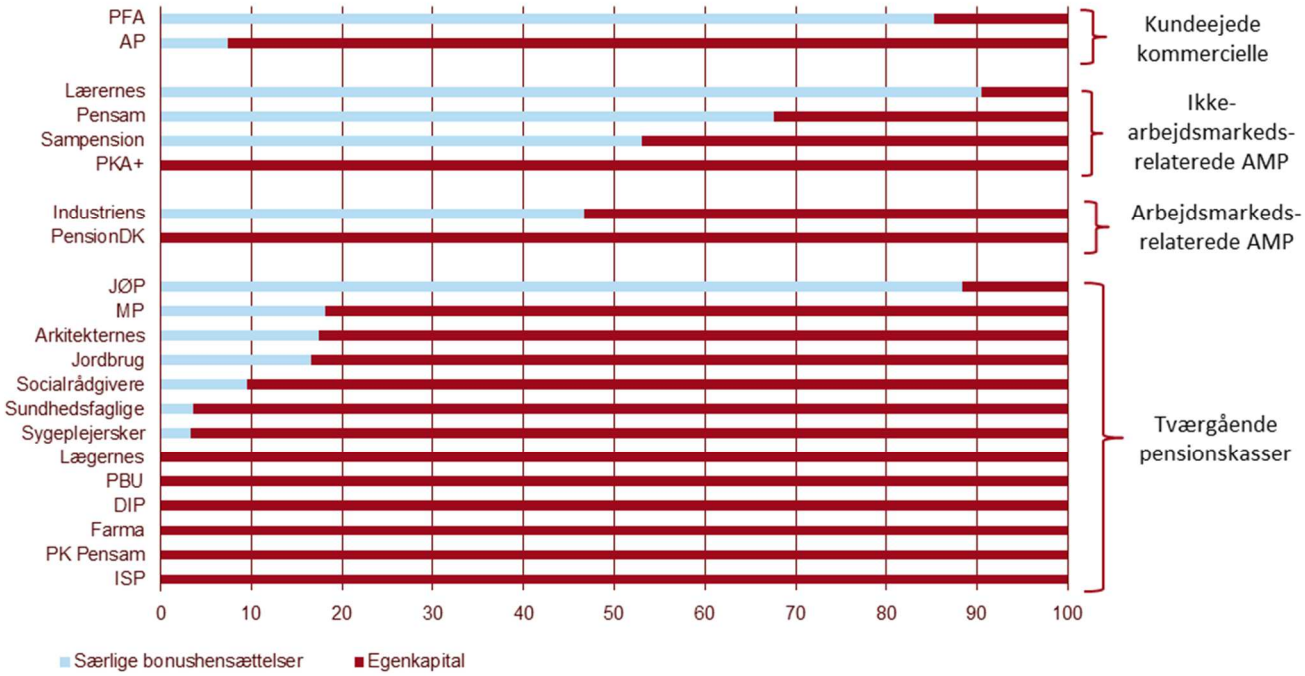
For pensionsselskaber, som ikke er undtaget for selskabsskat, er der et ekstra incitament til at opbygge basiskapital gennem særlige bonushensættelser, da den indtjening, som tilfalder særlige bonushensættelser, beskattes med pensionsafkastbeskatningssatsen, mens indtjeningen, som tilfalder egenkapitalen, beskattes med selskabsskattesatsen. Pensionsselskaber, som ikke er undtaget for selskabsskat, men som fortsat fungerer som kundeejede selskaber, vil således begrænse den samlede beskatning ved at opbygge kapital gennem særlige bonushensættelser i stedet for at opbygge egenkapital.

[262] For tværgående pensionskasser vil det ikke blot kræve, at selskabet opgiver sin skattefrihed, men også at selskabet omdannes fra en pensionskasse, som er en medlemsejet forening, til et livsforsikringsaktieselskab, hvor egenkapitalen er ejet eksternt, og forsikringstagerne opfattes som "kunder" i stedet for "medlemmer".

Samme incitament findes ikke i pensionsselskaber, som er undtaget for selskabsskat, da der her ikke skelnes mellem egenkapital og kundemidler (inkl. særlige bonushensættelser). Således kan skattefritagelsen bidrage til, at selskaberne opbygger basiskapital gennem kollektive puljer i form af egenkapital, i stedet for individuelle midler i form af individuelle særlige bonushensættelser.

Der er tegn på, at selskabsformen har indflydelse på, i hvilket omfang selskaberne opbygger basiskapital med egenkapital eller særlige bonushensættelser.[263] Således gjorde langt hovedparten af kundeejede livsforsikringsaktieselskaber, som ikke er arbejdsmarkedsrelaterede, brug af særlige bonushensættelser i 2015, jf. figur 8.6. Det samme var ikke tilfældet for arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsaktieselskaber og i særlig grad ikke for tværgående pensionskasser.[264]

Figur 8.6 **Andel af særlige bonushensættelser i forhold til egenkapital i kundeejede selskaber, opdelt på selskabstyper (2015)**



Note: Særlige bonushensættelser omfatter både individuelle og kollektive særlige bonushensættelser.

Anm.: Fra 2016 blev selskaberne underlagt en ny regnskabsbekendtgørelse, hvor særlige bonushensættelser ikke længere skulle opgøres som en separat regnskabspost. Derfor er beregningerne lavet for 2015, og forholdet kan have ændret sig i visse selskaber.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra Finanstilsynet.

[263] Bemærk at det ikke er muligt at skelne mellem *individuelle* og *kollektive* særlige bonushensættelser i selskabernes regnskaber. Det formodes dog, at hovedparten af den særlige bonushensættelser er individuelle og således kan medtages ved skift.

[264] Tværgående pensionskasser kan også benytte medlemskonti til at dække en del af solvenskravet. Medlemskonti skulle i 2015 placeres i regnskabsposten "ansvarlig lånekapital", og ingen af de danske tværgående pensionskasser havde i 2015 ansvarlig lånekapital.

Samlet set peger opgørelsen på, at særlige bonushensættelser er særligt udbredte i selskaber, som ikke er undtaget for selskabsskat, jf. tabel 8.2.

Tabel 8.2 **Andelen af særlige bonushensættelser for forskellige selskabstyper**

Selskabstype	Særlige bonushensættelser (andel af basiskapital) (pct.)	Undtaget for selskabsskat
Kundeejede kommercielle	77	
Ikke-arbejdsmarkedsrelaterede AMP-selskaber	65	
Arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber	31	X
Tværgående pensionskasser	14	X

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra Finanstilsynet.

8.6 Regulering af garantier er en begrænsning på konkurrencen

Pensionsselskaber underlagt dansk tilsyn må kun tilbyde *forsigtige* garantier, jf. FIL § 21 stk. 4. Det betyder, at pensionsselskaberne ikke må konkurrere på, hvor høje garanterede ydelser de tilbyder opsparerne.

Argumentet for at begrænse konkurrencen omkring garantier er hensynet til finansiel stabilitet. Alt andet lige vil højere garantier medføre større risiko for, at selskaber i fremtiden bliver insolvente og således ikke kan leve op til de stillede garantier.

Det skal ses i lyset af, at pensionsordninger løber over en lang årrække, og at det er svært at forudsige, hvordan levetider, renter m.m. kommer til at udvikle sig over pensionsordningens løbetid. Fx blev garantier frem til den 1. juli 1994 typisk beregnet med en grundlagsrente på 4,5 pct. efter omkostnings- og sikkerhedstillæg, hvilket på daværende tidspunkt blev betragtet som forsigtigt. I dag er den risikofri rente dog omkring 0 pct., og værdien af de stillede garantier er således steget betydeligt siden tegningen.[265]

Risici i forbindelse med afkast, levetider osv. eksisterer dog, uanset hvilken regulering pensionsselskaberne er underlagt. Reguleringen kan derimod bestemme, hvorvidt det er opsparerne eller pensionsselskabet, som bærer risikoen. Reguleringen kan således også være med til at ændre den måde, opsparere og selskaber agerer på.

Ved gennemsnitsrenteprodukter med forsigtige garantier skal pensionsselskabet give opsparerne en del af overskuddet på ordningen tilbage. Det betyder, at hvis fx afkastet over tid bliver højere end den garanterede rente, skal en del af dette afkast tilfalde opsparerne. Selskabet

[265] Hertil kommer, at de levetider, som tidligere blev benyttet til at beregne garantierne, også har vist sig at være for korte i forhold til de nuværende levetider.

kan opkræve en risikoforrentning, som er den del af overskuddet, som tilfalder basiskapitalen i selskabet.

Det medfører også, at det som udgangspunkt hovedsageligt er opsparerne, som løber risikoen for udsving i fx afkast. Hvis afkastet er lavere end det forventede, reduceres opsparernes midler i form af mindre (kollektivt og/eller individuelt) bonuspotentiale, og hvis afkastet er højere end det forventede, øges opsparernes midler. Hvis afkastet til gengæld over ordningens løbetid viser sig at være lavere end den *garanterede* rente, vil basiskapitalen skulle dække de tab det medfører.[266]

Omvendt kunne man forestille sig en situation, hvor pensionsselskaberne fuldt ud garanterede pensioner i den forstand, at opsparerne bliver garanteret en ydelse, som hverken kan blive større eller mindre. Her vil det som udgangspunkt være selskabet, som løber hele risikoen for udsving i afkastet, da selskabet altid præcist hæfter for det garanterede beløb.

I forbindelse med Solvens II er pensionsselskaberne underlagt et solvenskrav, som skal sikre, at pensionsselskaberne ikke løber tør for basiskapital med 99,5 pct. sikkerhed i ét år frem. Således burde risikoen for at et selskab går konkurs, være uafhængigt af, hvilke garantier selskabet stiller, hvis ellers kapitalkravene er kalibreret rigtigt. Risikobaserede solvenskrav burde således være med til at begrænse nødvendigheden af forsigtige garantier, da et selskab, som stiller høje garantier, tilsvarende vil blive mødt med et højt solvenskrav. Kravet om forsigtighed i garantier kan således have mindre effekt på den finansielle stabilitet efter indførelsen af risikobaserede solvenskrav. Det forudsætter dog, at kapitalkravet er kalibreret rigtigt.

For pensionsopsparerne kan øgede garantier for ydelser have stor værdi. Begrænsningen af konkurrence omkring garantier kan derfor være skadelig ud fra et forbrugersynspunkt. Pensionsselskaberne kan dog konkurrere på andre parametre omkring de garanterede produkter. Danske pensionsselskaber, som er underlagt regulering om forsigtige garantier, kan således konkurrere på pris, bl.a. i form af risikoforrentning.

[266] Afkastet kan dog også blive så lavt, at basiskapitalen ikke er tilstrækkelig til at dække tabene. I dette tilfælde vil selskabet blive insolvent, og kunderne vil således ikke få deres (fulde) garanterede pensioner.

Kapitel 9
Pensionsopsparinger i pengeinstitutter

9.1 Sammenfatning

En pensionsordning kan placeres i enten et pensionsselskab eller et pengeinstitut. 10 pct. af den samlede pensionsformue er placeret i pengeinstitutter, mens 70 pct. er placeret i pensionsselskaber eksklusiv ATP og LD. Ordninger placeret i et pengeinstitut behandles skattemæssigt på samme måde som en ordning i et pensionsselskab, idet der er fradragsret for indbetalinger til ratepensioner samt en lavere beskatning af afkastet end for opsparing i frie midler. I takt med pensionsselskabernes skifte mod markedsrenteprodukter er opsparing gennem pensionsselskaberne i højere grad begyndt at minde om pensionsopsparing igennem et pengeinstitut.

Pengeinstitutternes mulighed for at lægge et konkurrencemæssigt pres på pensionsselskaber er dog begrænset. Pengeinstitutter må kun tilbyde rene opsparingsprodukter uden forsikringer. Pengeinstitutterne kan således fx ikke tilbyde livrenteprodukter, da de indeholder et indbygget forsikringselement, som kan have væsentlig værdi for opsparerne. Pengeinstitutterne kan tilbyde ratepensioner og aldersopsparinger, hvor der imidlertid, for den enkelte opsparer, er loft over de årlige indbetalinger, som giver fradrag. Det begrænser pengeinstitutternes mulighed for at konkurrere for så vidt angår ordninger tegnet gennem et ansættelsesforhold (søjle 2), hvor beslutningstagerne også netop typisk efterspørger livrenter og andre forsikringsprodukter. Samlet set blev kun 2 pct. af indbetalingerne til arbejdsgiveradministrerede ordninger indbetalt til ordninger i et pengeinstitut i 2017.[267]

Pengeinstitutterne spiller derimod en vigtig rolle på markedet for individuelle ordninger (som ikke er en del af ansættelsesforhold). Samlet set blev 53 pct. af indbetalingerne til individuelle ordninger indbetalt i et pengeinstitut i 2017. Pengeinstitutternes større kontaktflade med mulige pensionsopsparere kan bidrage til at øge det konkurrencepres, de kan lægge på pensionsselskaberne om de individuelle ordninger. Pengeinstitutternes mulighed for at konkurrere svækkes af, at de fleste opsparere indbetaler det maksimale på en ratepension gennem deres arbejdsgiveradministrerede ordning, hvorefter yderligere indbetalinger foretages på livsvarige livrenter. Det betyder, at mange opsparere med en arbejdsgiveradministreret ordning opbruger hele eller hovedparten af fradragsretten til ratepensioner via deres arbejdsgiveradministrerede ordning. Dermed kan disse opsparere kun i begrænset omfang indbetale yderligere på en individuel ordning i et pengeinstitut. Indbetalingerne på de individuelle ordninger, herunder til pengeinstitutterne, er faldet markant de senere år som andel af de samlede indbetalinger.

Der kan også være konkurrence indbyrdes mellem pengeinstitutterne om at tiltrække individuelle pensionsordninger. En individuel ordning kan enten placeres direkte i pengeinstituttet

[267] Indbetalinger til pensionsordninger, Forsikring & Pension.

eller i det pensionsselskab, som pengeinstituttet har en formidlingsaftale med eller er koncernforbundne med. Placering af en pensionsordning direkte i et pengeinstitut giver mulighed for forskellige måder at investere på. Opspareren kan vælge at investere i enkelte værdipapirer, i investeringsforeninger eller en kombination af disse. Der er mange forskellige foreninger og puljer at vælge imellem, og de varierer på forskellige parametre, blandt andet priser og risikoprofiler. 9,2 pct. af private kunders formue i pengeinstitutter var placeret i pensionspuljer i 2017.[268]

Investeringen kan foretages via rådgivning (uafhængig eller ikke-uafhængig), eller opspareren kan vælge selv at investere fx via netbanken (execution only). Markedet for investeringsforvaltning er kendetegnet ved en høj grad af outsourcing til en koncernforbunden virksomhed.

Det store behov for rådgivning kombineret med at kunderne/forbrugerne er relativt loyale og gennemgående har stor tillid til deres rådgiver, og at der er en tendens til at samle sine finansielle forretninger ét sted, kan være hæmmende for den indbyrdes konkurrence mellem pengeinstitutterne om de frivillige ordninger.

9.2 Pensionsopsparing i et pengeinstitut

Pengeinstitutter kan udbyde pensionsopsparinger, der er omfattet af samme skatteregler m.v. som opsparing i pensionsselskaberne. Den enkelte opsparer kan således få fradrag for sine indbetalinger til pension mod beskatning på udbetalingstidspunktet, når de almindelige betingelser herfor er opfyldt. Tilsvarende kan aldersopsparing, som er beskattet på indbetalingstidspunktet, oprettes i et pengeinstitut. Afkastet af pensionsopsparinger i pengeinstitutter beskattes med PAL-skat, som er mindre end beskatningen af afkast på fx aktier og obligationer, som er købt for frie midler.

Der er forskellige muligheder for at investere sin opsparing, hvis den er placeret direkte i et pengeinstitut. Opspareren kan vælge enten at investere i enkelte værdipapirer eller i investeringsforeninger, der forfølger bestemte strategier. Opspareren kan også vælge en kombination. I 2017 var cirka 9 pct. af private kunders formue placeret i pensionspuljer i pengeinstitutter.[269]

Opspareren kan vælge, at investeringen skal foretages via rådgivning fra pengeinstituttet, hvor pengeinstituttet skal oplyse opspareren om, hvorvidt rådgivningen sker på et uafhængigt eller et ikke-uafhængigt grundlag. Pengeinstitutter har ofte valgt en række investeringsforeninger til at indgå i deres modelporteføljer baseret på kundernes risikoprofil og investeringshorisont. Investeringsforeningen kan ifølge reglerne om kvalitetsforbedrende service indeholde en formidlingsprovision, der skal bidrage til fondens distribution (typisk via et pengeinstitut), såfremt de dertil knyttede services skaber kvalitet for kunden. Hvis man selv ønsker at styre sine investeringer (execution only), kan man selv fx via netbanken vælge at købe og sælge værdipapirer og/eller hvilke investeringer, man ønsker medejerskab af.

[268] Finanstilsynet (2018). Temaundersøgelse om provisionsforbuddet konsekvenser
[269] Finanstilsynet (2018). Temaundersøgelse om provisionsforbuddet konsekvenser

9.3 Konkurrencen mellem pengeinstitutter og pensionsselskaber

Pensionsselskabernes skifte mod markedsrenteprodukter betyder, at opsparing gennem pensionsselskaberne i højere grad er begyndt at minde om pensionsopsparing igennem et pengeinstitut.

Der er dog fortsat centrale forskelle mellem pengeinstitutter og pensionsselskabers mulighed for at udbyde produkter. Pengeinstitutter kan kun tilbyde rene opsparingsprodukter såsom ratepension eller aldersopsparing. De kan ikke tilbyde livrenter eller øvrige forsikringer tilknyttet pensionsopsparingerne. Det har stor betydning for det konkurrencepres som pengeinstitutterne kan lægge på pensionsselskaberne.

Aldersopsparingen erstattede *kapitalpensionen* i 2013. Indbetalinger til aldersopsparing er, som nævnt, i modsætning til livsvarig livrente, ratepensionen og kapitalpensionen, ikke fradragsberettigede. Til gengæld beskattes udbetalingerne fra en aldersopsparing ikke, og der sker ikke modregning i offentlige ydelser.[270] Indtil 2018 kunne alle indbetale op til 29.600 kr. årligt på en aldersopsparing. I 2018 blev reglerne ændret, og det er i 2020 muligt at indbetale op til 50.200 kr. om året, hvis man har mindre end fem år til folkepensionsalderen. Til gengæld kan der kun indsættes op til 5.300 kr. om året ved mere end fem år til folkepensionsalderen.

Indbetalinger til ratepensioner er fradragsberettigede, mens udbetalingerne beskattes og evt. medfører modregning i offentlige ydelser. I 2009 blev der indført et loft over indbetalingerne til ratepension på 100.000 kr., og i 2012 blev loftet yderligere sænket til 50.000 kr. årligt. Det betyder, at fra 2012 kunne opsparere maksimalt indbetale 50.000 kr. årligt på ratepensioner. Således kan pengeinstitutter fra 2020 tilbyde den enkelte opsparer at indbetale op til 57.200 kr. i ratepension og op til 5.300 kr. i aldersopsparing[271] årligt betinget af, at der ikke allerede indbetales til disse ordninger hos et pensionsselskab.

For arbejdsmarkedspensionsordninger i pensionsselskaber er der derimod intet loft over, hvor meget den enkelte opsparer samlet kan indbetale til et fradragsberettiget livrenteprodukt, så længe der ikke indbetales et større beløb, end hvad der er indeholdt i lønnen. For individuelle indbetalinger til livrenteprodukter er der derimod kun fradrag for 1/10 af indbetalingen i indbetalingsåret, mens de resterende 9/10 fordeles over de følgende 9 år. Der kan dog opnås fradragsret for hele årets indbetaling, såfremt der indgås aftale om at indbetale samme beløb i 10 år.

Ønsker pengeinstitutterne at tilbyde livrenter og forsikringer, kan de dog opkøbe eller indgå et samarbejde med et pensionsselskab. I sådanne tilfælde vil pengeinstituttet typisk alene være forsikringsformidler og yde rådgivning. Der eksisterer flere eksempler på sådanne samarbejder. Heriblandt Letpension som er stiftet på initiativ af flere pengeinstitutter. Letpension modtog indbetalinger til livrenter og risikodækninger for 3,6 mia. kr. i 2017. Indbetalingerne gennem Letpension forvaltes af PFA Pension.

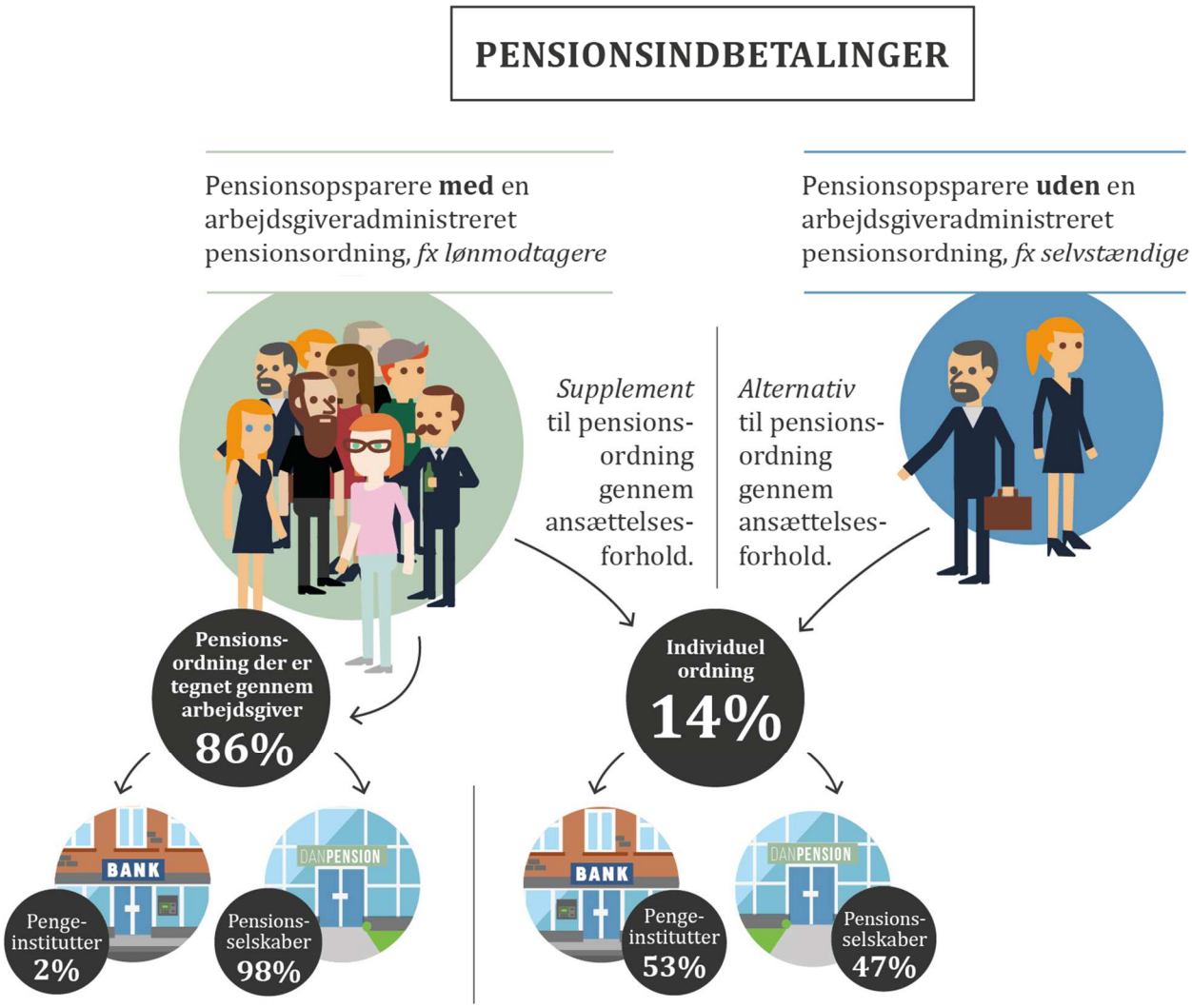
[270] Med undtagelse af efterløn, hvor større aldersopsparing medfører lavere udbetaling.

[271] Hvis opspareren har mindre end fem år til folkepensionsalderen, kan der i 2020 indbetales op til 50.200 kr. årligt på aldersopsparing.

Pengeinstitutter fik i 2018 også mulighed for at drive virksomhed i et selvstændigt kapitaliseret datterselskab. Mens pensionsselskaber kun må drive anden virksomhed i det omfang, at virksomheden er accessorisk virksomhed i forhold til pensionsvirksomheden.

Pensionsselskaberne administrerer (stort set) alle indbetalingerne fra arbejdsgiveradministrerede ordninger, mens pensionsselskaberne og pengeinstitutter står for cirka halvdelen af de individuelle ordninger hver især, jf. figur 9.1. Samlet set indbetales 86 pct. af de samlede pensionsindbetalinger til en arbejdsgiveradministreret ordning, mens de resterende 14 pct. indbetales til individuelle ordninger, som pengeinstitutterne også konkurrerer om.[272]

Figur 9.1 **Interaktioner mellem pensionsudbydere og pensionsopsparere**



Kilde: Egen fremstilling.

[272] Indbetalinger til pensionsordninger, Forsikring & Pension.

Der er således forskellige muligheder for at indbetale til individuelle ordninger, herunder i pengeinstitutter, afhængig af om der er tale om pensionsopsparer *med* og *uden en arbejdsgiveradministreret pensionsordning*. Pensionsopsparere med en arbejdsgiveradministreret pensionsordning, fx lønmodtagere, indbetaler selvsagt til ordningen gennem ansættelsesforhold, men har samtidig mulighed for at indbetale til en individuel ordning som et *supplement* til den arbejdsgiveradministrerede ordning, jf. figur 9.1. Pensionsopsparere, uden en arbejdsgiveradministreret pensionsordning, kan som et *alternativ* til en ordning gennem et ansættelsesforhold indbetale til en individuel ordning.

I det følgende undersøges det, hvilke forhold der påvirker konkurrencen mellem pengeinstitutter og pensionsselskaber. Der sondres mellem individuelle ordninger (søjle 3), ordninger gennem ansættelsesforhold (søjle 2) og hvilende depoter (som både kan være opstået som følge af individuelle indbetalinger eller arbejdsgiveradministrerede indbetalinger).

Pengeinstitutter spiller en vigtig rolle i konkurrence om individuelle ordninger

Individuelle pensionsordninger kan være et alternativ til en pensionsordning gennem et ansættelsesforhold for personer, som ikke er omfattet af en obligatorisk ordning. Derudover kan en individuel ordning også være et supplement til en obligatorisk arbejdsgiveradministreret ordning.

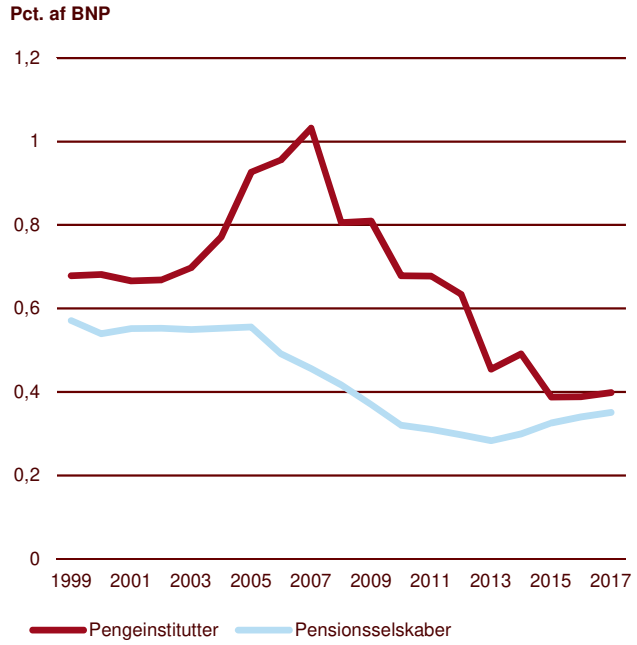
Opsparere med en obligatorisk ordning har flere muligheder for at spare ekstra op til pension. Der er typisk mulighed for at indbetale et ekstra frivilligt bidrag på den eksisterende ordning med samme prismæssige vilkår som den obligatoriske indbetaling. En lønmodtager kan også vælge at tegne en individuel ordning i et andet pensionsselskab eller i et pengeinstitut og få større valgfrihed for så vidt angår investeringsprofil, forsikringsdækning og leverandør. Større valgfrihed er dog typisk forbundet med højere omkostninger, og prisen på en individuel ordning vil typisk være dyrere end en ordning, som er tegnet gennem et ansættelsesforhold. Knap en halv million opsparer indbetalte i 2016 både til en arbejdsgiveradministreret pensionsordning og en privattegnet pensionsordning.[273]

Indbetalingerne til individuelle pensionsopsparinger til pengeinstitutter udgjorde 0,4 pt. af BNP i 2017 og er halveret siden 2007. Det samme gælder for de individuelle indbetalinger til pensionsselskaber, jf. figur 9.1. Faldet i indbetalingerne er bl.a. en konsekvens af at antallet af personer, der indbetaler til privattegnede ordninger, er faldet kraftigt, især for pengeinstitutter.

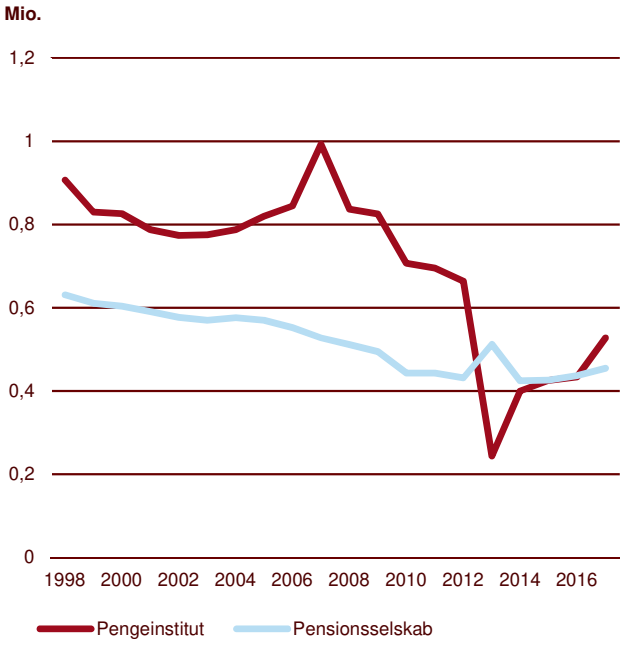
[273] Danmarks Statistiks registre, PENSIND.

Figur 9.2 **Udviklingen i individuelle ordninger, pct. af BNP og opsparere**

(a) Udviklingen i indbetalinger på individuelle ordninger, 1999-2017, pct. af BNP.



(b) Udviklingen i antal opsparere, som indbetaler til en individuel ordning, 1999-2017



Note: Nogle af de indbetalinger, der er angivet under pensionsselskaber stammer fra en formidlingsaftale fra pengeinstitut.

Anm.: Aldersopsparing er fordelt mellem indbetalinger i pensionsselskab og pengeinstitut baseret på fordelingen af aldersopsparing fra Danmarks Statistiks registre.

Kilde: Forsikring & Pension.

Sænkelsen af loftet for indbetaling til ratepension i 2012 medførte et væsentligt fald i antallet af opsparere med individuelle ordninger og indbetalinger på individuelle ordninger *især* hos pengeinstitutter, jf. Figur 9.2 ovenfor. Indbetalingerne er i højere grad flyttet til livsvarige produkter, som pengeinstitutter ikke kan udbyde, da produktet indeholder et indbygget forsikringselement.[274]

I mange obligatoriske ordninger gennem ansættelsesforhold – særligt firmaordninger – indbetales det maksimale beløb på en ratepension, hvorefter yderligere indbetalinger foretages på livsvarige livrenter. Det betyder, at mange opsparere med en arbejdsgiveradministreret ordning opbruger hele eller hovedparten af fradragsretten til ratepensioner via deres arbejdsgiveradministrerede ordning. Hvis disse personer ønsker at oprette en individuel ordning som supplement, har de således begrænset mulighed for at oprette ordningen i et pengeinstitut, idet de ikke kan foretage yderligere, eller kun begrænsede, indbetalinger til en ratepension.

[274] Finanstilsynet, 2012: *Effekter af fradragsloft over ratepensioner.*

Pengeinstitutter vil oftest være privatkunders indgang til de finansielle markeder, og derfor har pengeinstitutter en større kontaktflade med mulige pensionsopsparere end fx pensionsselskaber. Det gælder især pensionsopsparere, der ikke i forvejen har tilknytning til en pensionsudbyder. Pengeinstituttet har kendskab til den enkeltes privatøkonomiske forhold, og af den grund er det naturligt for den enkelte opsparer at henvende sig til sin bankrådgiver for at få rådgivning om mulig individuel pensionsopsparing. Særligt personer, der ikke i forvejen sparer op til pension, kan have et behov for rådgivning. Det skyldes, at opsparingen i høj grad skal danne grundlag for opsparerens levevis under pension. Endvidere vil en bankrådgiver også typisk berøre pension ved andre lejligheder, hvor pengeinstitut og kunde interagerer, såsom ved optagelse af et nyt lån. Endelig skal behovet for pensionsopsparing ses i sammenhæng med den opsparing, man i øvrigt har planer om uden for det institutionelle pensionssystem, herunder fx via friværdi i egen bolig.

Pengeinstitutter spiller en begrænset rolle på ordninger tegnet gennem et ansættelsesforhold

Pengeinstitutternes manglende mulighed for at udbyde forsikringsprodukter kan være med til at begrænse konkurrencen mellem pengeinstitutter og pensionsselskaber på ordninger tegnet gennem et ansættelsesforhold.

Samlet set blev kun 2 pct. af indbetalingerne til arbejdsgiveradministrerede ordninger således indbetalt i et pengeinstitut i 2017.[275] Det skyldes, at en stor del af ordningerne tegnet gennem ansættelsesforhold er fastlagt i overenskomster, herunder evt. med angivelse af hvilket pensionsselskab der skal administrere ordningen, og hvor der samtidig kan være krav til ydelsessammensætningen. Der kan fx være krav om, at en del af indbetalingerne skal gå til livrenter, eller at der skal være tilknyttet visse forsikringsdækninger, som fx en invalidedækning. Det peger på, at der er efterspørgsel efter en pensionsudbyder, som tilbyder livrenter og samtidig også en pensionsudbyder, der kan tilbyde tilknyttede forsikringer. Det vil sige, at pengeinstitutterne dermed i et vist omfang er afskåret fra at konkurrere om ordninger gennem ansættelsesforhold.

Der er dog også eksempler på særligt mindre virksomheder, som har placeret deres firmaordning i pengeinstitutter. I mange tilfælde vil dette dog kræve, at pengeinstituttet har en formidlingsaftale med et pensionsselskab. På den måde er det muligt for pengeinstituttet at "videreformidle" indbetalinger til pensionsselskabet.

Pengeinstitutter kan også konkurrere om hvilende ordninger (depoter)

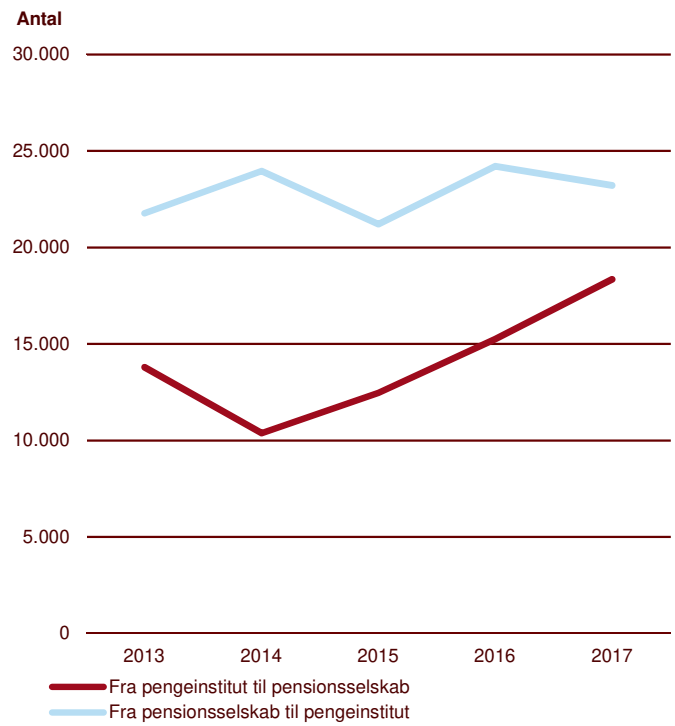
Der kan i nogle tilfælde også konkurreres om depoter, hvor indbetalingerne er stoppet – såkaldte hvilende ordninger. Det skyldes, at opsparere, som stopper deres indbetalinger i et givent selskab fx pga. jobskifte, i nogle tilfælde kan flytte deres depoter til andre selskaber, herunder blandt andet til pengeinstitutter.

Der blev i 2017 overført flere depoter (og samlet set et noget større beløb) fra pensionsselskaber til pengeinstitutter end fra pengeinstitutter til pensionsselskaber, jf. Figur 9.3. Tendensen, til at hvilende depoter flyttes i retning af pengeinstitutter er dog reduceret noget siden 2013.

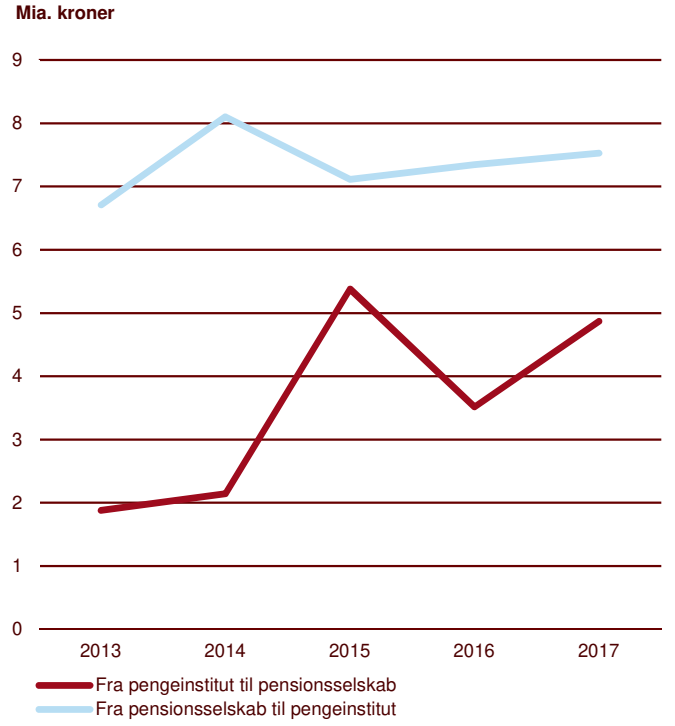
[275] Indbetalinger til pensionsordninger, Forsikring & Pension.

Figur 9.3 **Overførsler af pensionsordninger mellem pengeinstitutter og pensionsselskaber**

(a) Antal overførsler, årligt



(b) Formue overført, årligt



Kilde: Forsikring & Pension

I 2017 blev der registreret overførsler af pensionsordninger for knap 59 mia. kr..[276] Heraf udgjorde overførsler mellem pengeinstitutter og pensionsselskaber samlet knap 21 pct. svarende til 12,4 mia. kroner, mens de resterende overførsler skete mellem pensionsselskaber. Antallet af overførsler mellem pensionsselskaber og pengeinstitutter var også 21 pct. af det samlede antal registrerede overførsler.

En række forhold er med til at begrænse overførslerne fra pensionsselskaberne til pengeinstitutterne. Livrenteprodukter kan ikke ændres til andre pensionsprodukter i lyset af, at det kan underminere forsikringselementet i disse livrenteordninger, som kan være af stor værdi. Omvendt kan fx en ratepension godt ændres til en livrente. Det betyder også, at den del af pensionsopsparingen i pensionsselskaber, som er livrenter, ikke kan flyttes til et pengeinstitut. Ca. 32 pct. af den samlede pensionsformue var i 2016 livrenter[277], og andelen må forventes at stige, da over 50 pct. af indbetalingerne i 2017 gik til livsvarige livrenter, jf. tabel 2.1 i afsnit 2.3..

[276] Kilde: Forsikring & Pension, Finans Danmark og data indleveret af pensionsselskaberne. Dækker over overførsler af pensionsordninger 1) mellem pensionsselskaber, 2) fra pengeinstitutter til pensionsselskaber, 3) fra pensionsselskaber til pengeinstitutter. Der er ikke indhentet data på overførsler mellem pengeinstitutter.

[277] Egne beregninger baseret på data fra Danmarks Statistiks forskerdatabase.

Ofte vil en pensionsordning i et pensionsselskab bestå af både livrenter og andre ordningstyper. Derfor vil en opsparer ofte stå i den situation, at kun en del af depotet kan flyttes til et pengeinstitut. Dog eksisterer der en ordning, hvor værdien af hele pensionsordningen sendes til et pengeinstitut, og herefter overføres værdien af livrenten automatisk videre til det pensionsselskab som pengeinstituttet har en formidlingsaftale med. I 2017 blev 9 pct. af værdien af de samlede depoter, som blev overført til pengeinstitutter, overført efter denne ordning.

De fleste forsikringer, som er tilknyttet en ordning og som udløser betaling ifm. hændelser i den erhvervsaktive alder, vil typisk bortfalde eller fortsætte på andre vilkår ved overgang til pensionstilværelsen. Fx vil tab af erhvervsevne forsikring, kritisk sygdom og sundhedssikring ophøre, når man forlader arbejdsmarkedet. Det betyder, at sammensætningen af pensionsordningen ændres ved overgang til pension, og pensionsudbydere har her som udgangspunkt bedre mulighed for at konkurrere om ordningerne.

Uanset om pengeinstituttet får en ny opsparer, der tager sit depot med fra et andet selskab eller en opsparer, der vil tegne en ny individuel opsparing, er der en række forhold, som kan føre til omkostninger for pengeinstituttet. Pengeinstitutterne er underlagt nogle krav, når der tegnes nye ordninger og når pengeinstituttet investerer kunders frie midler og pensionsopsparinger. MiFID II dækker over en række regler på investeringsområdet, hvor formålet er at beskytte investor og øge sikkerheden, effektiviteten og gennemsigtigheden på markedet.[278] Reglerne er harmoniseret i EU. MiFID II stiller bl.a. krav til pengeinstitutterne om at afdække den enkelte investors økonomi, risikovillighed og sammensætning af investeringer, herunder egnethedsvurderinger. Derudover er pengeinstitutterne også underlagt andre dokumentationskrav, herunder optagelse af kundestamdata, logning af samtaler og mødenotater ved fysiske møder, samt krav om årlige og kvartalvise afrapporteringer. Det adskiller sig fra pensionsselskaberne, som er omfattet af IDD, som indeholder mange af de samme krav som MiFID II. Pensionsselskaberne er bl.a. også underlagt at have en ansvarshavende aktuar, som er ansvarlig for at kontrollere, at forholdene i pensionsselskabet er rimelige og betryggende.

Samlet set er den direkte konkurrence mellem pengeinstitutter og pensionsselskaber dermed forholdsvis svag – især på ordninger tegnet gennem et ansættelsesforhold. Desuden er er pengeinstitutternes mulighed for at lægge et pres på pensionsselskaberne reduceret de senere år. Det skyldes, at ændret regulering har trukket i retning af at reducere omfanget af ratepensioner og aldersopsparinger (og indbetalinger til frivillige ordninger), mens indbetalinger til bl.a. livrenter er gået op. Det indskrænker pengeinstitutterne mulighed for at konkurrere fordi de ikke kan udbyde livrenter og øvrige forsikringer. Pengeinstitutterne kan især konkurrere med pensionsselskaberne om de *individuelle* pensionsordninger, på grund af deres større kontaktflade med mulige pensionsopsparere og mindre krav til en ydelsessammensætning, som indeholder forsikringsprodukter.

9.4 Konkurrencen mellem pengeinstitutter

Der er en række forhold, som påvirker konkurrencen mellem pengeinstitutter om private pensionsopsparinger. Erfaringer fra denne og tidligere undersøgelser[279] viser, at forbrugerne har en præference for at samle sine finansielle forretninger ét sted. Fx bundling af bank, realkredit, private forsikringer og private pensionsopsparinger.

[278] Det bemærkes at alternative investeringsfonde (AIF'er) ikke er omfattet af MiFID

[279] Se bl.a. Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2017). Konkurrencen på realkreditmarkedet.

At samle sine finansielle ydelser ét sted kan have både fordele og ulemper for forbrugeren og pengeinstituttet, jf. afsnit 8.2. Det kan bl.a. betyde, at det er svært for en virksomhed at komme ind og konkurrere, hvis virksomheden kan producere en af ydelserne meget konkurrencedygtigt men ikke de øvrige. Det svækker konkurrencen og dynamikken i markedet. Omvendt kan det føre til visse samproduktionsfordele for selskaberne, hvilket potentielt kan medføre lavere omkostninger til gavn for kunderne.

Forholdet mellem forbruger og pengeinstitut er ofte karakteriseret ved, at forbrugerne, typisk i en relativ ung alder, bliver kunde i et pengeinstitut, og at der herefter etableres en relation mellem forbruger og pengeinstitut. Interaktion mellem pengeinstitut og forbrugeren er typisk centreret omkring nogle gentagende rutinemæssige interaktioner, som fx betaling af regninger. Typisk vil beslutninger med større finansiel betydning, såsom pensionsopsparing, kræve rådgivning. Pengeinstituttet har kendskab til den enkelte kundes privatøkonomiske forhold og af den grund er det naturligt at kunden henvender sig til sin bankrådgiver ved ønske om privat pensionsopsparing. Endvidere kan dialogen med bankrådgiverne vedrøre pensionsopsparing ved andre lejligheder, fx ved optagelse af et lån.

Der er foretaget en forbrugerundersøgelse, som bl.a. belyser om danskerne modtager rådgivning om deres pensionsopsparing. Analysen viser, at de fleste opsparere med en individuel ordning i et pengeinstitut har modtaget rådgivning om sin pensionsordning inden for de seneste fem år. (Det gælder for 70 pct.).[280] Samtidig har opsparerne typisk også stor tillid til den person, som de har modtaget rådgivning fra. Det gælder for ca. 80 pct.[281] Rådgivere i pengeinstitutter er forpligtet til at handle redeligt og loyalt over for sine kunder, ligesom de skal give kunden mulighed for at træffe sit valg på et velinformeret grundlag.[282] Relationen til rådgiveren er ofte præget af asymmetrisk information, fordi det for opspareren kan være vanskeligt at gennemskue produkterne og markedet. De fleste har således relativt begrænset finansiel forståelse. Dermed kan der opstå en adfærdsbaseret markedsfejl, som begrænser konkurrencen, fordi forbrugeren ikke bliver tilstrækkeligt oplyst om forskellige alternativer – fx fra andre udbydere på markedet.

Placering af pensionsordning i et pengeinstitut giver mulighed for forskellige måder at investere på. Ved investering i en investeringsforening køber den enkelte opsparer et medejerskab af en portefølje af værdipapirer. I pengeinstitutterne er der mange forskellige fonde og puljer at vælge imellem, og de varierer på forskellige parametre, blandt andet priser og risikoprofiler. Flere investeringsforvaltningsselskaber har delegeret hele eller dele af forvaltningen i deres underliggende fonde til en tredjepart fx et pengeinstitut. Desuden er markedet kendetegnet ved, at en høj grad af denne outsourcing sker til en koncernforbunden virksomhed eller en part, som producenten på anden vis har forbindelser til.[283] Et pengeinstitut tjener penge, hvis koncernen ejer et investeringsforvaltningsselskab, hvor der opkræves gebyrer gennem investeringsfonden. Hvis fonden sælges ved investeringsrådgivning opkræver investeringsforvaltningsselskabet på vegne af foreningen også en formidlingsprovision, der dog skal komme opsparerene til gode ved kvalitetsforbedrende services.

Det store behov for rådgivning kombineret med loyale forbrugere, der har stor tillid til deres rådgiver, og evt. kundefordele ved at samle finansielle forretninger ét sted kan være hæmmende for konkurrencen mellem pengeinstitutterne.

---

[280] Forbrugerundersøgelse foretaget af Wilke på vegne af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

[281] Forbrugerundersøgelse foretaget af Wilke på vegne af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

[282] Vejledning til bekendtgørelse nr. 330 af 7. april 2016 om god skik for finansielle virksomheder

[283] Finanstilsynet (2018). Temaundersøgelse om provisionsforbuddet konsekvenser

Kapitel 10
Anbefalinger

10.1 **Indledning**

I dette kapitel præsenteres en række anbefalinger, som har til formål at styrke konkurrencen på pensionsmarkedet.

Anbefalingerne søger bl.a. at mindske de barrierer, som nye eller eksisterende aktører kan opleve på markedet, samt de udfordringer som aktørerne på efterspørgselssiden møder, når de forsøger at overskue markedet, eller når de skal vælge udbyder på markedet. Anbefalingerne vil på forskellig vis bidrage til at styrke konkurrencen på pensionsmarkedet. Der er forskel på, hvor stor effekt de enkelte anbefalinger har, ligesom der også er forskel på, hvor vanskeligt og omkostningsfuldt det er, at implementere anbefalingerne.

Da pensionsmarkedet omfatter både forsikrings- og opsparingsprodukter, og en del af pensionsopsparingerne er placeret i pengeinstitutter, vedrører nogle af anbefalingerne imidlertid også forsikring og anden bankvirksomhed. Derudover er nogle anbefalinger rettet mod forsikrings- og pensionsmæglerne.

I forbindelse med udviklingen af anbefalingerne har styrelsen afholdt en workshop med en række vidanspersoner i markedet. Workshoppen bidrog til at illustrere problemstillinger og give idéer til løsningsforslag på konkrete udfordringer. Derudover har styrelsen inddraget forbrugere gennem et digitalt forum, hvor forbrugerne er kommet med ideer til løsningsforslag på konkrete udfordringer, jf. bilag 2.

Anbefalingerne er grupperet efter, om anbefalingen er målrettet konkurrencen om henholdsvis firma- eller arbejdsmarkedspensionsordningerne, eller om anbefalingen er målrettet efterspørgselssiden mere generelt. De sidstnævnte omfatter fx anbefalinger, som skal øge mobiliteten på pensionsmarkedet, og anbefalinger som skal forbedre den information, efterspørgselssiden bliver præsenteret for.

Anbefalingerne målrettet efterspørgselssiden vedrører både arbejdsmarkedets parter, virksomheder, der tegner firmaordninger, samt den enkelte opsparer. Anbefalingerne på efterspørgselssiden er forsøgt udformet, så de "rammer" opspareren eller beslutningstageren på de tidspunkter/i de faser, hvor de alligevel er i kontakt med pensionsmarkedet, eller hvor overvejelser om pension i øvrigt er relevant. Det kan fx være, når en opsparer skifter job, eller når en virksomhed overvejer at udbyde sin firmaordning.

Anbefalingerne adresserer forskellige problemstillinger på pensionsmarkedet, og vil have størst effekt, hvis de implementeres som en samlet pakke. En del af anbefalingerne er således indbyrdes afhængige.

Boks 10.1
Konkurrencerådets anbefalinger

1. Løbende performanceevaluering

1.1 Der foretages løbende en uafhængig performanceevaluering af alle pensionsselskaber, der administrerer obligatoriske ordninger i søjle II

2. Konkurrencen om arbejdsmarkedspensionsordningerne

2.1. Arbejdsmarkedets parter opfordres til at introducere og kommentere evalueringen af pensionsselskaberne som fast punkt på dagsordenen i deres styrende organer

2.2. På det private arbejdsmarked opfordres arbejdsmarkedets parter til i højere grad at tænke konkurrenceudsættelse af pensionsselskaber ind i overenskomstforhandlingerne

2.3. Konkurrencen om forvaltning af pensionsordningerne på det offentlige arbejdsmarked styrkes

3. Konkurrencen om firmapensionsordningerne

3.1. Krydssubsidiering mellem forsikrings- og pensionsprodukter begrænses

3.2. Virksomheder opfordres til i højere grad at inddrage medarbejderne i forbindelse med beslutninger om udbud af pensionsordning

3.3. Arbejdsmarkedspensionsselskabernes incitament til – og mulighed for – at konkurrere på det kommercielle marked styrkes

3.4. Der indføres forbud mod, at det på forhånd er fastlagt i udbuddet af en pensionsordning, at den pågældende mægler står for den efterfølgende rådgivning af opspareren

3.5. Mægleres uvildighed skal styrkes

4. Mobiliteten på pensionsmarkedet

4.1. Der skal arbejdes på at komme eksisterende klatpensioner til livs

4.2. Fremadrettet skal det fremgå af pensionskontrakter, at hvilende ordninger overføres som default

4.3. Der udvikles sammenligningsværktøj til hvilende ordninger

4.4. Det gøres muligt for det afgivende selskab at kontakte opsparere, der aktivt har besluttet at flytte deres depot

4.5. Der skabes mere fleksibilitet i kravene til ydelsessammensætning, når indbetalingerne stopper

4.6. Gebyret ved overførsel af depoter gøres omkostningsbaseret

4.7. Det sikres, at opsparere med ældre garantier får mulighed for at medtage flere midler ved skift, herunder en andel af de akkumulerede værdireguleringer og det kollektive bonuspotentiale

4.8. Der skabes mere frihed til at flytte ratepension og aldersopsparing efter overgang til pension

4.9. Det sikres, at opsparere får en større andel af den kollektive kapital med, hvis depotet flyttes til et andet pensionsselskab

5. Retvisende og rettidig information

5.1. Branchen afskaffer løbende muligheden for at bruge standardsatser for visse aktivklasser i beregningen af ÅOP og ÅOK

5.2. Det gøres muligt for opspareren at se prognoseberegninger baseret på både standardiserede og faktiske investeringsomkostninger

5.3. Der udarbejdes supplerende personlige nøgletal til anskueliggørelse af omkostninger

5.4. PensionsInfo udbygges med mere fokus på selskabernes performance

10.2 Løbende performanceevaluering

En stor del af den danske Nationalformue forvaltes i dag af pensionsselskaberne. Langt hovedparten af pensionsindbetalingerne (85 pct.) bliver forvaltet i søjle 2, dvs. enten som arbejdsmarkedspensioner eller firmapensioner. Samtidig kan en væsentlig del – knap 1.250 mia. kr. - af den pensionsformue, der i dag forvaltes af de danske pensionsselskaber, ses som et statsligt aktiv i form af udskudte skattebetalinger, som forvaltes af pensionsselskaberne. Det skyldes, at en stor del af opsparingen beskattes (og modregnes) ved udbetaling.

Velfungerende konkurrence og effektiv forvaltning af pensionsmidlerne har derfor stor betydning både for opsparerne og for det fremtidige skattegrundlag og dermed for de offentlige finanser.

Pension er desuden et kompliceret område at navigere i. Det gælder for den enkelte pensionsopsparer, men også for de fagforeninger, arbejdsgiverorganisationer og virksomheder, der skal træffe beslutninger om pension på vegne af hhv. deres medlemmer og medarbejdere. Der er fx betydelige prisforskelle mellem pensionsselskaber på pensionsmarkedet i dag. Det er imidlertid på nuværende tidspunkt vanskeligt at vurdere, om disse prisforskelle kan henføres til forskelle i kvaliteten af fx kapitalforvaltningen, produkternes egenskaber eller om de afspejler ineffektiv drift og/eller overnormal indtjening i nogle selskaber.

Det er derfor vigtigt, at der etableres et optimalt grundlag for, at beslutningstagere på pensionsmarkedet kan træffe oplyste valg med henblik på at sikre effektive forvaltning. Det kan styrke den direkte konkurrence på pensionsmarkedet og det indirekte pres for at indføre 'best practice' mv. (dvs. et indirekte konkurrencepres) til gavn for den enkelte opsparer, som får mere pension for pengene, og statskassen.

Anbefaling 1.1: Der foretages løbende en uafhængig, performanceevaluering af alle pensionsselskaber, der administrerer obligatoriske ordninger i søjle II
Det anbefales, at der løbende gennemføres en systematisk, uafhængig, tværgående evaluering af pensionsselskaber, der forvalter pensionsordninger i søjle 2 med obligatoriske bidrag. Det omfatter således både AMP-selskaber og kommercielle selskaber, som administrerer obligatoriske indbetalinger. Desuden foreslås, at ATP, der er en søjle I ordning, omfattes af en sådan evaluering. Evalueringen kan samtidig inddrage pengeinstitutter i det omfang, de forvalter midler under søjle 2.

Hensigten er at udarbejde en nuanceret evaluering af selskabernes forvaltning af søjle-2 opsparingen efter nogle ensartede og fagligt kvalificerede principper.

Evalueringen kan som nævnt bidrage til at forstærke et indirekte konkurrencepres via peerpressure og større fokus på udbredelse af bedste praksis. Der er således gode erfaringer med at indføre systematisk benchmarking på markeder, hvor det er vanskeligt at etablere effektiv konkurrence.

Evalueringen skal bl.a. baseres på de omfattende data, som allerede eksisterer, herunder fra Forsikring og Pension, men vil også kræve yderligere oplysninger. Evalueringen skal give aktørerne på efterspørgselssiden, herunder den enkelte opsparer, bedre mulighed for at navigere sikkert på markedet og bidrage til at skærpe fokus på effektiv drift fx via øget konkurrenceudsættelse.

Evalueringen skal bl.a. omfatte omkostninger, afkast, service, risiko og produktudbud og iagttage de indbyggede 'tradeoffs', som selskaberne skal håndtere. Evalueringen skal inddrage opsparernes præferencer og særlige vilkår i vurderingen af selskabernes performance. Evalueringen skal også se på vilkårene for de hvilende ordninger, og der skal sammen med branchen udvikles pædagogiske værktøjer, der kan anskueliggøre, hvilke risici opsparerne tager, og hvilke konsekvenser risikoprofilen kan have. Det skal ses i sammenhæng med markedsrenteprodukternes stigende volumen, hvor mere af risikoen flyttes til den enkelte opsparer. Evalueringen offentliggøres i en relevant og tilgængelig form efter en høring af selskaberne og de relevante parter på bl.a. arbejdsmarkedet.

Performanceevalueringen skal udføres af et uafhængigt "institut" med bistand fra - eller inddragelse af - relevante dele af forskningsverdenen og andre relevante fageksperter. Instituttet skal have lovmæssig hjemmel til at få adgang til relevante data i pensionsselskaberne. Det kan overvejes, om der kan findes inspiration i organiseringen af andre uafhængige institutter – fx DØRS og Danmarks Evalueringsinstitut. Omkostningerne til benchmarkingen skal afholdes af branchen. Evalueringen skal gennemføres og offentliggøres med passende mellemrum og mindst en gang hvert andet år. Instituttet kan samtidig udarbejde tværgående analyser på pensionsområdet.

Rammerne for evalueringen skal udvikles, og det bør ske i samarbejde med arbejdsmarkedets parter og branchen, herunder Forsikring og Pension. Det foreslås at også ATP involveres i processen med at udvikle rammerne for evalueringen, idet ATPs produkt adskiller sig fra andre produkter ved at omfatte alle danskere og ved at være billigt og simpelt.

Evalueringen skal pege på eventuelle effektiviseringspotentialer i selskaberne og være med til at skabe overblik over, hvordan de forskellige pensionsselskaber præsterer i forhold til resten af markedet på en balanceret måde. På den måde kan evalueringen give pensionsselskaber, arbejdsmarkedets parter og virksomheder samt opsparerne et bedre grundlag for at foretage beslutninger om fx bedre tilrettelæggelse af det enkelte selskabs drift, fusioner eller indgåelse af driftsfællesskaber og evt. konkurrenceudsættelse.

Det anbefales, at evalueringen formidles direkte både til pensionsselskaberne, til de relevante repræsentanter for arbejdsmarkedets parter, til virksomheder med firmapensionsordninger samt til de enkelte pensionsopsparere. Evalueringen vil omfatte både arbejdsmarkedspensionssystemet og de kommercielle selskaber.

Det er vigtigt, at performanceevalueringen offentliggøres i en relevant og tilgængelig form, således at den er er brugbar i forhold til dens formål. Evalueringen skal således være så detaljeret, at den kan bruges af de relevante beslutningstagere på pensionsområdet, men skal samtidig præsenteres på en sådan måde, at den enkelte opsparer også får mulighed for at forstå og forholde sig til evalueringens resultater.

Det er ikke en enkel opgave at udarbejde og formidle en performanceevaluering med passende respekt for pensionsopsparernes ønsker og særpræg m.v. Det er derfor som nævnt vigtigt, at rammerne for performanceinstituttet bliver udviklet i tæt dialog med både branchen og arbejdsmarkedets parter, og at de omfattende data som i forvejen er tilgængelige bliver benyttet i det omfang, det er muligt.

10.3 Konkurrencen om forvaltning af arbejdsmarkedspensionsordningerne

Det danske pensionssystem er et af verdens bedste. Baggrunden for dette er bl.a. den kollektive, aftalebaserede - og tvungne - pensionsindbetaling gennem de overenskomstbaserede arbejdsmarkedspensionsordninger. Det danske pensionssystem er udviklet og tilpasset over en årrække, og sikrer i dag, at langt de fleste opsparere kan se frem til en alderdom med en rimelig indkomst. Analysens anbefalinger er udformet således, at de positive elementer i pensionssystemet og den danske model kan fastholdes, samtidig med at arbejdsmarkedets parter opfordres til, at der i højere grad kommer fokus på effektiv drift og på konkurrencen om arbejdsmarkedspensioner.

Det er arbejdsmarkedets parter, der i forbindelse med overenskomstforhandlingerne træffer beslutning om, hvilket pensionsselskab, som skal modtage pensionsindbetalingerne fra de medarbejdere, som er ansat på overenskomsten. Oftest placeres indbetalingerne i det pensionsselskab, der oprindeligt er oprettet til at varetage faggruppens pensionsindbetalinger

Arbejdsmarkedets parter har fokus på, hvordan medlemmernes pensionsmidler forvaltes. Det kommer fx til udtryk når pensionsselskabernes performance diskuteres på generalforsamlinger. Ordningerne bliver dog typisk ikke konkurrenceudsat. Således svarer kun 15 pct. af de adspurgte fagforbund, at medlemmernes pensionsordning har været i udbud. For hovedparten af de adspurgte fagforeninger er det mere end otte år siden, at de har taget beslutning om at anvende det nuværende pensionsselskab

På det overenskomstdækkede område er pensionsselskabet ofte fastlagt i overenskomsten og der er normalt et relativt tæt forhold mellem arbejdsmarkedets parter og det pensionsselskab, som administrerer pensionsordningerne på det pågældende overenskomstområde. Det viser sig bl.a. ved, at der i hovedparten af AMP-selskaberne er minimum ét bestyrelsesmedlem, som både sidder i fagforbundets bestyrelse og i det tilknyttede pensionsselskabs bestyrelse. Denne organisationsform kan gøre det nemmere for fagforeningerne at varetage deres medlemmers interesser, når der træffes beslutninger i det pågældende selskab, men gør det mindre nærliggende at arbejde med konkurrenceudsættelse som et instrument til at forbedre medlemmernes vilkår.

Det er på den baggrund vigtigt, at medlemmerne aktivt inddrages og i så vidt omfang som muligt tager stilling til, hvorvidt deres pensionsordning administreres bedst muligt. Det kan imidlertid være vanskeligt i dag, fordi stoffet er kompliceret, og det er svært for den enkelte at gennemskue, hvordan det valgte pensionsselskab egentlig "performer". Dermed kan der være et manglende pres for effektiv drift fx via konkurrenceudsættelse, fra de enkelte opsparere med en overenskomsttegnet ordning.

Manglende konkurrenceudsættelse kan mindske AMP-selskabernes effektivitet og betyde, at AMP-selskaberne ikke i tilstrækkelig grad er orienteret mod at opnå stordriftsfordele, fx via vækst eller fusioner.

Anbefaling 2.1: Arbejdsmarkedets parter opfordres til at introducere og kommentere evalueringen af pensionsselskaberne som fast punkt på dagsordenen i de styrende organer
Det anbefales, at arbejdsmarkedets parter i deres styrende organer redegør for resultaterne af evalueringen af pensionsselskabet (jf. anbefaling 1.1), når den foreligger, og de overvejelser, som organisationen har gjort sig i den forbindelse. Det kan bidrage til et øget fokus på forvaltningen af pensionsordningerne og give medlemmerne bedre mulighed for at deltage i diskussionen herom. *Det anbefales desuden*, at arbejdsmarkedets parter indfører en følg-eller-forklar model, hvorefter arbejdsmarkedets parter, hvis pensionsselskabet systematisk performer mindre godt, forpligter sig til enten at arbejde for at konkurrenceudsætte ordningen eller at redegøre for, hvordan man ellers vil sikre, at performance kan styrkes til gavn for opsparerne.

Hvis det besluttes, at der skal arbejdes for, at der skal etableres et administrativt fælleskab eller at ordningen skal konkurrenceudsættes, sådan som det fx er sket for bibliotekarer, maskinmestre og andre, vil det næste skridt ofte være at bringe det med i den næste overenskomstforhandling, hvor beslutningerne normalt træffes. Konkurrenceudsættelse kan fx ske via udbud, og kan bruges til at teste, om der i markedet er løsninger, som er bedre for medlemmerne. Beslutningen om at flytte forvaltning af medlemmernes pensionsordninger til et andet selskab vil herefter bero på, om et af de indkomne tilbud samlet set kan give en bedre løsning end det hidtidige selskab. Ofte vil selve processen med at udbyde ordningen pege på forbedringspotentialer.

Anbefaling 2.2: På det private arbejdsmarked opfordres arbejdsmarkedets parter til i højere grad at tænke konkurrenceudsættelse af pensionsselskaber ind i overenskomstforhandlingerne
Det anbefales, at arbejdsmarkedets parter på det private arbejdsmarked i endnu højere grad i forbindelse med overenskomstforhandlingerne sætter fokus på effektiv forvaltning af lønmodtagernes pensionsordninger.

Konkret anbefales det, at der i forbindelse med indgåelse af overenskomst tages eksplicit stilling til, om pensionsordningerne skal konkurrenceudsættes, bl.a. baseret på den anbefalede evaluering og med afsæt i arbejdsmarkedets parters løbende overvejelser, jf. anbefaling 2.1.

Der er mange overenskomster på det private område, hvor virksomheden/arbejdsgiveren ikke (efter en afstemning blandt de relevante medarbejdere) har mulighed for at flytte medarbejderens indbetaling til et andet selskab end det, som er angivet i overenskomsten. *Det anbefales,* at arbejdsmarkedets parter i forbindelse med overenskomstforhandlingerne overvejer, om flere af disse virksomheder kan vælge andre pensionsselskaber end overenskomstens 'default', sådan som det fx er tilfældet i butiksoverenskomsten mellem Dansk Erhverv Arbejdsgiver og HK Handel.

I mange af overenskomsterne på det private arbejdsmarked, hvor der allerede er mulighed for flytning inden for overenskomsten, er der specifikke krav til ydelsessammensætning eller til processen for flytning (fx at der skal være en afstemning blandt virksomhedens medarbejdere). Sådanne krav bør også i passende omfang gælde for de nye fagområder, som får mulighed for konkurrenceudsættelse, men de bør udformes så de ikke unødigt hæmmer mobiliteten.

Anbefaling 2.3: Konkurrencen om forvaltning af pensionsordningerne på det offentlige arbejdsmarked styrkes
På det offentlige arbejdsmarked er stort set alle medarbejdere ansat på overenskomstvilkår, og de har dermed en pensionsordning, hvor vilkårene og pensionsselskabet er bestemt i overenskomsten.

På statens område er det Medarbejder- og Kompetencestyrelsen under Skatteministeriet, som repræsenterer arbejdsgiversiden, mens KL og Danske Regioner repræsenterer hhv. kommuner og regioner. På lønmodtagersiden er det på statens område Centralorganisationernes Fællesudvalg (CFU) og AC, der forhandler på vegne af fagforeningerne og deres medlemmer, mens det på det kommunale og regionale område er Forhandlingsfællesskabet, der forhandler for fagforeningerne og deres medlemmer.

På det offentlige arbejdsmarked er konkurrenceudsættelsen af pensionsordningerne mindre end på det private arbejdsmarked. Der er ikke tradition for at konkurrenceudsætte ordningerne med henblik på at sikre bedre vilkår for medlemmerne. De enkelte offentlige arbejdsgivere har således fx ikke mulighed for at sende medarbejdernes pensionsordninger i udbud, sådan som private virksomheder har i nogle brancher.

Det anbefales, at arbejdsmarkedets parter på det offentlige arbejdsmarked i endnu højere grad sætter fokus på effektiv forvaltning af lønmodtagernes pensionsordninger. Konkret anbefales, at der i højere grad eksplicit tages stilling til, om andre selskaber kan tilbyde en bedre og billigere løsning end det valgte pensionsselskab. En model kunne være, at arbejdsmarkedets parter forpligter sig til at sætte en pensionsordning i udbud eller etablere sig i et administrationsfællesskab e.l., hvis der i evalueringen findes belæg for, at det valgte pensionsselskab i en længere periode har haft en utilfredsstillende performance.

Det anbefales også, at der gennemføres initiativer, som skal sikre, at de offentligt ansatte mere aktivt tager stilling til deres pension. Det kan fx ske ved at etablere en mere struktureret proces, hvor de offentlig ansatte med afsæt i den uafhængige evaluering, skal tage mere eksplicit stilling til administrationen af deres pensionsordninger, herunder om ydelser, rådgivning og omkostningsniveau samlet set vurderes at være tilfredsstillende. Det skal sikre, at de ansattes præferencer i højere grad afdækkes og videreformidles til de relevante parter på arbejdsmarkedet.

Arbejdsmarkedets parter kan også overveje, om der skal åbnes op for, at ledelsen af offentlige institutioner – på linje med private virksomheder – skal have mere direkte indflydelse på, om medarbejdernes pensionsindbetalinger skal flyttes til et andet selskab.

Indførsel af en sådan model skal dog bl.a. ses i sammenhæng med de administrative omkostninger herved, herunder at muligheden for at høste skalafordele kan reduceres. Samtidig er det afgørende, at beslutningen om konkurrenceudsættelse inddrager de relevante medarbejdere på den offentlige arbejdsplads. Det kan fx ske, ved at der foretages en afstemning blandt medarbejderne, om ordningen skal sendes i udbud.

Det vil være nødvendigt at fastholde visse mindstekrav til ydelsessammensætning m.v., som en ordning fortsat skal opfylde, hvis den flyttes til et andet selskab. Samtidig kan der evt. være et behov for værnsregler, som tilgodeser de personer, som evt. måtte ønske at blive i den hidtidige ordning (hvis det er en option). Det er vigtigt, af hensyn til medarbejderindflydelsen, at en sådan model ikke medfører udbudspligt i medfør af udbudsreglerne.

10.4 Konkurrencen om forvaltning af firmapensionsordningerne

Kommercielle pensionsselskaber administrerer især firmapensionsordninger. På markedet for firmaordninger er der en vis konkurrence. Der er imidlertid en række firmapensionsordninger, hvor konkurrenceudsættelsen kunne styrkes til gavn for medarbejderne. Således har 60 pct. af de 658 virksomheder, som besvarede Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens survey, ikke haft deres nuværende pensionsordninger i udbud.[284]

Analyserne peger desuden på, at kommercielle selskabers indtjening er forholdsvis høj sammenlignet med et rimeligt bud på et normalafkast. Priserne på det kommercielle marked er særligt høje ift. de opgjorte omkostninger inden for kapitalforvaltning. Det understøtter et samlet billede af, at konkurrencen på markedet for firmapensioner kunne blive mere effektiv.

De kommercielle selskabers samlede pris dækker mere præcist over, at der sættes relativt lave, og i nogle tilfælde tabsgivende, priser på administration og (syge- og ulykkes) forsikringer, mens der omvendt sættes høje priser på pensionsdelen, især på forvaltningen af formuen.

[284] Virksomhedssurvey udført af Wilke på vegne af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

Denne prissætning kan bl.a. afspejle, at det er svært at gennemskue prisen på kapitalforvaltning og at flytte depot.

Prisstrukturen kan bl.a. være med til at gøre det svært for nye aktører at konkurrere med de etablerede kommercielle pensionsselskaber. Det gælder både rene forsikringsudbydere samt AMP-selskaber, hvor alle elementer i produktet typisk prissættes på omkostningsdækkende vilkår og hvor forsikringsydelserne fylder mindre.

Derudover kan prissætningen medføre en omfordeling fra grupper med store formuer (dvs. primært personer, der har sparet op længe, herunder pensionister) til grupper, som har aktive forsikringer og har indbetalt i kortere tid, dvs. især erhvervsaktive.

Den lave pris på forsikringsprodukter til de erhvervsaktive, kan også øge tendensen til, at virksomhederne køber kommercielle ordninger med et stort indhold af forsikring. En mere balanceret prisdannelse kan derfor reducere risikoen for oversikring i firmapensionsordningerne.

Anbefaling 3.1: Krydssubsidiering mellem forsikrings- og pensionsprodukter begrænses
Det vil være til fordel for især de ældre pensionsopsparere, hvis prissætningen af de forskellige ydelser i de kommercielle selskaber i højere grad afspejlede de faktiske omkostninger ved de pågældende ydelser. Det ville samtidig skabe et incitament til at styrke opsparingselementet og nedbringe forsikringselementet i de kommercielle pensionsordninger.

En prisstruktur uden krydssubsidiering kan gøre det lettere at sammenligne pris, produktudvalg m.v. Samtidig vil det styrke mulighederne for at AMP-selskaber samt nye, mindre aktører, som er gode til forsikring, men ikke tilbyder kapitalforvaltning, kan komme ind på markedet og lægge pres på de etablerede virksomheder.

Der er flere anbefalinger, som er rettet mod en mere effektiv konkurrence inden for kapitalforvaltning af pensionsformuerne, herunder forbedrede muligheder for at flytte depot, jf. anbefaling 3.1-3.9. Styrket fokus på gennemsigtighed omkring opsparernes omkostninger ved kapitalforvaltning vil trække i samme retning, jf. anbefaling 4.1-4.4. Begge dele kan bidrage til, at prisen på kapitalforvaltning reduceres.

Det anbefales, at der nedsættes en arbejdsgruppe, som udvikler yderligere tiltag til at sikre en mere omkostningsnær prissætning af forsikrings- og pensionsprodukter. En mulighed er, at Finanstilsynet får bedre mulighed for at anvende det fordelingsmæssige rimelighedsprincip i tilsynet med prisdannelsen på produkterne. Princippet sigter efter, at der ikke må ske en systematisk omfordeling mellem opsparere, herunder mellem pensionister og erhvervsaktive personer, der betaler ind til pension.

Det kan desuden overvejes, om beskatningen skal ændres, så administrations- og kapitalforvaltningsomkostninger behandles symmetrisk. Endelig kan der stilles krav om, at selskaberne skal tilbyde forsikringsydelser til firmapensionskunder til den samme pris, uanset om kunden køber pensionsopsparing eller ej. Det kan være relevant hvis "bundling" af de nævnte produkter ikke i sig selv giver væsentlige fordele for kunderne (eller evt. fordele kan opnås med andre metoder).

Anbefaling 3.2: Virksomheder opfordres til i højere grad at inddrage medarbejdere i forbindelse med beslutninger om udbud af pensionsordninger
Der er en del private virksomheder, der vælger at sende medarbejdernes pensionsordning i udbud. Det er dog sjældent, at medarbejderne involveres i beslutningsprocessen omkring valg af pensionsselskab. Mere end halvdelen af de adspurgte virksomheder, som har sendt medarbejdernes pensionsordning i udbud, har således ikke direkte involveret dem i beslutningen.

Hos godt hver femte virksomhed kunne medarbejderne komme med input til de ansvarlige under processen.[285]

Hvis medarbejderne ikke i tilstrækkelig grad inddrages i beslutningsprocessen omkring deres pensionsordning, er der risiko for, at ordningen ikke afspejler medarbejdernes præferencer. Det kan fx gælde balancen mellem løbende forsikringer og opsparing til pension.

Det anbefales, at virksomhederne i højere grad inddrager medarbejderne ved udbud af pensionsordninger. Medarbejderne kan fx få bedre medindflydelse på, hvilke krav og ønsker der indgår i udbudsmaterialet. Medarbejderne bør også være opmærksomme på både fordele og ulemper (herunder omkostninger), ved at foretage udbuddet gennem en mægler, herunder prisen for rådgivning. Ved det endelige valg af pensionsselskab kan medarbejderne ligeledes involveres. Medarbejderne kan eventuelt inddrage deres faglige repræsentanter i denne proces.

Anbefaling 3.3: Arbejdsmarkedspensionsselskabernes incitament til – og mulighed for – at konkurrere på det kommercielle marked styrkes
Tværgående pensionskasser og arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber kan, som følge af deres selskabsform, ikke indtræde på det kommercielle marked uden at ændre selskabsform eller oprette et datterselskab. Det kan begrænse deres incitament til – og muligheder for – at konkurrere med de kommercielle selskaber.

Det anbefales, at fjerne de skattemæssige barrierer, som AMP-selskaberne møder, hvis de ønsker at konkurrere om virksomhedskunderne på det kommercielle marked.

I tværgående pensionskasser og arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber gælder, at det afkast, som tilfalder "egenkapitalen" (dvs. den kapital som i disse selskaber ejes af kunderne i fælleskab og ikke kan medtages ved flytning), beskattes med PAL-skattesatsen på 15,3 pct. I andre pensionsselskaber beskattes det skattepligtige overskud derimod med selskabsskattesatsen, som er på 22 pct. og dermed er højere end PAL-skattesatsen.

Anvendelse af den særlige PAL-beskatning af tværgående pensionskasser og arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber afspejler, at disse selskaber ses som "hvile-i-sig-selv"-selskaber, hvor der ikke kan udbetales udbytte til eksterne ejere. Der skelnes således ikke mellem egenkapital og opsparernes midler, da egenkapitalen i sidste ende skal tilfalde opsparerne (eller evt. velgørende formål ved selskabets opløsning).

Hvis tværgående pensionskasser og arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber overgår til at blive selskabsbeskattet, vil det bl.a. indebære, at afkastet på egenkapitalen skulle selskabsbeskattes.[286] Det vil som udgangspunkt medføre en noget hårdere beskatning, om end virkningen afhænger af flere faktorer, herunder om livsforsikringsselskabet indgår i en sambeskatning eller har fremførbare underskud fx pga. omdannelse af egenkapitalen til særlige bonushensættelser, der dækker på lige fod med egenkapitalen. Selskaberne kan dog formentlig undgå en væsentlig del af en evt. skatteforøgelse ved at udlodde egenkapitalen til opsparerne i form af særlige individuelle bonushensættelser, som dækker tab på linje med egenkapitalen.

---

[285] Virksomhedssurvey udført af Wilke på vegne af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

[286] En omlægning af selskabstype vil desuden i dag medføre nogle administrative engangsomkostninger. Der er dog planlagt et lovforslag om ændring af pensionsafkastbeskatningsloven, som vil kunne håndtere disse omstillingsudfordringer.

Hvis tværgående pensionskasser og arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber overgår til selskabsbeskatning, vil der ikke på samme måde være en skattebarriere ved at indtræde på det kommercielle marked. Samtidig vil det sikre en mere lige konkurrence mellem de AMP-selskaber, der i dag er PAL-beskattet, og de nuværende selskabsbeskattede selskaber.

En anden positiv effekt af at fjerne den særlige skattebehandling af disse selskabstyper er, at selskaberne vil få incitament til at fordele en større andel af basiskapitalen til individuelle kunder. Det skyldes, at selskaberne i stedet for egenkapital, som tilhører opsparerne i fællesskab, vil have større incitament til at opbygge basiskapitalen via særlige bonushensættelser. Særlige bonushensættelser kan tages med, når en opsparer skifter pensionsselskab.[287] Det kan være med til at løse den udfordring, der knytter sig til, at kollektive midler er med til at fastlåse kunderne og mindske incitament til at skifte til et andet selskab, jf. også anbefaling 3.9.

Hvis konkurrencen mellem AMP-selskaberne og de kommercielle selskaber øges, er det vigtigt, at konkurrencen sker på lige vilkår. Det har således betydning for muligheden for at konkurrere, at opsparere i de forskellige selskaber har samme muligheder for – og incitamenter til – at flytte hvilende ordninger, når det kan betale sig. Anbefalingerne rettet mod øget mobiliteten på pensionsmarkedet vil bidrage til dette.

Mæglernes ydelser er ikke tilstrækkeligt konkurrenceudsatte
Mæglerne spiller en vigtig rolle i forhold til konkurrencen om firmapensionsordninger på det kommercielle marked. Mæglerne bistår virksomhederne i udbudsprocessen, bl.a. ved at udforme udbud, indhente tilbud fra forskellige pensionsselskaber og sammenligne selskabernes tilbud for virksomheden. Ud over rådgivning om valg af pensionsselskab står mange mæglere også for den løbende rådgivning af de ansatte i virksomheden (opsparerne). De mellemstore og største mæglere får størstedelen af deres omsætning fra den efterfølgende rådgivning af opsparerne, mens der er en række små mæglere, som kun står for selve udbuddet og ikke den efterfølgende rådgivning. Pensionsopsparernes betaling for mæglernes ydelser beløb sig i 2017 til godt 500 mio. kr. Af mæglernes totale omsætning stammer godt 75 pct. fra den efterfølgende rådgivning af opsparerne.

Der er en række opmærksomhedspunkter i forhold til mæglernes rolle.

For det første aftaler mange mæglere allerede inden et udbud af medarbejdernes pensionsordning er gennemført, at det er mægleren, der skal stå for den løbende rådgivning og servicering af virksomhedens medarbejdere. Det medfører at rådgivningen ikke umiddelbart konkurrenceudsættes herunder og at pensionsselskabernes egen rådgivningsydelse fravælges. Pensionsselskaberne er således tvunget til at byde ind på en ordning, hvor mægleren skal stå for den efterfølgende rådgivning mod et vederlag, der trækkes fra opsparernes depot.

Mægleren kan som uvildig rådgiver være med til at sikre, at medarbejderne får den bedst mulige pensionsordning. Men når det kommer til rådgivning af virksomhedens medarbejdere, som mægleren selv kan stå for, vil mægleren naturligt nok ikke være uvildig.

Analysen viser, at virksomhederne kun i begrænset omfang konkurrenceudsætter de ydelser, som mæglerne står for. Det er således kun 28 pct. af de virksomheder, som har benyttet en mægler, der har forhandlet om prisen for udbuddet med mægleren. Samtidig er det kun 22 pct., som har forhandlet prisen om den løbende rådgivning af medarbejderne. Derudover er

der mange virksomheder, som fastholder samme mægler ved efterfølgende udbud. I de situationer har den fungerende mægler en klar interesse i, at den efterfølgende rådgivning ikke konkurrenceudsættes, fordi størstedelen af mæglerens omsætning typisk stammer fra denne ydelse. Det kan i sidste ende føre til en dyrere pensionsordning for opsparerne.

Når mægleren og virksomheden inden et udbud aftaler, at mægleren skal stå for den efterfølgende rådgivning til en bestemt pris, kan det også føre til en de facto fravælgelse af AMP-selskaberne, da AMP-selskaberne typisk har relativt standardiserede produkter som ikke kræver så meget rådgivning. Mange AMP-selskaber ønsker således ikke at videreformidle et aftalt vederlag til mægleren, da de anser mæglerens ydelse som dyr og unødvendig i forhold til det rådgivningsbehov, som AMP-selskabernes produktudbud fordrer.[288]

Mæglernes uvildighed i den løbende rådgivning af opsparerne kan også være udfordret af, at flere mæglere fastsætter deres salær for rådgivningen som en andel af indbetalingerne, en andel af depotet eller en kombination af begge. Dermed vil rådgiverens indtægt øges, hvis en opsparer efter rådgivning fra mægleren øger sine indbetalinger på ordningen. Samtidig øges mæglerens indtægt, hvis opspareren rådgives til at flytte hvilende ordninger til det nuværende selskab. Enkelte mæglere har løst dette uvildighedsproblem ved at fastsætte deres salær som et fast månedligt gebyr.

Derudover kan mæglernes uvildighed i selve rådgivningen af virksomheden omkring valg af pensionsselskab udfordres, hvis mæglerne sælger andre ydelser til pensionsselskaberne. Fx sælger visse mæglere forskellige rådgivningsydelser til pensionsselskaber, og en enkelte mægler har en investeringsfond, som er blevet udbudt af visse pensionsselskaber. Det er problematisk, hvis mæglernes indtjening fra disse ydelser direkte eller indirekte kan påvirkes af, hvilket pensionsselskab virksomheden rådgives til at vælge til at administrere medarbejdernes pensionsordning.

Anbefaling 3.4: Der indføres forbud mod, at det på forhånd er fastlagt i udbuddet af en pensionsordning, at den pågældende mægler står for den efterfølgende rådgivning af opspareren
Det anbefales, at der indføres forbud mod, at det på forhånd er fastlagt i udbuddet af en pensionsordning, at det er den pågældende mægler, som skal stå for den efterfølgende rådgivning. Med anbefalingen understøttes, at også rådgivningsydelsen konkurrenceudsættes i forbindelse med udbud via mægler. Det skal åbne for, at pensionsselskaber, herunder AMP-selskaber, kan vælge at afgive tilbud både med og uden tilbud om rådgivning. Dermed får virksomhederne bedre mulighed for at sammenligne priser og vilkår for den efterfølgende rådgivning af medarbejderen.

Anbefalingen kan operationaliseres ved at tage udgangspunkt i den aftale, som Forsikring og Pension har indgået med Forsikringsmæglerforeningen om rammerne for mægleres udbud af firmapensioner. Aftalen omfatter tre forskellige fuldmagter, som virksomheden som hovedregel kan afgive til mægleren, når denne skal sende virksomhedens pensionsordning i udbud.

[288] De fleste AMP-selskaber er som tværgående pensionskasser og arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber undtaget for selskabsskat, og deres overskud beskattes i stedet med PAL-skattesatsen. Hvis disse selskaber indtræder på det kommercielle marked, bliver de selskabsskattepligtige. Selskaberne har dermed et mindre incitament til at bevæge sig ind på det kommercielle marked, hvilket sænker det potentielle konkurrencepres på det kommercielle marked. Flere AMP-selskaber er dog allerede i dag selskabsskattepligtige, og har derfor bedre mulighed for at afgive tilbud på en firmaordning på det kommercielle marked.

Med den første fuldmagt omfatter udbuddet både placering og rådgivning, dvs. den efterfølgende rådgivning placeres hos det vindende pensionsselskab. Med den anden fuldmagt omfatter udbuddet alene placering, dvs. den efterfølgende rådgivning forestås af mægleren uanset hvilket pensionsselskab, der vinder udbuddet. Med den sidste fuldmagt gennemføres udbuddet, uden at der er taget stilling til, om den efterfølgende rådgivning skal placeres hos mægleren eller hos det vindende pensionsselskab, dvs. pensionsselskaberne kan afgive tilbud både med og uden efterfølgende rådgivning.

Anbefalingen kan derfor implementeres ved at fjerne muligheden for at anvende fuldmagtstype to.

Anbefalingen kan ses som et begrænset indgreb i aftalefriheden, der vil betyde, at en virksomhed ikke kan beslutte at placere den efterfølgende rådgivning hos mægleren *inden* udbuddets gennemførsel. Dette skal ses i sammenhæng med, at betalingen for rådgivningen trækkes direkte fra opsparernes depot, mens aftalen om rådgivning i dag indgås mellem virksomheden og mægleren.

Forslaget forhindrer ikke, at virksomheden kan vælge evt. uvildig rådgivning fra den mægler, der formidler udbuddet, men det skal ske separat, således at der skabes mere konkurrence om rådgivningsydelsen. Hvis det viser sig, at anbefalingen ikke har tilstrækkelig effekt, kan det overvejes, om der skal indføres et egentligt forbud mod, at mæglere står for den efterfølgende rådgivning på udbud, som de selv gennemfører. Et sådant forbud skal dog analyseres nærmere.

Anbefaling 3.5: Mægleres uvildighed skal styrkes
Siden 2006 har der været provisionsforbud for mæglere i Danmark. Det betyder, at pensionsselskaberne ikke må betale mægleren for at vælge det pågældende pensionsselskab. Provisionsforbuddet skal sikre, at mæglerne ikke har nogen direkte økonomisk interesse i, at virksomheden (mæglerens kunde) vælger ét pensionsselskab frem for et andet.

Provisionsforbuddet sikrer dog ikke mod, at der kan være et indirekte økonomisk incitament for mægleren til at vælge visse pensionsselskaber frem for andre.

Hvis et pensionsselskab køber særligt mange ydelser fra en given mægler, kan mægleren have en tilskyndelse til at foretrække dette pensionsselskab. Fx har en enkelt mægler solgt rådgivningsydelser i form af specielle fordelsprogrammer til pensionsselskaber, og en anden mægler har en investeringsfond, som tidligere er blevet udbudt af visse pensionsselskaber. Fonden medførte en indtjening for mægleren, hvilket har givet incitament til at vælge pensionsselskaber, som tilbød fonden.

Det anbefales, at der indføres forbud mod, at mæglere sælger egne fonde gennem pensionsselskaber og samtidig kan kalde sig uafhængige. Det skal sikre mæglernes uvildighed, og at mægleren har incitament til at varetage virksomheders og medarbejderes interesser. Finanstilsynet har d. 15. november 2019 sendt et lovforslag i høring, som bl.a. netop indfører forbud mod, at en uafhængig forsikringsformidler placerer pensionsopsparinger i virksomheder, som formidleren har forbindelser til.

Det anbefales også, at tilsynsmyndighederne skærper sit fokus på, hvorvidt uafhængige mægleres salg af diverse ydelser til pensionsselskaber har samme skadelige virkninger som en direkte provision. Sådanne betalinger kan hæmme konkurrencen markant, og det foreslås, at betalinger med sådanne virkninger skal forbydes af Finanstilsynet.

10.5 Mobiliteten på pensionsmarkedet

Den enkelte opsparer, som indbetaler til en ordning gennem sin arbejdsgiver, har i de fleste tilfælde ingen eller forholdsvis begrænset direkte indflydelse på placeringen af ordningen. Det er således primært arbejdsmarkedets parter samt virksomheder, der udgør efterspørgselssiden, og det er dermed disse aktørers efterspørgsel og prisfølsomhed m.v., som er afgørende for konkurrencen på markedet.

Når indbetalingen til ordningen stopper, fx i forbindelse med jobskifte, at arbejdsgiveren skifter pensionsleverandør, eller at opspareren går på pension, har opspareren dog som udgangspunkt større råderet over det depot, som er blevet opsparet. Den enkelte opsparer kan i disse "vinduer" spille en mere central rolle for konkurrencen ved aktivt at tage stilling til, hvorvidt depotet skal blive i det nuværende selskab eller flyttes til et andet selskab.

Hvilende ordninger
De fleste skifter job undervejs i arbejdslivet flere gange, og mange skifter dermed også fra én pensionsordning til en anden. Opsparerens eksisterende opsparing vil forblive i det eksisterende pensionsselskab, med mindre opspareren aktivt beslutter, at opsparingen skal flyttes over til den nye pensionsudbyder.

I dag gælder, at hvis depotet ikke flyttes med over til det nye pensionsselskab, så bliver ordningen til en *hvilende ordning,* som i nogle selskaber vil fortsætte på individuelle – og ofte dyrere – vilkår. Personer, der skifter job, kan således opleve at have en eller flere hvilende ordninger i løbet af deres arbejdsliv, som er relativt dyre. Ved at have flere pensionsordninger betaler man desuden også omkostninger flere steder. Når en pensionsordning bliver hvilende, fratrækkes der fx typisk et fast gebyr for administration, som kan være højt i forhold til opsparingens størrelse og dermed den forventede forrentning. Samtidig bliver forsikringerne i disse ordninger ofte dyrere og/eller annulleret efter en periode.

Det kan således have en negativ effekt på formue og pension at have én eller flere hvilende ordninger frem for at have alle midler samlet et sted. I nogle tilfælde kan selv små ordninger dog have garantier eller andre fordele tilknyttet, som kan mistes ved flytning. I takt med at renterne er faldet er der fx en række ældre ordninger med tilknyttede ydelsesgarantier, der er blevet attraktive for den enkelte opsparer, og som opspareren vil miste, hvis depotet overføres. De hvilende ordninger kan fx også indeholde mulighed for genindtræde i invalidedækning uden fornyet helbredserklæring, som kan være så væsentlige, at det ikke nødvendigvis vil være til pensionsopsparerens fordel at flytte ordningen.

Pensionsopsparere kan i dag i de fleste tilfælde samle sine hvilende ordninger. Man skal dog selv aktivt gøre noget for at samle dem, og mange får det ikke gjort. I 2017 var 42 pct. (svarende til 2,3 mio. ordninger) af det samlede antal pensionsopsparinger hvilende i den forstand, at indbetalingerne var stoppet, uden at opspareren var gået på pension. Samlet set var der placeret omkring 500 mia. kr. i hvilende ordninger.

Alle danske pensionsselskaber har tilsluttet sig jobskifteaftalen, som forpligter selskaberne til at modtage og afgive hvilende ordninger (kaldet fripolicer) i forbindelse med jobskifte. Der kan dog være betingelser i overenskomsterne, som begrænser muligheden for skift, selv under jobskifteaftalen, fx hvis det nye selskab ikke kan opfylde nogle af de pågældende betingelser.

På samme måde kan der være restriktioner i de hvilende ordninger, som betyder, at de ikke kan flyttes. Det betyder, at en opsparer, som har skiftet job, i nogle tilfælde ikke kan flytte sin hvilende ordning til et nyt selskab, selvom opspareren har en obligatorisk ordning i det nye selskab. Det skyldes typisk forsikringselementer i ordningen. Fx har nogle selskaber ikke opsparingssikring på visse ordninger, typisk livrenter, under opsparingsperioden. Opsparingssikring betyder, at det opsparede depot tilfalder opsparerens efterladte, hvis opspareren dør

før pensionsalderen. Hvis den enkelte opsparer frit kunne flytte en ordning uden opsparingssikring til en ordning med opsparingssikring, ville det åbne muligheden for spekulation og derved underminere de fordele, der er ved livrenter. En sådan situation kunne opstå, hvis opsparerens helbred fx blev forværret.

Anbefaling 4.1: Der skal arbejdes på at komme eksisterende klatpensioner til livs
Denne anbefaling vedrører alene allerede eksisterende hvilende pensionsordninger, mens anbefaling 3.2. behandler de ordninger, der oprettes fremadrettet og som senere bliver hvilende.

I 2017 var en tredjedel af de hvilende ordninger såkaldte "klatpensioner" – her defineret som en opsparing med et samlet depot på mindre end 25.000 kr. Samlet set var der 7 mia. kr. i klatpensioner, og de udgjorde 14 pct. af det samlede antal pensionsopsparinger. Disse små pensioner kan blive "spist helt op" af gebyrer. Når en pensionsordning bliver hvilende, fratrækkes der typisk et fast gebyr for administration – på op mod 850 kr. årligt – som er højt i forhold til små opsparingers størrelse og dermed den forventede forrentning.

Problemstillingen er tidligere adresseret i et forslag til folketingsbeslutning B90. Forslaget blev ikke vedtaget, men førte til nedsættelsen af en arbejdsgruppe med repræsentanter for arbejdsmarkedets parter, pensionsbranchen og relevante ministerier. Arbejdsgruppen fik til opgave at undersøge omfanget af og udviklingen i små hvilende pensionsordninger. Arbejdsgruppen identificerede en række udfordringer og kom med konkrete anbefalinger til branchen om systematisk vejledning til pensionsopsparerene med små hvilende ordninger samt permanent gebyrfritagelse ved overførsler af små ordninger til et nyt selskab gennem jobskifteaftalen.

Det anbefales, at eksisterende små ordninger – dvs. ordninger under 25.000 kr., uden tilknyttede rettigheder automatisk overføres til det selskab, hvor opspareren aktivt indbetaler til. Det kræver en nærmere juridisk vurdering at fastslå, om det er muligt at flytte klatpensioner ved passiv accept, selv om det vil være en fordel forbrugerne. Hvis opspareren derimod *har* tilknyttede rettigheder til pensionsordningen fx garantier, skal opspareren have rådgivning af det modtagende selskab inden overførslen kan ske.

Det er grundlæggende ikke tilfredsstillende for kunderne eller for branchen, at hvilende ordninger udhules af høje omkostninger. Det anbefales derfor, at det kan overvejes om grænsen for, hvornår hvilende ordninger omfattes af anbefalingen skal hæves til 50.000 eller 100.000 kr. Værdien af hvilende pensionsordninger med et samlet depot på under 100.000 kr. var 36 mia. kr. i 2014.[289]

Som nævnt kan en række af de hvilende ordninger have tilknyttede rettigheder fx garantier, som er attraktive for den enkelte opsparer, og som opspareren vil miste, hvis depotet overføres til en ny pensionsudbyder. For klatpensioner med en depotværdi på under 20.000 kr. har cirka 37 pct. en tilknyttet garanti[290], omkring 20 pct. har en risikodækning tilknyttet til sin ordning, mens det er muligt for hver fjerde at genindtræde i invalidedækninger uden fornyet helbredserklæring. Der findes imidlertid ikke tal for antallet af ordninger, hvor der ikke er en tilknyttet garanti, risikodækning eller mulighed for genindtrædelse i invalidedækningen.

[289] Beskæftigelsesministeriet. BEU Bilag 296
[290] Ordninger med markedsværdiregulering som følge af garantier baseret på F&P's spørgeskema

Det er vurderingen, at de væsentligste risikodækninger såsom tab-af-erhvervsevne og invalidedækning i udgangspunktet bortfalder senest tolv måneder efter indbetalingen til pensionsordningen ophører, hvis opspareren ikke foretager et aktivt valg om at fortsætte dækningerne.[291] I stedet vil disse dækninger typisk flyttes til det selskab, som opspareren nu indbetaler til. Efter de tolv måneder kan visse risikodækninger såsom børnepension og opsparingssikring i nogle tilfælde fortsat være gældende.

For at sikre, at overførslen af depoter ikke bremses af tilknyttede rettigheder uden særlig værdi for opspareren, anbefales det, at det afgivende pensionsselskab skal vurdere, om værdien af rettigheden står i et rimeligt forhold til de omkostninger, der er forbundet med rettigheden og de samlede omkostninger forbundet med den hvilende ordning. Hvis det ikke er tilfældet, skal den hvilende ordning overføres uden krav om rådgivning.

Den enkelte opsparer skal have mulighed for at vælge, at depotet ikke skal flyttes. Således skal opspareren informeres, inden en klatpension *uden* tilknyttede rettigheder er ved at blive flyttet, og det skal være let for opspareren at stoppe overførslen. For personer, som ikke har indbetalinger til en obligatorisk ordning i et nyt selskab, fx som følge af arbejdsløshed, skal der ikke foretages en automatisk overførsel. Hvis personen senere får et nyt job med en obligatorisk indbetaling, vil den hvilende ordning automatisk kunne overføres til dette nye selskab.

Anbefaling 4.2: Fremadrettet skal det fremgå af pensionskontrakter, at hvilende ordninger overføres som default
I dag gælder, at hvis en opsparer skifter arbejde, eller hvis opsparerens arbejdsplads skifter pensionsudbyder, vil opsparerens opsparede formue som udgangspunkt forblive i det eksisterende pensionsselskab, med mindre han eller hun aktivt beslutter, at opsparingen skal flyttes videre til den nye pensionsudbyder.

Det anbefales, at 'default' for hvilende ordninger ændres for fremtidige kontrakter. I stedet for, at hvilende ordninger forbliver i det eksisterende pensionsselskab, skal de fremadrettet automatisk overføres til det selskab, opspareren nu indbetaler til, med mindre opsparerne aktivt beslutter noget andet. Den automatiske overførsel skal ske senest halvandet år efter den seneste indbetaling til ordningen og skal gælde indtil fx 5 år før man går på pension.

Hvis opspareren har tilknyttede rettigheder til pensionsordningen, skal opspareren have rådgivning af det modtagende selskab inden overførslen eventuelt sker. De tilknyttede rettigheder skal stå mål med de samlede omkostninger ved at fastholde den hvilende ordning før der skal være krav om rådgivning. Det skal være med til at sikre, at der ikke tilknyttes rettigheder til fremadrettede ordninger uden særlig værdi for opspareren, for at bremse den automatiske overførsel.

Anbefalingen skal indarbejdes som en standard i nye pensionskontrakter, således at den gælder for disse ordninger når og hvis de på et tidspunkt bliver hvilende. Den automatiske overførsel skal ikke gælde hvis opspareren er tæt på pensionsalderen når ordningen bliver hvilende. Det er således ikke nødvendigvis til opsparerens fordel at flytte et (stort) depot over til en ny ordning tæt på pensionering.

For opsparere med en hvilende ordning, og som indbetaler til en obligatorisk ordning i et nyt selskab, fx som følge af arbejdsløshed, skal der ikke foretages en automatisk overførsel. Hvis

[291] Finanstilsynet. "Når indbetaling til arbejdsmarkedspension ophører".

opspareren senere får et nyt job med en obligatorisk indbetaling, vil den hvilende ordning automatisk kunne overføres til dette nye selskab.

Konkret anbefales, at pensionsselskaberne i nytegnede pensionsaftaler indfører, at ordningen kan flyttes med passiv accept, når indbetalingen ophører, givet at opspareren har en ny (obligatorisk) ordning gennem et ansættelsesforhold, hvor der indbetales til.

For at undgå, at opspareren mister eventuelle attraktive rettigheder, skal det modtagende selskab rådgive opspareren inden en eventuel overførsel sker, i tilfælde af, at der er tilknyttede rettigheder, som opfylder et vist rimelighedskrav. Omvendt vil der forventeligt fremadrettet være en række depoter med tilknyttede garantier, hvor garantien ikke ligger over det, som kan opnås på det aktuelle pensionsmarked, eller hvor garantien fx er betinget og derfor uden reel værdi. Disse garantier kan formentlig lettere overføres. I implementeringen af anbefalingen bør der arbejdes mod et system, hvor depoter med attraktive tilknyttede rettigheder fx ubetingede garantier, ikke overføres automatisk, mens depoter med tilknyttede rettigheder fx garantier, som ikke er over det aktuelle niveau, kan overføres automatisk.

For at sikre, at overførslerne ikke blokeres unødigt af fx overenskomstvilkår, er det også vigtigt, at barrierer for flytning af ordninger fjernes, jf. anbefaling 3.5. Samtidig skal det sikres, at der ikke er unødigt høje skifteomkostninger, jf. anbefaling 3.6.

Med forslaget sikres, at opsparere i mindre grad har hvilende ordninger stående i flere selskaber, og det undgås, at mindre opsparinger over årene bliver spist op af gebyrer. Det indebærer en større forrentning af opsparingen til opsparerne og påregnes at styrke statsfinanserne.

Anbefaling 4.3: Der udvikles sammenligningsværktøj til hvilende ordninger
I dag får mange opsparere ikke flyttet deres depot, selv om det kan være fordelagtigt. Samtidig er der risiko for, at nogle opsparere bliver rådgivet til at flytte deres depot, selv om det vil være fordelagtigt at lade depotet stå.

Det anbefales, at der udvikles et sammenligningsværktøj, som kan bruges til at informere om priser, tilknyttede rettigheder, afkast og risiko på de hvilende ordning(er) man har, samt de fordele og ulemper, der er ved at flytte en konkret ordning til et andet selskab. Relevante oplysninger, herunder omkostninger og rettigheder i den konkrete ordning, skal fremgå af sammenligningsværtøjet.

For at sikre det bedst mulige sammenligningsgrundlag bør det overvejes om sammenligningsværktøjet også skal indeholde data fra pengeinstitutter, så pensionsopsparere ligeledes kan se omkostninger ved at flytte sin ordning til eller fra et pengeinstitut.

Sammenligningsværktøjet kan placeres som en del af PensionsInfo. Det er i den forbindelse et vigtigt hensyn at fastholde, at PensionsInfo skal være enkelt og tilgængeligt.

Anbefaling 4.4: Det gøres muligt for det afgivende selskab at kontakte opsparere, der aktivt har besluttet at flytte deres depot
Det anbefales, at der skal være en stand-still periode fra opspareren har truffet en aktiv beslutning om at overføre et depot, til den faktiske overførsel sker. I denne periode skal det være muligt for det afgivende selskab at henvende sig til opspareren med henblik på at give tilbud om bedre vilkår og information om den hidtidige ordning med henblik på at fastholde opspareren. Det skal kun være muligt for det afgivende selskab at stoppe overførslen, hvis opspareren aktivt har givet tilladelse hertil. Hvis opspareren ikke giver en sådan tilladelse, overføres depotet til det nye selskab efter stand-still perioden.

Henvendelsen til opspareren fra det afgivende selskab skal tage udgangspunkt i alle relevante oplysninger, således at opspareren får en reel mulighed for at vurdere hvilket selskab, der er mest attraktivt. Dermed kan kunden blive rådgivet af begge selskaber, som især har viden om

egen ordning. Det er selvfølgelig en betingelse, at det afgivende selskab overholder reglerne om uanmodede henvendelser i markedsførings- og forbrugeraftaleloven.

Med anbefalingen sikres i højere grad, at det bliver muligt for det afgivende selskab at konkurrere om de kunder, som er på vej væk og at kunderne dermed får bedre vilkår. Samtidig kan forslaget betyde, at rådgivningen af opsparerne kan blive mere balanceret i disse situationer.

Anbefaling 4.5: Der skabes mere fleksibilitet i kravene til ydelsessammensætning, når indbetalingerne stopper

I de fleste overenskomster som omfatter pensionsforhold, er der specifikke krav til de overordnede rammer for ordningens sammensætning. I mange tilfælde gælder disse krav også, hvis opspareren vælger at flytte sit depot til et nyt selskab. Det betyder, at det nye selskab skal leve op til alle kravene i overenskomsten, også selvom opspareren evt. ikke ønsker alle de krævede ydelser. Bl.a. er der for ansatte i staten krav om, at der skal indgå en børnepension samt begrænsninger for, hvornår man må tilbagekøbe pensionsordningen. Hvis det opsparede depot flyttes til et andet selskab, fx i forbindelse med jobskifte, skal den nye ordning opfylde de samme krav, ellers kan ordningen ikke flyttes.

Det anbefales, at arbejdsmarkedets parter gennemgår betingelserne i overenskomsterne for at sikre, at de ikke indeholder unødigt fastlåsende vilkår, og at der også indføres mere fleksibilitet i kravene til ydelsessammensætning. På den måde kan opsparerne lettere flytte deres hvilende ordninger, hvis de ønsker det. Det er samtidig et hensyn, at markedet for livrenter skal fungere effektivt. Det kan betyde, at kravene for så vidt angår livrenter må fastholdes, eller at der etableres bedre adgang til at flytte livrenteordninger mellem selskaberne mod betaling/kompensation.[292]

Det er således et vigtigt hensyn at undgå utilsigtet spekulation. Hvis en opsparers helbred forværres, kan opspareren, hvis der ikke var restriktioner på flytning, flytte sit depot til en ordning med opsparingssikring. På den måde bliver depotet udbetalt til de efterladte, hvis opspareren dør før pensionsalderen. Denne form for spekulation kan være med til at mindske de fordele, som der er ved et livrenteprodukt uden opsparingssikring. Det er vigtigt at undgå den form for spekulation. Det kan fx ske ved, at det bliver muligt at kræve en tilfredsstillende helbredserklæring, før en opsparer kan flytte sin ordning og/eller et værn, som skal betales af opspareren, hvis det vurderes, at flytningen kan skade de resterende opsparere i selskabet.

Hvis en opsparer ønsker at flytte et hvilende depot, hvor ydelsessammensætningen ændres, er det vigtigt, at opspareren informeres redeligt og loyalt om konsekvenserne af at ydelsessammensætningen ændres.

For de fleste overenskomsttegnede ordninger gælder dog, at ordningen kun kan overføres, hvis opspareren har en ny obligatorisk indbetaling i et nyt selskab. Risikoen for spekulation må således vurderes at være relativt lav, da overførslen er betinget af, at opspareren finder et nyt job med en indbetaling til et andet pensionsselskab.

[292] Det er ikke tilladt at skifte en hvilende livrenteordning til en ratepension eller en aldersopsparing.

Anbefaling 4.6: Gebyret ved overførsel af depoter gøres omkostningsbaseret
En vigtig forudsætning for, at opsparerne kan træffe de rigtige aktive valg, er, at det er nemt og ikke forbundet med store omkostninger, at flytte ordningen, samt at det er muligt at sammenligne priserne i forskellige selskaber. For især mindre ordninger kan skiftegebyret, som typisk ligger på ca. 1.800 kr. i kommercielle selskaber, være en betydelig forhindring for at skifte.

De fleste selskaber opkræver i dag ikke skiftegebyr eller tegningsomkostninger, hvis ordningen flyttes inden for jobskifteaftalen. De selskaber, der tager skiftegebyrer, ligger ofte på omkring 1.900 kr., både inden for og uden for jobskifteaftalen.[293] Der er skabt større gennemsigtighed for skiftegebyret som bl.a. fremgår af Forsikring og Pensions Fakta om pension og skifteomkostningerne er reduceret, omend de fortsat i nogle tilfælde er anseelige og ikke omkostningsbaserede.

Det anbefales, at gebyret ved overførsel af depotet gøres omkostningsbaseret. Det medfører, at selskaberne ikke kan tage et gebyr for overførsel af depoter, der er større end de faktiske omkostninger selskabet har ved overførslen.

Desuden anbefales det, at det forsat er gebyrfrit at overføre små klatpensioner, sådan som det blev anbefalet af arbejdsgruppen om sikring af små hvilende pensioner i 2017.

Anbefaling 4.7: Det sikres, at opsparere med ældre garantier får mulighed for at medtage flere midler ved skift, herunder en andel af de akkumulerede værdireguleringer og det kollektive bonuspotentiale
For mange opsparere med garantier er det ikke muligt at skifte selskab, uden at man må opgive en del af de midler, man kunne forvente at få del i, hvis man blev i selskabet. Det gælder akkumulerede værdireguleringer, der er ekstrahensættelser, som skal bruges til at leve op til garanterede ydelser, samt kollektivt bonuspotentiale, som er en kollektiv pulje, der tilhører en gruppe af forsikrede. Disse midler kan udgøre en stor del af opsparingen for personer i de gamle rentegrupper.

Den manglende mulighed for at medtage disse midler ved skift kan både sænke mobiliteten for enkeltpersoners depoter, men også for fx hele firmaordninger. Den manglende mobilitet betyder, at der kan opkræves en højere pris for kapitalforvaltningen af disse ordninger.

Det anbefales, at opsparere, som indgår i rentegrupper, hvor der ikke optages nye medlemmer, får mulighed for at få en andel af de akkumulerede værdireguleringer og en andel af det kollektive bonuspotentiale med ved skift til et andet selskab. Det er vigtigt, at de opsparere, der skifter væk fra en lukket rentegruppe, ikke opnår en gevinst på bekostning af de opsparere, der forbliver i den lukkede rentegruppe. Derfor skal det være muligt at fratrække et risikotillæg fra de akkumulerede værdireguleringer/det kollektive bonuspotentiale ved en flytning.

Beregningsmetoderne kan ligestilles med dem, som fremgår af "bekendtgørelse om opgørelse af den økonomiske værdi af en forsikringstagers produkt ved omvalg". Bekendtgørelsen angiver, at opspareren skal have "den økonomiske værdi" af ordningen i forbindelse med et omvalg. Den økonomiske værdi omfatter ordningens depot tillagt en evt. andel af de akkumulerede værdireguleringer samt en andel af det kollektive bonuspotentiale, evt. fratrukket visse værn. Bl.a. kan der fratrækkes et såkaldt sikkerhedsværn, som skal sikre, at de tilbageværende

[293] Oplysninger fra pensionsselskaberne.

opsparere i gruppen ikke bliver stillet dårligere af, at en opsparer vælger at træde ud af ordningen.

I dag er det frivilligt, hvorvidt et selskab ønsker at tilbyde opsparerne i selskabet, at de kan opgive deres garantier og til gengæld få en andel af det kollektive bonuspotentiale og de akkumulerede værdireguleringer. Mange selskaber har således også i perioder tilbudt opsparerne, at de kan opgive deres garantier og til gengæld få en del af de kollektive midler. Med anbefalingen vil selskaberne i stedet blive påbudt at tilbyde denne mulighed til opsparere i "lukkede" rentegrupper.

"Lukkede" rentegrupper omfatter opsparere med ældre garantier, som ikke længere kan tilbydes af selskaberne. Dvs. at nye opsparere i selskabet ikke kan komme i samme (rente)gruppe som de gamle opsparere, da de er garanteret ydelser, der er beregnet på baggrund af grundlagsrenter, der ikke længere anses som værende forsigtige. Det betyder, at nye opsparere ikke kan få adgang til det kollektive bonuspotentiale, og det er således kun de eksisterende opsparere i gruppen, som skal deles om den kollektive pulje. Det er derfor rimeligt, at disse opsparere kan medtage en del af det kollektive bonuspotentiale ved skift.

Et selskab skal altid beregne alle hensættelser på et bedste skøn over den fremtidige udvikling (dvs. antagelser om levetider, afkast, rente, mm.). Det kollektive bonuspotentiale beregnes således på baggrund af forudsætninger i den fremtidige udvikling – dvs. at opsparerne skal kunne forudsige levetider, renter mm. bedre end pensionssektoren. Dette, sammenholdt med at der skal indregnes et passende risikotillæg fra de akkumulerede værdireguleringer og det kollektive bonuspotentiale, medfører at spekulationsrisikoen begrænses.

Under nedsparing er mange stadig låst til deres pensionsselskab
Når en opsparer går på pension og begynder at modtage udbetalinger fra ordningen (og indbetalingerne er ophørt), er opspareren ikke længere bundet til en bestemt virksomhed eller et bestemt overenskomstområde. Samtidig er interessen for pension normalt større for en popsparer, som allerede er på pension, eller tæt på pensionsalderen, end for enopsparer, som netop er begyndt at spare op. Derfor kan det være lettere at skabe mere konkurrence om pensionsordningerne i nedsparringsperioden.

Der er dog flere forhold, som kan begrænse konkurrencen om de depoter som tilhører nedsparende pensionister.

Alt efter hvilken ordning man er placeret i som erhvervsaktiv, vil man have varierende grad af valgfrihed som pensionist. Kommer man fra en firmaordning, vil man typisk som pensionist overgå til individuelle vilkår i det pågældende pensionsselskab, da man ikke længere er tilknyttet virksomheden, som har tegnet firmaordningen. Her vil man altså frit kunne ændre og/eller flytte sin ratepension eller aldersopsparing til et andet pensionsselskab. Er man derimod i en overenskomstbestemt ordning, vil man fortsætte på kollektive vilkår og dermed ikke kunne flytte sin ratepension eller aldersopsparing.

Under nedsparing kan livrenteprodukter som udgangspunkt ikke flyttes, hverken i kommercielle selskaber eller AMP selskaber. Livrenteprodukter er dermed en særlige udfordring for mobiliteten under nedsparing.

Anbefaling 4.8: Der skabes mere frihed til at flytte ratepension og aldersopsparing efter overgang til pension
Det anbefales, at opsparere, som har sparet op gennem en ordning tegnet gennem et ansættelsesforhold, får mulighed for at flytte sin ratepension og aldersopsparing til et andet pensionsselskab, når opsparerener gået på pension. Når opspareren er gået på pension, er der ikke nødvendigvis på samme måde et tilhørsforhold til overenskomstområdet. Samtidig udløber mange af de tilknyttede forsikringsdækninger, hvilket betyder, at det er lettere at åbne op for muligheden for at flytte ordningen.

Hvis der åbnes op for, at livrenter frit kan flyttes ved overgangen til pension er der risiko for, at opsparere kan spekulere i at flytte pensionsopsparingen til et selskab, hvor medlemmerne har en kortere forventet levetid. Det anbefales, at der nedsættes en arbejdsgruppe som ser på, om det er muligt at åbne op for at livrenter kan flyttes uden at det giver anledning til den form for spekulation.

Det er således vigtigt, at markedet for livrenter fungerer effektivt, idet der er tale om en billig form for indkomstsikring sent i livet, hvor mange pensionister ellers kan stå tilbage med meget lav indkomst. Da livrenter er relativt immobile, anbefales at evalueringsinstituttet (jf. anbefaling 1) i sin benchmarking også fokuserer på prissætningen af disse centrale produkter.

Mange AMP-selskaber kan i princippet ikke optage nye opsparere, som gerne vil flytte deres ordning fra fx et kommercielt selskab under pensionering. Det skyldes, at de fleste AMP-selskaber er tværgående pensionskasser eller arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber, som kun kan optage visse faggrupper og/eller administrere ordninger tegnet gennem overenskomst. Det er således vigtigt at sikre, at der ikke er unødige barrierer for, at både AMP-selskaberne og de kommercielle selskaber kan konkurrere om pensionisternes ratepension og aldersopsparing, jf. også anbefaling 3.3.

Muligheden for at flytte en pensionsordning ved overgangen til pension vil medføre større fokus på lave omkostninger i de selskaber, der i dag administrerer pensionisternes ordninger. Det kan medføre lavere omkostninger uden at mobiliteten nødvendigvis reelt stiger særligt meget. Muligheden for at flytte ordningen skal imidlertid suppleres med forståelig og retvisende information om, hvad der sker med pensionsvilkårene, hvis skiftet fx medfører, at pensionisten overgår til individuelle vilkår. Det er bl.a. effekten på pris og forsikringsdækninger, som er relevant. Det skal i den forbindelse også overvejes, om der skal etableres en mere formel adgang til individuel, uafhængig rådgivning for pensionisterne.

Det anbefales endvidere at nedsætte en arbejdsgruppe som skal se på, om det også skal være muligt, at flytte ratepension og aldersopsparing til et pengeinstitut. Arbejdsgruppen kan derudover overveje, om pengeinstitutter skal have mulighed for at tilbyde et livrente-lignende pensionsprodukt uden forsikringselementet. Det kan i den forbindelse også overvejes, om grænserne for indbetalinger til rate og alderspension skal justeres med henblik på at styrke pengeinstitutternes mulighed for at konkurrere med pensionsselskaberne.

Kollektive midler er med til at begrænse konkurrencen på pensionsmarkedet
I pensionsselskaber tilhører[294] en del af kapitalen typisk en gruppe af opsparere i fællesskab. Det kan bl.a. være kollektivt bonuspotentiale i gennemsnitsrenteprodukter, men også egenkapital i kundeejede selskaber. Den enkelte opsparer har som udgangspunkt ikke ret til at tage en del af de kollektive midler med, hvis opspareren skifter til et andet selskab.

Hvis en opsparer skifter væk fra et selskab, vil der desuden være færre opsparere i det pågældende selskab til at deles om de kollektive midler. Det medfører også, at et selskab, som har høje priser fx pga. ineffektiv drift, ikke vil miste så mange kunder, som det ville have gjort, hvis alle midler var individuelle og kunne medtages ved skift. Kollektive midler kan således være med til at sænke mobiliteten og øge muligheden for at tage en høj pris for kapitalforvaltningen.

[294] Teknisk set ejes disse midler typisk af selskabet, men midlerne er i sidste ende til stede for at komme opsparerne til gavn.

Anbefaling 4.9: Det sikres, at opsparere får en større andel af den kollektive kapital med, hvis depotet flyttes til et andet pensionsselskab
Det anbefales, at opsparere kan få en større del af den kollektive kapital med, hvis depotet flyttes til et andet pensionsselskab. Anbefalingen retter sig både mod det kollektive bonuspotentiale i gennemsnitsrenteprodukter samt egenkapitalen i kundeejede selskaber. Hvis opsparerne kan få en større andel af den kollektive kapital med ved skift, kan det øge det konkurrencetryk, som efterspørgselssiden kan lægge på pensionsselskaberne.

I kundeejede selskaber er det i sidste ende kun opsparerne, som kan dække eventuelle tab, idet der ikke er eksterne investorer, som til gengæld for en forrentning stiller kapital til rådighed for selskabet. Det er således også opsparerne, som i sidste ende påtager sig den risiko, som egenkapitalen i kundeejede selskaber løber. Ved i højere grad at fordele basiskapitalen (egenkapitalen) til de enkelte opsparere i form af individuelle særlige bonushensættelser, kan det øge konkurrencen og samtidig sikre, at den enkelte har større overblik over sin formue. Konverteringen af egenkapital til individuelle særlige bonushensættelser skal rummes inden for den gældende regulering.

Det kan være hensigtsmæssigt for selskaberne fortsat at have en vis egenkapital, som fungerer som en kollektiv buffer, der skal sikre selskabets solvens, også hvis en stor gruppe af opsparere skulle vælge at forlade selskabet inden for kort tid. Flere kundeejede selskaber har solvensdækninger, som langt overstiger 100 pct. med ren egenkapital. Samtidig dækker særlige bonushensættelser tab på linje med egenkapitalen og tæller med i selskabets solvensopgørelse på lige fod med egenkapitalen. Det er dermed vurderingen, at mange selskaber kan nedbringe mængden af egenkapital og til gengæld øge de individuelle særlige bonushensættelser, uden at dette vil svække den finansielle stabilitet.

Gennemsnitsrenteprodukter har traditionelt også haft ydelsesgarantier, mens markedsrenteprodukter ikke har været omfattet af garantier. I de senere år er der dog i flere selskaber, særligt AMP-selskaber, udviklet gennemsnitsrenteprodukter uden garantier eller med betingede garantier el., som kan sættes ned, hvis selskaberne får svært ved at leve op til garantien. Samtidig tilbyder flere selskaber markedsrenteprodukter med reelle garantier, særligt tæt på pensionsalderen. Den centrale forskel på hhv. et gennemsnits- og markedsrenteprodukt er således den løbende udjævning af rentetilskrivningen over tid i gennemsnitsrenteproduktet. Denne udjævning sker via det kollektive bonuspotentiale, som tilhører opsparerne i fællesskab, men som hver opsparer ikke i udgangspunktet har ret til en andel af.

Forbrugeren kan sikres en større del af det kollektive bonuspotentiale ved skift enten ved, at det kollektive bonuspotentiale i højere grad individualiseres, eller ved, at det bliver muligt at medtage en del af det kollektive bonuspotentiale ved skift.

Hvis en del af det kollektive bonuspotentiale individualiseres vil det kunne øge konkurrencen mellem selskaber. Samtidig vil det blive mere synligt for den enkelte opsparer, hvilket afkast selskabet har leveret, og hvilken pris de opkræver. Hvis det kollektive bonuspotentiale individualiseres fuldstændigt, vil der dog reelt ikke længere være tale om et gennemsnitsrenteprodukt, men en form for markedsrenteprodukt.

Formålet med anbefalingen er ikke, at det ikke længere skal være muligt at tilbyde gennemsnitsrenteprodukter til opsparerne, men alene, at opsparerne ved skifte får en større del af den kollektive kapital med.

Hvis det bliver muligt at medtage en større del af det kollektive bonuspotentiale skal det overvejes, hvordan det undgås, at opsparere kan spekulere i at skifte ind i et selskab alene for at få del i den kollektive kapital i selskabet. Det kan fx sikres ved, at opsparerne ved indtrædelse i ordninger med kollektiv kapital skal betale en passende pris for at træde ind.

10.6 Retvisende og rettidig information

Det er vigtigt, at alle informationer om pensionsselskaber og deres produkter m.v. er så retvisende som muligt, og at de samtidig præsenteres på den rigtige måde og på de rigtige tidspunkter. Det gør det nemmere at navigere for beslutningstagerne, dvs. arbejdsmarkedets parter og virksomhederne og for den enkelte opsparer.

For en række aktivklasser – særligt såkaldte alternative investeringer som fx unoterede aktier eller infrastrukturinvesteringer – er det muligt for pensionsselskaberne at bruge standardsatser for investeringsomkostningerne i opgørelsen af deres priser over for opsparerne (dvs. i ÅOK og ÅOP). Standardsatserne gør det sværere at sammenligne investeringsomkostningerne i forskellige selskaber.

Det kan mindske det konkurrencemæssige pres for lave investeringsomkostninger i branchen, idet lavere reelle investeringsomkostninger ikke vil afspejle sig i, at der bliver oplyst lavere investeringsomkostninger over for opspareren.

Anvendelsen af standardsatser kan også give (kommercielle) pensionsselskaber incitament til at forøge gebyrerne til kapitalforvalterne på disse typer af aktiver for til gengæld at få en større kickback. Selskaberne kan derigennem skabe indtjening, som ikke vil afspejle sig i højere oplyste investeringsomkostninger over for opsparerne. Denne indtjening for selskabet medfører i stedet et lavere realiseret nettoafkast for opspareren.

Når pensionsselskaber skal lave pensionsprognoser for opsparerne i selskabet, fx i indberetningen til PensionsInfo, skal de bruge standardiserede afkasttal og standardiserede investeringsomkostninger.

Det vil dog samtidig være nyttigt for forbrugeren at få vist pensionsprognoser på PensionsInfo på baggrund af de faktiske investeringsomkostninger, da det vil synliggøre den mulige betydning af priserne på kapitalforvaltning i prognoserne. Dette vil især gøre sig gældende, da der ikke er indikationer på, at nogle pensionsselskaber på forhånd kan forventes at være i stand til at levere et højere bruttoafkast end andre, jf. afsnit 4.3. Derudover går en stor del af opsparernes betalte investeringsomkostninger til indtjening i de kommercielle selskaber. Således var over halvdelen af opsparernes betalte investeringsomkostninger i kommercielle selskaber for markedsrenteprodukter i 2017 indtjening til selskabet og ikke reelle investeringsomkostninger, jf. figur 3.18. Denne indtjening, som lægges oven i de reelle investeringsomkostninger, kan ikke umiddelbart forventes at afspejle sig i et højere bruttoafkast.

Endelig indgår indirekte handelsomkostninger som udgangspunkt ikke i opgørelsen af investeringsomkostningerne. Fra 1. januar 2019 skal selskaberne dog opgøre indirekte handelsomkostninger, hvis disse, direkte eller indirekte, kan medføre en indtjening for selskabet eller selskabets koncern, eller hvis de indirekte handelsomkostninger står i stedet for en direkte omkostning, som skal opgøres. Der gælder dog at alle indirekte handelsomkostninger opgøres for fx danske investeringsforeninger og britiske pensionsselskaber. Det kan derfor overvejes, om lignende tiltag med fordel kan indføres for danske pensionsselskaber.

Anbefaling 5.1: Branchen arbejder for at afskaffe muligheden for at bruge standardsatser for visse aktivklasser i beregningen af ÅOP og ÅOK
Det anbefales, at branchen fortsætter indsatsen med at reducere anvendelsen af standardsatser i opgørelsen af investeringsomkostninger for visse aktivklasser. Det vil øge gennemsigtigheden og mindske incitamentet til at flytte en del af prisen over på forvaltnings/investeringssiden.

I dag, hvor selskaberne for mange aktivklasser kan bruge standardsatser, får opsparerne ikke oplyst, hvad den reelle pris for forvaltning af deres opsparing er. Ud over at dette mindsker

gennemsigtigheden på markedet, kan det også være med til at bidrage til den skæve prissætning af hhv. forsikring og kapitalforvaltning i de kommercielle selskaber.

I dag får man således som opsparer det indtryk, at vilkårene vil forbedres, hvis de kommercielle selskaber sænker prisen på forsikringsdækninger og samtidig hæver prisen tilsvarende for kapitalforvaltning for aktivklasser, hvor selskabet kan benytte standardsatser. Med de informationer, opspareren får, vil denne manøvre således vise sig som et fald i forsikringspræmierne, mens stigningen i investeringsomkostningerne ikke vil fremgå, da opspareren her får oplyst standardsatsen.[295]

For visse aktivklasser kan det - måske særligt for udenlandske kapitalforvaltere – være svært at indsamle retvisende og sammenlignelige investeringsomkostninger. Standardsatserne kan dog være en betydelig hindring for effektiv konkurrence, og branchen opfordres derfor til så vidt muligt at fjerne adgangen til at anvende standardsatser i opgørelsen af investeringsomkostningerne. I nogle tilfælde kan der potentielt være betydelige engangsomkostninger fx i forbindelse med nye investeringer. Det kan således overvejes, om der i omkostningsopgørelsen i nogle tilfælde skal være mulighed for at fordele ekstraordinære omkostninger over en relevant årrække.

Anbefaling 5.2: Det gøres muligt for opspareren at se prognoseberegninger baseret på både standardiserede og faktiske investeringsomkostninger
Det anbefales, at selskaberne i deres prognoseberegninger som default bruger de standardiserede priser på kapitalforvaltning/investering. Det svarer til de principper, som anvendes i dag.

Det er imidlertid et selvstændigt hensyn at synliggøre den mulige betydning af priserne på kapitalforvaltning i prognoserne. Derfor anbefales det, at det også bliver muligt at se et prognoseforløb, hvor der anvendes faktiske priser for kapitalforvaltning/investering, som betales af opsparere i selskabet i stedet for de standardiserede investeringsomkostninger.

På den måde kan opspareren få et indtryk af, hvilken betydning det har, hvis investeringsomkostningerne ligger over standardforudsætningerne for investeringsomkostninger. Der kan, i tilknytning til selve pensionsprognosen, angives en tekst, som forklarer, at det i beregningen er lagt til grund, at en evt. mer-/mindre pris på kapitalforvaltning ift. standardomkostningerne ikke medfører et mer-/mindre afkast i denne beregning.

Dette forslag skal ses i sammenhæng med, at opsparernes samlede betaling for investering/forvaltning som nævnt udgør en relativt stor del af den samlede pris på pensionsproduktet og langt overstiger de opgjorte investeringsomkostninger i de kommercielle selskaber. Konkret er prisen på forvaltning således omtrent dobbelt så høj som omkostningerne. Det peger på, at der er en væsentlig overnormal indtjening på denne del af forretningen.

Hvis selskaber, som har højere investeringsomkostninger også har tilsvarende højere bruttoafkast, vil det i realiteten være mere retvisende at bruge standardiserede investeringsomkostninger. Det er imidlertid næppe sandsynligt, bl.a. fordi en stor del af den betalte pris som nævnt efter alt at dømme er indtjening i selskabet. Der er således ikke grundlag for at forvente, at den del af prisen, som har karakter af overnormal forrentning, skulle modsvares af en bedre forvaltning og derigennem et tilsvarende større realiseret bruttoafkast til opspareren. Hertil kommer, at det også er tvivlsomt, om relativt høje omkostninger til kapitalforvaltning i

[295] Det vil i stedet komme til udtryk gennem et lavere nettoafkast, men da dette er meget svingende over tid, vil det være meget svært at gennemskue, særligt inden for en kortere tidsperiode.

selve selskabet i sig selv kan forventes at medføre et tilsvarende større bruttoafkast, jf. kapitel 4.

Anbefaling 5.3: Der udarbejdes supplerende personlige nøgletal til anskueliggørelse af omkostninger
Det anbefales, at der udarbejdes supplerende personlige nøgletal som kan anskueliggøre konsekvenserne af høje omkostninger. De supplerende nøgletal skal anvendes, hvor det er relevant som forbrugeroplysning, fx på PensionsInfo og evt. på opsparerens brugerside på pensionsselskabets hjemmeside. Derudover kan det med fordel overvejes, om de nye nøgletal også kan bruges for pengeinstitutternes opsparingsprodukter.

De supplerende nøgletal kan være dem, som en arbejdsgruppe under Penge- og Pensionspanelet foreslog i en rapport fra januar 2016. Arbejdsgruppen foreslog således to nøgletal, som viser et skøn for effekten af investeringsomkostningerne på hhv. det livslange forbrug og tilbagetrækningsalderen:

1. Hvor meget reducerer omkostninger i gennemsnit det private forbrug for den pågældende opsparer gennem hele livet.
2. Hvor mange år skal man isoleret set udsætte tilbagetrækningen på grund af de omkostninger, som man betaler til selskabet.

Idéen bag nøgletallene er at vise mere konkret, hvilken betydning omkostningerne har for opspareren. Beregningen af nøgletallene vil tage udgangspunkt i den enkelte opspareres ÅOP, men ikke inddrage personlige karakteristika som alder, tilbagetrækningsalder m.m. Således vil nøgletallet i stedet tage udgangspunkt i et standardiseret livsforløb, således at alle med et givet ÅOP får oplyst, hvad denne ÅOP fx vil betyde for tilbagetrækningsalderen.

Disse personlige nøgletal kan øge forståelsen for, at det er vigtigt at sikre effektiv drift og lave omkostninger – og at der kan være stor fordel for opsparerne ved at søge den leverandør, som er mest effektiv.

Der er i forvejen mange nyttige informationer på PensionsInfo, som er præsenteret på en overskuelig måde. Det er derfor også vigtigt, at de supplerende nøgletal præsenteres på en måde, som sikrer at opsparerne føler sig bedre oplyst. Det kan evt. håndteres ved at give mulighed for, ved et enkelt tryk, at tilvælge de alternative, men mere oplysende, omkostningsmål.

PensionsInfo giver et overblik over den enkeltes pensionsforhold
PensionsInfo er den primære informationskilde for opsparere, som gerne vil have et umiddelbart overblik over deres pensionsordninger. Det gælder både de aktive ordninger, der indbetales til, og hvilende ordninger. PensionsInfo giver også et overblik over de udbetalinger man kan forvente, når man går på pension. Her er det muligt at se, hvor meget man får udbetalt ved forskellige tilbagetrækningsaldre. PensionsInfo er således en oplagt platform til at samle væsentlige oplysninger om den enkelte opspares pension.

På PensionsInfo kan man også se, hvad der udbetales og til hvem både ved død og sygdom. Desuden er der et overblik over de forsikringer, der er knyttet til pensionsordningerne, fx en ulykkesforsikring og/eller en sundhedsaftale.[296] Det er sandsynligt, at ganske mange personer enten er over- (og evt. dobbelt-) forsikrede eller underforsikrede. Det kan fx afspejle, at de

[296] https://www.pensionsinfo.dk/Borgerservice/footer/omPensionsInfo.html

ikke er opmærksomme på, om der er "overlap" mellem deres privattegnede forsikringer og de forsikringer, der er tilknyttet pensionsordningen.

Det er ikke muligt på PensionsInfo at se nogle konkrete tal, som belyser pensionsselskabers performance. Dette kan den enkelte opsparer finde på sin personlige brugerside hos pensionsselskabet. Det gør det vanskeligt for den enkelte opsparer at få et overblik over performance, og i særdeleshed at sammenligne hvordan det valgte pensionsselskab(er) klarer sig i forhold til andre selskaber.

Anbefaling 5.4: PensionsInfo udbygges med mere fokus på selskabernes performance
Det anbefales, at PensionsInfo udbygges, så det bliver lettere for den enkelte opsparer at få information, som kan indikere, om det pensionsselskab, der administrerer opsparerens pension, performer godt.

Udbygningen af PensionsInfo indebærer, at opspareren skal kunne se personlige nøgletal for pensionsselskabets performance. Det kan fx omfatte omkostninger, afkast, risiko og produktvilkår. Sigtet er, at opspareren hurtigt kan skabe sig et overblik over, hvad prisen er på deres egen pensionsordning og hvad en lignende ordning koster hos andre selskaber på markedet. Det er i den forbindelse et vigtigt hensyn at fastholde, at PensionsInfo skal være enkelt og tilgængeligt. Det anerkendes at det kan sætte grænser for, hvor langt man kan gå.

Det anbefales også, at det bliver muligt for opspareren at se personlige nøgletal for evt. hvilende ordninger. Det kan styrke opsparerens mulighed for at vurdere, om den hvilende ordning bør flyttes. Endelig kan det overvejes, om PensionsInfo kan udvikles, så det bliver muligt - med få klik – at igangsætte en flytning af den hvilende ordning til et andet selskab, hvis opspareren ønsker det. Det er i denne forbindelse vigtigt, at pensionsselskaberne får tid til at give opspareren relevant rådgivning.

I dag skal den enkelte pensionsopsparer først skaffe de nødvendige oplysninger om fx policenummer for de pågældende ordninger, der skal flyttes. Dernæst skal man udfylde formularer, der skal scannes og sendes til det modtagne selskab, før ordningen må overføres. Sigtet med anbefalingen er at reducere den administrative byrde ved at flytte en hvilende ordning. Det vil indebære, at opspareren bliver mere aktiv og i højere grad vil reagere på evt. prisforskelle i markedet.

Kapitel 11
Litteraturliste

11.1 Rapporter

AMF (2016). Flyttrapport - Hur sker flyttar inom kollektivavtalad tjänstepension? https://www.amf.se/pressrum/rapporter--fakta/

Anderson K.M. (2015). Occupational Pensions in Sweden. Friedrich Ebert Stiftung.

Australian Centre for Financial Studies/Mercer (2018). Melbourne Mercer Global Pension Index 2018.

Barr N. (2013). The Pension System in Sweden. Report to the Expert Group on Public Economics 2013:7. Ministry of Finance (Sweden).

Bechmann K.L. & Nielsen M.S. (2015) Aktive og passive danske investeringsforeninger. Rapport udarbejdet for BankInvest.

DØRs (2005). Estimation af lønpræmier. Baggrundsnotat vedr. Dansk Økonomi, efterår 2005, kapitel II.

Erhvervs og vækstministeriet (2015). MiFID II og investeringsforeningers betaling af formidlingsprovision: Rapport fra arbejdsgruppen om honorarmodeller. https://em.dk/media/9341/15-12-07-rapport-fra-arbejdsgruppen-om-honrarmodeller.pdf

Finansministeriet (2017). Det danske pensionssystem nu og i fremtiden.

Finanstilsynet (2018) Forsikringsselskabernes mulighed for at honorere forsikringsmægleren via egenkapitalen. https://finanstilsynet.dk/Tilsyn/Tilsynsreaktioner/Afgoerelser/Afgoerelser-2018/Honorering-forsikringsmaglere.

Finanstilsynet (2018). Undersøgelse af Livsforsikringsselskaber: Praksis ved formidling af betaling mellem kunde og forsikringsmægler fra selskabers egenkapital. https://www.finanstilsynet.dk/~/media/Tal-og-fakta/2018/Rapport-Undersgelse-af-livsforsikringsselskabernes-mglerhonorering-pdf.pdf?la=da

Finanstilsynet (2018). Vejledning om alternative investeringer og gode investeringsprocesser i lyset af prudent person-princippet. VEJ nr. 9516 af 27/06/2018.

Finanstilsynet (2018). Temaundersøgelse om provisionsforbuddets konsekvenser.

Finanstilsynet (2018). Markedsudviklingen i 2017 for investeringsfonde.

Finanstilsynet (2018). Undersøgelse af livsforsikringsselskaber: Praksis ved formidling af betaling mellem kunde og forsikringsmægler fra selskabers egenkapital.

Finanstilsynet (2017): Aftale om styrket ÅOP for investeringsfonde. 22 dec. 2017, https://www.finanstilsynet.dk/Nyheder-og-Presse/Sektornyt/2017/Styrket-aaop-221217

Finanstilsynet (2017). Markedsudvikling 2016 – Livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser.

Finanstilsynet (2017). Pension når garantien forsvinder. Hvad er implikationerne for produktegenskaber og forbrugerbeskyttelse?

Finanstilsynet (2014). Vejledning om krav i den finansielle lovgivning til direktørers og bestyrelsesmedlemmers egnethed og hæderlighed (fit og proper). https://www.finanstilsynet.dk/~/media/Indberetning/2014/Vejledninger/Fit-and-Proper-vejledning_291014.pdf?la=da og https://www.finanstilsynet.dk/~/media/Temaer/2015/Governance/Fit-proper-skema-290415.pdf?la=da.

Finanstilsynet (2012). Vejledning til evaluering af bestyrelsens viden og erfaring i livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser. https://www.finanstilsynet.dk/~/media/Nyhedscenter/2012/Livsforsikringsselskaber_kravNY.pdf?la=da.

Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2017). Konkurrencen på realkreditmarkedet. https://www.kfst.dk/media/47146/konkurrencen-paa-realkreditmarkedet.pdf

Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2016). Typologi for adfærdsbaserede markedsfejl. https://www.kfst.dk/media/50986/typologi-for-adfaerdsbaserede-markedsfejl-final.pdf

Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2015). Forbrugeradfærd på 13 markeder. https://www.kfst.dk/media/2759/20150704-forbrugeradfaerd-paa-13-markeder.pdf

Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2011). Konkurrencefremmende forbrugeradfærd. http://dokumenter.forbrug.dk/konkurrencefremmende_forbrugeradf%C3%A6rd_2011/978-87-7408-725-0.pdf

Konkurrencestyrelsen (2009). Konkurrenceredegørelse 2009. https://www.kfst.dk/analyser/kfst/publikationer/dansk/2009/20090616-konkurrenceredegoerelse-2009/

Konkurrencestyrelsen (2008). Administration af pensioner. Kapitel 4 i "Konkurrenceredegørelse 2008". https://www.kfst.dk/media/3034/konkurrenceredegoerelse-2008-16062008-analyse.pdf

Konkurrensverket (2016). Flyttavgifter på livförsäkringsmarknaden.

Lønkommissionen (2010). Aktuarmæssig vurdering af værdien af tjenestemandspensionen for udvalgte personalegrupper.

OECD (2017). Common ownership by institutional investors and its impact on competition - Background Note by the Secretariat. 5-6 december 2017. https://one.oecd.org/document/DAF/COMP(2017)10/en/pdf

Regeringskansliet (2016). Det svenska ålderspensionssystemet - Så fungerar inkomstpensionen, premiepensionen och garantipensionen.

Swedish Pensions Agency (2016). Orange Report – Annual Report of the Swedish Pension System 2015.

Standard and Poor's (2018). Does past performance matter? The persistence scorecard. S&P Dow Jones Indices, S&P Global.

Økonomi- og Erhvervsministeriet (2003). Større valgfrihed i pensionsopsparingen.

11.2 Artikler

Azar J., Raina S. og Schmalz M. (2019). Ultimate ownership and bank competition. https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2710252.

Azar J., Schmalz M. og Tecu I. (2018). Anti-competitive effects of common ownership. The Journal of Finance, vol. 73 (4), s. 1513-1565.

Barras L., Scaillet O. og Wermers R. (2010). False discoveries in mutual fund performance: Measuring luck in estimated alphas. Journal of Finance, vol. 65 (1), s. 179-216.

Bateman H. og Mitchell O.S. (2004). New evidence on pension plan design and administrative expenses: The Australian experience. Journal of Pension Economics and Finance, vol. 3, s. 63-67.

Bauer R., Frehen R., Lum H. og Otten R. (2007). The performance of US pension funds. New insight into the agency costs debate. International Centre for Pension Management.

Bechmann K. og Pedersen L.H. (2017). Aktiv kontra passiv forvaltning. Finans/Invest, No 3, 06, 2017, s. 2-4.

Benjamini Y. og Hochberg Y. (1995). Controlling the false discovery rate: A practical and powerful approach to multiple testing. Royal Statistical Society, vol. 57, s. 289-300.

Bikker J.A. og de Dreu J. (2009). Operating costs of pension funds: the impact of scale, governance, and plan design. Journal of Pension Economics and Finance, vol. 8 (1) s. 63-89.

Bingley P., Datta Gupta N. og Pedersen P.J. (2004). The effects of pension program incentives on retirement behavior in Denmark. i Gruber J. og Wise D. (red). Social security programs and retirement around the World: Microestimation. University of Chicago Press, 2004, s. 153-234.

Broeders D., van Oord A., og Rijsbergen D.R. (2016). Journal of International Money and Finance, vol. 67 (C) s. 147-171.

Busse J.A., Goyal A. and Wahal S. (2010). Performance and Persistence in Institutional Investment Management. The Journal of Finance, vol. 65 (2), s. 765-790.

Carhart M.M. (1997), On Persistence in Mutual Fund Performance. The Journal of Finance, vol. 52 (1), s. 57-82.

Christensen M. (2012). Performance af danske investeringsforeninger – Nye resultater. Finans/Invest 3/12 s. 20-24.

Cremers M. og Petajisto, A. (2009). How active is your fund manager? A new measure that predicts performance. The Review of Financial Studies, vol. 22 (9), s. 3329-3365.

Cronqvist H. og Thaler R.H. (2004). Design Choices in Privatized Social-Security Systems: Learning from the Swedish Experience. The American Economic Review, vol. 94 (2), s. 424-428.

Cronquis H. (2006). Advertising and portfolio choice, Working Paper, Ohio State University.

Cuthbertson K., Nitzsche D. og O'Sullivan, N. (2010). Mutual fund performance: Measurement and evidence? Financial markets, institutions and instruments, vol. 19 (2), s. 95-187.

Elhauge E. (2018). New evidence, proofs, and legal theories on horizontal shareholding. https://ssrn.com/abstract=3096812

Elhauge E. (2016). Horizontal Shareholding. Harvard Law Review vol. 129 (5), 1267-1317.

Engsted T., Larsen B.G. og Møller M. (2011). Anbefalinger om aktieinvesteringer. Penge- og pensionspanelet. https://www.raadtilpenge.dk/~/media/PPP/Konference-2011/Anbefalinger-om-aktieinvesteringer.pdf?la=da

Fadlon I., Laird J. og Nielsen T.H. (2016). Do employer pension contributions reflect employee preferences? Evidence from retirement savings reform in Denmark. American Economics Journal: Applied Economics, vol. 8 (3), s. 196-216.

Fama E.F. og French K.R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. The Journal of Finance, vol. 47 (2), s. 427-456.

Fama E.F. og French K.R. (2010). Luck versus Skill in the cross-section of mutual fund returns. Journal of Finance, vol. 65 (5), s. 1915-1947.

Fama E.F. og French K.R. (2015). A five-factor asset pricing model. Journal of Financial Economics. vol. 116, s. 1-22.

Fernandez P., Perchin V. og Acin I.F. (2018). Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 countries in 2018: A survey. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3358901

Ferri R. (2014). A case for index fund portfolios. Journal of indexes. https://www.etf.com/publications/journalofindexes/joi-articles/20756-a-case-for-index-fund-portfolios.html?nopaging=1

Hastings J., Hortacsu A. og Syverson, C. (2017). Sales Force and Competition in Financial Product Markets: The Case of Mexico's Social Security Privatization. Econometrica, vol. 85 (6), s. 1723-1761.

Gerakos J.J., Linnainmaa J.T. og Morse A. (2018). Asset managers: Institutional performance and smart betas. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2733147

Huang X. og Mashieu R.J. (2012). Performance persistence of Dutch pension funds. De Economist, vol. 160, s. 17-34.

James E., Smalhout J. og Vittas D. (2001). Administrative costs and the organization of individual retirement account systems: A comparative perspective. Policy Research working paper, no. WPS 2554. Washington, DC: World Bank. http://documents.worldbank.org/curated/en/283231468765321150/Administrative-costs-and-the-organization-of-individual-retirement-account-systems-a-comparative-perspective.

Jensen N., Nielsen P. og Nielsen J. (2014). Performanceevaluering af danske investeringsforeninger – ny metode til justering for held/uheld. Finans/Invest, 06/14, s. 7-12.

Kennel R. (2010). How Expense Ratios and Star Ratings Predict Success. Morningstar 09-08-2010. https://www.morningstar.com/articles/347327/how-expense-ratios-and-star-ratings-predict-succes.html

Kosowski R., Timmermann A., Wermers R. og White H. (2006). Can Mutual Fund Stars Really Pick Stocks? New evidence from a bootstrap analysis. Journal of Finance, vol. 61 (6), s. 2551-2595.

Latzko D.A. (1999). Economics of scale in mutual fund administration. Journal of Financial Research, vol. 2 (3) s. 331-333.

Newham M., Seldeslachts J. og Bana-Estanol A. (2018). Common Ownership and market entry: Evidence from the pharmaceutical industry. German Institute of Economic Research, Discussion paper 1738

Pedersen L.H. (2018). Sharpening the Arithmetic of Active Management. Financial Analyst Journal, vol. 74 (1), s. 21-36.

Petajisto A. (2013). Active share and mutual fund performance, Financial Analysts Journal, vol. 69 (4), s. 73-93.

Samuelson W. og Zeckhauser R. (1988). Status quo bias in decision making. Journal of Risk and Uncertainty (1), s. 7-59.

Shaffer S. (1998). Functional forms and declining average costs. Journal of Financial Services Research, vol. 14 (2) s. 91-115.

Sharpe, W.F. (1991). The Arithmetic of Active Management. Financial Analyst Journal, vol. 47 (1), s. 7-9.

Sharpe, W.F. (1964). Capital Asset Prices - A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. The Journal of Finance, vol. 19 (3) s. 425-442.

Sheng J., Simutin M. og Zhang T (2019). Cheaper is not better: On the superior performance of high-fee mutual funds. Rotman School of Management Working Paper No. 2912511. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2912511 Solative (2018). Index turnover costs - the hidden costs of transparency.

Storey J.D. (2002). A direct approach to False Discovery Rates, Journal of the Royal Statistical Society, vol. 64 (3), s. 479-498.

Tonks I. (2005). Performance persistence of pension-fund managers. The Journal of Business, vol. 78 (5), s. 1917-1942

Tuesta D.A. (2014). Factors behind the administrative fees of private pension systems: An international analysis. Journal of Pension Economics and Finance, vol. 13 (1), s. 88-111.

Van Dalen H.P. og Henkens K. (2017). Do People Really Want Freedom of Choice? Assessing Preferences of Pension Fund Participants. Social Policy Administration, vol. 52 (7), s.1379-1395.

Wermers R. (2000). Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expenses. The Journal of Finance, vol. 55 (4), s. 1655-1695.

11.3 Hjemmesider

Pensionforalle.dk (2018) Aldersopsparing – nye regler. https://www.pensionforalle.dk/pensionsopsparing-kom-godt-fra-start/aldersopsparing-nye-regler

Kapitel 12
Bilag

Bilag 1: Internationale erfaringer

Sverige
Det svenske pensionssystem er blevet kraftigt reformeret op igennem 90'erne og til dels i 00'erne. Dette er primært sket for at sikre pensionssystemets holdbarhed overfor demografiske skift, men også for at skabe større sammenhæng mellem indbetalinger og udbetalinger for det enkelte individ og den enkelte generation.[297] Pensionsreformerne er foretaget som brede politiske forlig for at skabe stabilitet omkring aftalerne.[298] Desuden har Sverige historisk haft en større grad af individuel valgfrihed i pensionsordningerne end Danmark. Det gælder både mulighederne for at flytte arbejdsmarkedspension og i forhold til at bestemme, hvordan opsparingen skal investeres.

Offentlige pensioner
Det nuværende offentlige pensionssystem blev vedtaget i 1994 og afløste ATP-systemet, som dog stadig bruges til pensionsberegning for personer født før 1938.[299] Den offentlige del af pensionssystemet i Sverige består af tre dele:

1. Indkomstpensionen
2. Præmiepensionen
3. Garantipensionen

Indkomstpensionen og præmiepensionen udgør til sammen den offentlige indkomstbaserede pension. Disse er individuelle og finansieres ved en tvungen afgift på 18,5 pct. af bruttolønnen (lønmodtager og arbejdsgiver deler teknisk set indbetalingen). Der er et indbetalingsloft (461.250 SEK i 2017[300]). Alle indbetalinger over dette loft går ikke til lønmodtagerens konto, men direkte til staten. Budgettet for denne del af pensionssystemet opgøres uafhængigt af statsbudgettet for at sikre systemets bæredygtighed.

Indkomstpensionen
Indkomstpensionen opgøres på individuelle konti, hvortil 16 pct. af den pensionsgivende løn indbetales.[301] De individuelle bidrag registreres som indskud på en fiktiv konto og hvert år tilskrives renter til kontoen, som reflekterer den generelle lønudvikling i Sverige. Udbetalingen af pensionen sker som livrenteudbetaling.

[297] Regeringskansliet (2016). Det svenska ålderspensionssystemet, side 7-8.
[298] Regeringskansliet (2016). Det svenska ålderspensionssystemet, side 8.
[299] Barr (2013). The pension system in Sweden, side 28.
[300] Regeringskansliet (2016). Det svenska ålderspensionssystemet, side 12.
[301] Regeringskansliet (2016). Det svenska ålderspensionssystemet, side 10.

Præmiepensionen
Hver lønmodtager indbetaler 2,5 pct. af sin løn til præmiepensionen, som ligeledes opgøres på individuelle konti. Man bestemmer selv allokeringen af sin præmiepension blandt en række statsgodkendte fonde. Hvis man ikke foretager et aktivt valg, bliver bidragene placeret i en "default" fond. Rentetilskrivningen afhænger af afkastet som de enkelte fonde giver, og systemet er fuldt finansieret. Udbetalingen af præmiepensionen foregår som livrente. Alle indbetalinger til præmiepensionen administreres centralt og sendes herfra til de valgte fonde.

Ved indførelsen af præmiepensionen i 2000 blev alle opsparere opfordret til aktivt at vælge en fond, bl.a. via reklamekampagner. Dette resulterede i, at omkring 2/3 valgte at placere deres opsparing i andre fonde end default-fonden.[302] De aktivt valgte fonde havde dog både betydeligt højere omkostninger i gennemsnit og leverede også (i de efterfølgende 3 år) lavere gennemsnitligt afkast. Efter oprettelsen stoppede man med at opfordre folk til aktivt at vælge, hvilket medvirkede til langt færre aktive valg. Fx valgte kun 8,4 pct. en anden fond end default-fonden i april 2003.[303]

En analyse af fondenes reklame fra 2006 [304] viste , at langt de fleste reklamer ikke inkluderede performance-indikatorer fx omkostninger og afkast. Ikke desto mindre viste analysen tegn på, at reklamerne var effektive i forhold til at tiltrække kunder. Således var der en sammenhæng mellem reklameomkostninger og tiltrækning af pensionsordninger (målt i værdi) på 0,544.[305] Fonde med store reklameomkostninger klarede sig i gennemsnit dårligere med både lavere afkast og højere samlede omkostninger end fonde med lave reklameomkostninger.

Garantipensionen
Garantipensionen skal sikre, at ingen får en pensionsudbetaling under et bestemt minimumsbeløb (95.424 SEK for ugifte og 85.120 SEK for gifte i 2017). Hvis den personlige pensionsudbetaling falder under dette minimumsbeløb, supplerer garantipensionen mindst op til minimumsbeløbet. Hvis den personlige pensionsopsparing når en vis grænse (56.448 SEK for ugifte og 51.072 SEK for gifte i 2017), supplerer garantipensionen til et beløb over minimumsbeløbet og modregnes med 48 pct. af den personlige pension over grænsen.[306]

Overenskomstbestemte arbejdsmarkedspensioner
Der er fire store overenskomstbestemte arbejdsmarkedspensionssystemer, som samlet dækker omkring 90 pct. af lønmodtagere i Sverige.[307] Som i Danmark er det obligatorisk at deltage i pensionssystemet, hvis man er ansat under en given overenskomst. De fire store aftaler dækker samtlige overenskomster inden for det pågældende hovedområde, herunder:

1. ITP (Industrins och handelns tilläggspension) som dækker kontoransatte og akademikere i den private sektor
2. SAF-LO som dækker faglærte og ufaglærte arbejdere i den private sektor
3. KAP-KL som dækker kommunalt eller landstingsansatte (AKAP-KL for personer født efter 1986)

[302] Cronqvist og Thaler (2004). Design Choices in Privatized Social-Security Systems: Learning from the Swedish Experience.
[303] Cronqvist og Thaler (2004). Design Choices in Privatized Social-Security Systems: Learning from the Swedish Experience.
[304] Cronqvist (2006). Advertising and Portfolio Choice
[305] Cronqvist (2006). Advertising and Portfolio Choice, side 10.
[306] Regeringskansliet (2016). Det svenska ålderspensionssystemet - Så fungerar inkomstpensionen, premiepensionen och garantipensionen.
[307] Konkurrensverket (2016). Flyttavgifter på livförsäkringsmarknaden, side 22-23.

4. PA 16 som dækker statsligt ansatte[308]

Arbejdsgiveren betaler 4,5 pct. af lønnen til lønmodtagerens pensionsopsparing op til indbetalingsloftet (461.250 SEK i 2017[309]), og omkring 30 pct. af indkomsten over indbetalingsloftet(se oversigten nedenfor for flere detaljer). Det betyder, at arbejdsmarkedspensionen fungerer som et supplement til den offentlige pension op til indbetalingsloftet, mens den udgør hele pensionsbidraget for den del af lønnen, som ligger over loftet.

Derved bliver arbejdsmarkedspensionen meget betydningsfuld for lønmodtagere med en høj indkomst, mens den er et forholdsvis mindre supplement til pensionen for lønmodtagere med en lavere indkomst. Omkring 15 pct. af svenskerne tjener over indbetalingsloftet.[310]

I 2016 udgjorde de obligatoriske arbejdsmarkedspensioner 48 pct. af de samlede pensionsopsparinger til sammenligning med den offentlige indkomstbaserede pension, som udgjorde 43 pct. Dog blev kun 35 pct. af indbetalingerne indbetalt til arbejdsmarkedspensionerne, mens hele 61 pct. blev indbetalt til den offentlige indkomstbaserede pension.[311]

Figur 12.1 **Oversigt over svenske pensionssystemer**

Occupational pension scheme	Contributions (paid by employers)		Eligibility	DB/DC	Additional Benefits	Pay-out period
	up to statutory ceiling	above statutory ceiling				
PA03 State employees	DB for those born before 1973 DC (4.5%) for those born 1973 or later	DB: Funds are set aside in the budget when pensions are earned.	Age 23–65	DB benefits based on salary, length of service and age DC benefits: 2 percentage points guaranteed annuity and 2.5 percentage points choice between guaranteed and variable annuity	DC scheme includes optional survivor's cover *(återbetalningsskydd)* and salary sacrifice for higher benefits	44% of the DC pension can be taken for a defined pay-out period (minimum of 5 years)
KAP-KL Public employees (county councils and municipalities) born before 1986	DC: 4.5%	DB: Funds are set aside in the budget when pensions are earned.	Age 21–67 for DC scheme Age 28–65 for DB scheme	DB benefits based on salary, length of service and age DC: choice between guaranteed and variable annuity (with investment choice) and pension provider	DC scheme includes optional survivor's cover *(återbetalningsskydd)*	The DC pension can be taken for a defined pay-out period with a minimum of 5 years
AKAP-KL Public employees (county councils and municipalities) born after 1985	4.5%	30% of income between ceiling and SEK 1,743,000 (€184,862)	no minimum age–67	Choice between guaranteed and variable annuity (with investment choice) and pension provider	Optional survivor's cover *(återbetalningsskydd)*	Choice between lifelong pension or defined pay-out period of 5–20 years (minimum 5 years)
ITP White-collar workers (private sector)	4.5%	30%	Age 25–65	DB: ITP2 for those born before 1979. There is also a DC part (ITPK) DC: ITP1 for those born 1979 or later. Half of the contribution finances a guaranteed annuity and half is a choice between guaranteed annuity and mutual funds	Optional survivor's cover *(återbetalningsskydd)*	Choice between lifelong pension or defined pay-out period of 5–20 years (minimum 5 years)
SAF-LO Blue-collar workers in private sector	4.5%	30%	Age 25–65	Choice between guaranteed and variable annuity (with investment choice) and pension provider	DC scheme includes optional survivor's cover *(återbetalningsskydd)* and survivor benefits *(familjskydd)*	Choice between lifelong pension or defined pay-out period of 5–20 years (minimum 5 years)

Kilde: Karen M. Anderson: "Occupational Pensions in Sweden" dec. 2015, side 7

Alle de fire store aftaler giver mulighed for, at opsparere kan flytte hele eller en del af sin pensionsopsparing imellem en række pensionsselskaber og typer af opsparing. Aftalerne er forhandlet på plads mellem fagforeninger, arbejdsgivere og pensionsselskaber. Opsparere kan frit flytte opsparingen mellem de pensionsselskaber, som fagforeningerne har en aftale med.

[308] Anderson (2015). Occupational Pensions in Sweden.

[309] Regeringskansliet: "Det svenska ålderspensionssystemet", dec 2016, side 12.

[310] Regeringskansliet: "Det svenska ålderspensionssystemet", dec 2016, side 12.

[311] Pensionsmyndigheten: "Orange Report 2015", 2016, side 2.

Det er op til de enkelte fagforeninger at vælge, hvilke pensionsselskaber de indgår aftale med. På samme måde kan pensionsselskaberne vælge at have aftale med flere fagforeninger. Opsparerne kan vælge mellem de udbudte pensionsselskaber, men ikke pensionsselskaber som ikke har en aftale med den konkrete fagforening. Hvis opsparere ikke vælger, hvor pensionsordningen skal placeres, placeres den i en default-ordning, som er specificeret i overenskomsten.

For at holde administrationsomkostningerne nede og for at gøre det lettere for medarbejdere at vælge pensionsudbyder og -produkt bliver indbetalingerne til pensionsordningerne organiseret gennem såkaldte valgcentraler. Hver af de fire arbejdsmarkedspensionsaftaler har en valgcentral (KAP-KL har flere). Arbejdsgiverne indbetaler pensionen til den relevante valgcentral, som videresender pengene til det ønskede pensionsselskab. Samtidig er det en valgcentral, man skal kontakte, hvis man som medarbejder ønsker at flytte sin pension. Valgcentralerne opkræver et administrationsgebyr. Dette kollektive udgangspunkt kan være med til at skabe en stærk forhandlingsposition over for de valgbare pensionsselskaber med mulighed for at opnå bedre betingelser, end det der kan opnås på det individuelle marked. Dette skaber et pres på pensionsudbyderne for at have mere fokus på omkostninger og på sammenhængen mellem omkostninger og resultater og det skaber en vis mulighed for at konkurrere på produkter og produktindhold. Et synligt resultat er, at det løbende er lykkedes for valgcentralerne at forhandle sig frem til stadig lavere opkrævede omkostninger. [312]

Værdien af pensionsordninger som bliver flyttet inden for overenskomstbaserede pensionsopsparinger, er steget de sidste 10 år, i takt med at flere fagforeninger har gjort det muligt at skifte pensionsselskab i deres pensionsaftaler.[313] For opsparere i fagforeningen SAF-LO er det især de 30-50-årige, som skifter pensionsselskab, mens det hos fagforeningen KAP-KL især er de 46-60-årige.[314] De fleste opsparere, som har flyttet deres pension fra AMF, blev foranlediget hertil af en fagperson, hovedsageligt fra opsparerens bank.[315] Blandt de opsparere, som blev foranlediget af deres bank, svarer kun 7 pct., at hovedårsagen til kontakten med banken var at drøfte pension. I stedet har anledningen ofte været rådgivning om boliglån eller anden rådgivning. I 43 pct. af flytningerne var den primære motivation at samle så mange aftaler som muligt ét sted. Andre betydelige motivationer for flytning er bl.a. rådgivning fra banken (18 pct.), bedre afkast (14 pct.) og lavere omkostninger (8 pct.).[316]

Samlet set har det frie valg medført en overordnet bevægelse fra traditionelle garantibaserede forsikringsordninger hos de "gamle" udbydere mod unit-link forsikring hos kommercielle - især bankdrevne – udbydere. Det peger på, at et mere udstrakt distributionsnet og en bred kontaktflade til opsparere er en afgørende konkurrenceparameter og flyttedynamikken i højere grad er udbyder- frem for kundedrevet.[317]

Private pensioner

Private pensioner udgør en forholdsvis lille del af pensionsmarkedet. Således gik kun 4 pct. af de samlede indbetalinger til pensionsopsparinger til private pensioner i 2014.[318] I 2016 blev fradraget for indbetalinger til private pensioner fjernet, hvilket har mindsket indbetalinger til

[312] Beier Research: Tjänstepensionerne i det svenske pensionssystem

[313] AMF (2016). Flyttrapport - Hur sker flyttar inom kollektivavtalad tjänstepension?, side 6.

[314] AMF (2016). Flyttrapport - Hur sker flyttar inom kollektivavtalad tjänstepension?, side 9.

[315] AMF (2016). "Flyttrapport - Hur sker flyttar inom kollektivavtalad tjänstepension?

[316] AMF (2016). Flyttrapport - Hur sker flyttar inom kollektivavtalad tjänstepension?, side 14.

[317] Beier Research: Tjänstepensionerne i det svenske pensionssystem

[318] Pensionsmyndigheten: "Orange Report 2015", 2016, side 2.

denne type pensioner yderligere.[319] Siden 2007 har der været en lovfæstet flytträtt på private pensioner.[320] Dvs. at alle pensioner tegnet efter 1. juli 2007 skal kunne flyttes til et andet pensionsselskab (dog havde mange pensioner allerede flytträtt inden lovændringen).

Flytteomkostninger
På trods af, at langt de fleste lønmodtagere har mulighed for at flytte deres pension i et eller andet omfang, er det stadig et mindretal som benytter sig af det. I 2015 blev 2 pct. af de samlede overenskomstbaserede pensionsordninger (målt ved værdi) flyttet, mens det kun var 1 pct. af de private ordninger.[321] Forskellen kan bl.a. skyldes, at flytteomkostningerne er betydeligt højere for private pensionsordninger (op til 5 pct. af opsparingen plus et fast gebyr) end for de overenskomstbaserede pensioner (fast afgift på mellem 0 og 500 SEK).[322] Tallene baseres både på flytninger inden for samme selskab og flytninger til et andet selskab. Det er hovedsageligt opsparere med store pensionsopsparinger, som har flyttet sin pensionsordning. Det betyder at den samlede andel af ordninger, der er flyttet mellem pensionsselskaber, er noget lavere end værdien.[323]

Norge
I Norge har der ikke været samme tradition for overenskomstbaserede arbejdsmarkedspensioner i den private sektor som i Danmark (eller Sverige). I stedet er arbejdsmarkedspensionerne i den private sektor organiseret på firmaniveau med forskellige bidragssatser og ordninger fra firma til firma. Dette har også medført, at en lang række lønmodtagere, især i små virksomheder, ikke har haft en arbejdsmarkedspension. Samtidig spiller ydelsesbaserede pensionsordninger stadig en stor rolle, og disse har indtil for relativt nyligt været de eneste pensionsordninger, som blev brugt. En række reformer har øget opsparingen i arbejdsmarkedspensioner og sænket brugen af ydelsesbaserede ordninger til fordel for bidragsbaserede ordninger.

Obligatoriske arbejdsmarkedspensioner
I forsøget på at øge udbredelsen af de opsparingsbaserede arbejdsmarkedspensioner indførte regeringen i 2005 en obligatorisk pension for lønmodtagere, som skal betales af arbejdsgivere (trådte i kraft i 2006). Loven gælder stort set alle virksomheder (som ikke er enmandsvirksomheder). Arbejdsgivere skal betale mindst 2 pct. af (netto)lønnen mellem 1G og 12G[324] til en bidragsbaseret pension eller tilbyde en ydelsespension, som giver tilsvarende dækning.[325] Arbejdsgiveren må gerne indbetale mere end 2 pct.. Arbejdsgiveren skal betale administrations- og investeringsomkostningerne ved pensionsopsparingerne. Hvis lønmodtageren selv forvalter investeringsporteføljen, skal denne selv afholde omkostningerne forbundet med ændringer i porteføljen.[326]

Flytteafgifter og -frister
For at sikre mobiliteten på pensionsmarkedet har Norge siden 1991 reguleret, hvor meget pensionsselskaberne må tage i gebyr, når kunder vil skifte pensionsselskab. Tidligere var det

[319] Konkurrensverket (2016). Flyttavgifter på livförsäkringsmarknaden, side 24.
[320] Konkurrensverket (2016). Flyttavgifter på livförsäkringsmarknaden, side 17.
[321] Konkurrensverket (2016). Flyttavgifter på livförsäkringsmarknaden, side 35.
[322] Konkurrensverket (2016). Flyttavgifter på livförsäkringsmarknaden, side 27-29.
[323] Konkurrensverket (2016). Flyttavgifter på livförsäkringsmarknaden, side 36.
[324] G står for grunnbeløpet, som er et beløb, der fastsættes hvert år til regulering af pensioner (og andre sociale ydelser). Fra maj 2017 var denne NOK 93.634. Udviklingen i grunnbeløpet følger løn- og prisudviklingen.
[325] OTP-loven § 4-5 https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-12-21-124.
[326] OTP-loven § 4.

fastsat, at individuelle kunder maksimalt skulle betale NOK 200, mens firmaer maksimalt skulle betale NOK 5000. I 2009 gennemførte regeringen en lovændring, så alle individuelle pensionsordninger, både private[327] og arbejdsmarkedspensioner fra et tidligere job, nu kan flyttes gratis. Derudover blev fristen for opsigelse af inaktiv arbejdsmarkedspension sænket fra 2 til 1 måned (samme frist som ved private individuelle pensionsopsparinger).[328] Hvis et firma ønsker at flytte hele sin pensionsaftale, skal flytteafgiften stemme overens med omkostningen ved flytningen, men afgiften må fortsat ikke overstige NOK 5000.[329] Pensionsselskaber må ikke opkræve yderligere afgifter i forbindelse med flytning. Derudover kan firmaer opsige en kollektiv pensionsordning med 2 måneders varsel.[330] Hvis 2 eller flere firmaer er gået sammen i en fælles pensionskasse, skal fristen være maksimalt 3 måneder for udtrædelse.[331] Hvis et firma har indgået en pensionsaftale med garanteret afkast, kan der dog aftales et gebyr, hvis aftalen ophæves før tid. En sådan aftale må maksimalt løbe i 5 år.[332]

Mercer index

Melbourne Mercer Global Pension Index er et indeks, som måler kvaliteten af nu 34 landes pensionssystemer.[333] Indekset regnes årligt og produceres gennem et samarbejde mellem konsulentfirmaet Mercer og the Australian Centre for Financial Studies. Indekset tildeler hvert land en score mellem 0 og 100, og Danmark har siden 2012, hvor indekset for første gang blev beregnet for Danmark, ligget nummer 1, om end Nederlandene lige akkurat scorede højere end Danmark i 2018, hvor Danmark scorede 80,2.

Indekset beregnes som tre delindeks – tilstrækkelighed, bæredygtighed og integritet. Disse tre delindeks sammenvejes til det endelige indeks. I denne sammenvejning tæller tilstrækkelighed 40 pct., bæredygtighed 35 pct. og integritet 25 pct. Indekset beregnes primært på baggrund af offentligt tilgængeligt data fra fx OECD, FN og Verdensbanken. Derudover benytter Mercer sit internationale netværk af konsulenter til at fremskaffe data på nationalt niveau især omkring skatteregler, private pensioner og regulative spørgsmål.

Tilstrækkelighed

Delindekset for tilstrækkelighed måler, hvor godt det nationale pensionssystem dækker sine borgere. Dette gøres primært ved at kigge på dækningsgraden for fattige samt borgere med median-indkomst. Danmark har i dette indeks en score på 77,5 i 2018, hvilket placerer Danmark som nummer 4 i verden. Danmark scorer især højt, fordi dækningsgraden er høj, og fordi folkepensionen og andre tillæg sikrer en høj minimumsindkomst for pensionister. Derudover trækker det op, at der er en minimumsalder for hævning af private pensioner, hvilket sikrer, at pengene ikke bliver hævet og brugt før pensionsalderen. Til gengæld trækker det ned, at den private opsparingsrate er lav, og at pensionsmidler ikke bliver medregnet i fordelingen af aktiver ved skilsmisse. Dette kan skabe usikkerhed omkring pensionen for gifte par med ulige pensionsopsparinger.

---

[327] Der kan maksimalt indbetales NOK 15.000 om året på private individuelle pensionsordninger, som både beskattes ved indbetaling (med fradrag for 28 pct. af indbetalingen) og udbetaling (med almindelig indkomstskat).

[328] Det Kongelige Finansdepartement "Ot.prp. nr. 72", side 21-26. Se også høringssvar på: https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing---forslag-til-tiltak-for-a-bedre-/id520403/?id=520403

[329] Hvilket nok er mindre, end hvad det koster at flytte alle ordninger fra et firma i langt de fleste tilfælde.

[330] Forsikringsvirksomhetsloven § 6-5 https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-10-44 samt forskrift til forsikringsvirksomhetsloven § 10-3 https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2006-06-30-869/

[331] Forsikringsvirksomhetsloven §2-2.

[332] https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2006-06-30-869 §6-1 til 6-5.

[333] Australian Centre for Financial Studies/Mercer (2018). Melbourne Mercer Global Pension Index 2018.

Bæredygtighed
Delindekset bæredygtighed måler, hvor økonomisk bæredygtigt pensionssystemet er. For at et pensionssystem skal være bæredygtigt, er det især vigtigt, at systemet er fuldt finansieret, og at man tager højde for stigende gennemsnitslevealdre. Her ligger Danmark med en score på 81,8 nummer 1 i verden. Dette skyldes især, at de fleste danskere har betydelige midler i arbejdsmarkeds- og private pensioner, og at disse typisk er fuldt finansierede. Til gengæld scorer Danmark lavere på faktorer som arbejdsmarkedsdeltagelse for ældre samt forskellen mellem pensionsalder og gennemsnitlig levealder.

Integritet
Delindekset for integritet har til formål at måle beskyttelsen af forbrugeren, gennemsigtigheden af systemet samt omkostningerne til pension. Her ligger Danmark med en score på 82,2 nummer 8. Danmark scorer generelt højt på forbrugerbeskyttelse. Dog er der utilstrækkelig beskyttelse af forbrugere i tilfælde af konkurs eller svindel i pensionsselskaber. Derudover trækker det ned, at det ikke er påkrævet, at pensionsselskaber skal udarbejde en årlig rapport til sine kunder omkring investeringsstrategi.

Bilag 2: Metoder for undersøgelser på efterspørgselssiden

Kvalitative undersøgelser blandt forbrugere
I tillæg til mere kvantitative undersøgelser er der

udført to forskellige kvalitative analyser af forbrugeres oplevelser på pensionsmarkedet. Analyserne er bl.a. anvendt i arbejdet med at udforme spørgeskemaer til forbrugersurveys. Det drejer sig om en analyse af 'forbrugerrejsen på markedet' og et forsøg på at inddrage forbrugere digitalt i udarbejdelsen af løsningforslag.

Forbrugernes rejser med pension
Der er foretaget 10 semistrukturerede interviews med forbrugere i forskellige aldre og køn.

Udgangspunktet for konsulenternes viden om pensionsmarkedet og interviewstrukturen var uformelle samtaler med fem væsentlige videnspersoner inden for branchen.

De ti forbrugerinterviews fokuserer på forbrugernes 'rejse' gennem pensionsmarkedet og specifikt i forbindelse med tegning af pension; ændring af pensionsordning; flytning af pensionsordning; og nedsparing af pension. Formålet var at definere udfordringer, som forbrugerne møder på pensionsmarkedet, og identificere 'touchpoints', hvor det er muligt at 'nå' forbrugerne med henblik på at inspirere dem til øget aktivitet.

Undersøgelsen af foretaget af Via Design, hvert interview har varet ca. en time.

Digital inddragelse
Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen har gennemført et 14-dages forløb med tre online fokusgrupper på en webbaseret lukket forum-platform. De tre grupper var:

1. En gruppe på 14 personer, som er i starten af deres opsparing til pension - i alderen ca. 25-45 år.

2. En gruppe på 16 personer, som er i anden halvdel af deres pensionsopsparingstid - i alderen ca. 45-65 år.

3. En mindre gruppe på 9 personer, der i højere grad end de andre skulle tegne og deltage på anden kreativ vis.

Grupperne havde fra start indvilget i at logge ind i gruppen daglig i 10 arbejdsdage og besvare spørgsmål og "udfordringer".

Forløbet var tilrettelagt således, at deltagerne først fik stillet åbne og lettilgængelige spørgsmål om pension og løbende over de to uger steg sværhedsgraden og spørgsmålene blev for hver dag mere konkrete og udfordrende at besvare. Til sidst var fokus egentlig idéudvikling til initiativer, der kunne være med til at gøre forbrugerne mere bevidste om deres pension, omkostninger og forsikringer.

Medarbejdere fra Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen deltog aktivt i forløbet som "moderatorer" og stillede uddybende spørgsmål undervejs.

Forbrugerne blev rekrutteret af Adapt og er blevet kompenseret for aktiv deltagelse. Derudover blev der efter forløbets afslutning trukket lod om et større gavekort blandt deltagerne.

Surveys blandt forbrugere
Der er gennemført to kvantitative surveys til at belyse forbrugernes oplevelse af og viden om pension. Nedenfor fremgår basale oplysninger om hvert survey.

Erhvervsaktive forbrugere
Der er foretaget 2012 web-interviews (CAWI) med forbrugere i den erhvervsaktive alder i perioden 19.11 til den 30.11 2017. Undersøgelsen er gennemført i Wilkes webpanel Wilke Wisdom.

Undersøgelsen er gennemført blandt et repræsentativt udsnit af danskere i den erhvervsaktive alder (18-64 år). Data er vejet på køn, alder og region i forhold til den faktiske fordeling blandt beskæftigede.

Pensionister
Der er foretaget 1021 web-interviews (CAWI) med forbrugere i pensionsalderen. Undersøgelsen er gennemført i Wilkes webpanel Wilke Wisdom.

Undersøgelsen er gennemført blandt et repræsentativt udsnit af danskere i pensionsalderen (over 62 år). Data er vejet på køn, alder og region i forhold til den faktiske fordeling blandt pensionister.

Surveys blandt virksomheder og fagforbund
Der er udført kvantitative surveys blandt henholdsvis virksomheder, der opretter pensionsordninger for deres ansatte, henholdsvis fagforbund, der opretter pensionsordninger for deres medlemmer. Undersøgelserne belyser de to aktørers viden om og ageren på markedet for pension.

Virksomheder
Der er foretaget 658 telefoninterviews (CATI) med virksomheder i Danmark i perioden fra 7. februar til 23. februar 2018. Der blev gennemført pilottest den 7. og 8. februar 2018. Undersøgelsen er gennemført af Wilke.

Målgruppen var virksomheder med 5-50+ ansatte. Populationen som ligger til grund for undersøgelsen, er udtrukket fra en virksomhedsdatabase (NN Data), som er baseret på Det Centrale Virksomhedsregister (CVR) samt virksomhedernes egne regnskaber.

I de enkelte virksomheder er interviewet gennemført med en person som er ansvarlig for pensionsordningen.

Fagforeninger
Undersøgelsen er gennemført blandt fagforeninger i perioden 8. maj til den 30. maj 2018. Perioden blev senere udvidet indtil den 20. juni 2018 for at få flere besvarelser ind. Der blev gennemført ekstern pilottest i marts og april 2018.

Skemaet blev sendt pr. e-mail til den enkelte fagforenings formand. I foreninger, der forhandler overenskomster for flere faggrupper, blev spørgeskemaet sendt til formanden for hvert område.

Spørgeskemaet blev via Survey X-act sendt ud til 110 fagforeninger, hvoraf 62 gennemførte undersøgelsen. Der er taget udgangspunkt i alle lønmodtagerorganisationer opgjort i statistisk årbog 2015.

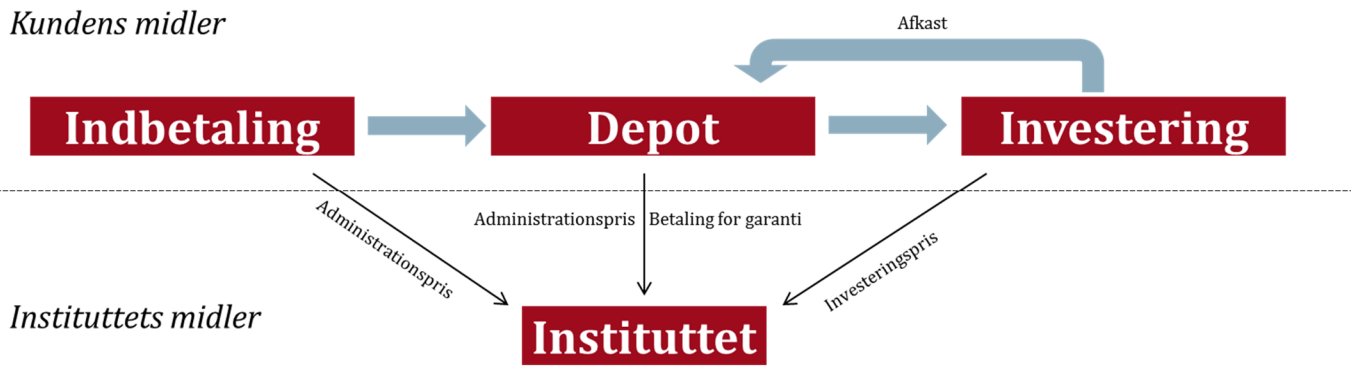
Bilag 3: Pengestrømme i pensionsprodukter

Hver kunde ender i sidste ende hvert år med at betale én samlet pris for sin pensionsordning. Denne pris består dog af en lang række separate priser, som er af forskellig størrelse og opkræves via forskellige metoder og på forskellige tidspunkter.

Det varierer mellem institutter og produkter, hvordan den præcise prisstruktur er skruet sammen. Som regel fratrækkes en administrationspris fra indbetalingen. Derudover kan der fratrækkes administrationspriser fra depotet i form af en procentandel af depotet og/eller et fast beløb. Mens opkrævningen af administrationspriser er nogenlunde ens på tværs af produkttyper afhænger resten af prisstrukturen af, hvorvidt der er tale om et markeds- eller gennemsnitsrenteprodukt.

Ved markedsrenteprodukter vil hele *netto*afkastet af de tilknyttede aktiver tilfalde kundens depot. Der fratrækkes løbende en investeringspris, som således betales direkte af kunden. I markedsrenteprodukter med garanti, kan der, foruden administrations- og investeringspriser, fratrækkes en betaling for garanti som en procent af depotet, jf. figur 12.2.

Figur 12.2 **Typiske pengestrømme i et markedsrenteprodukt fra kundens synspunkt**

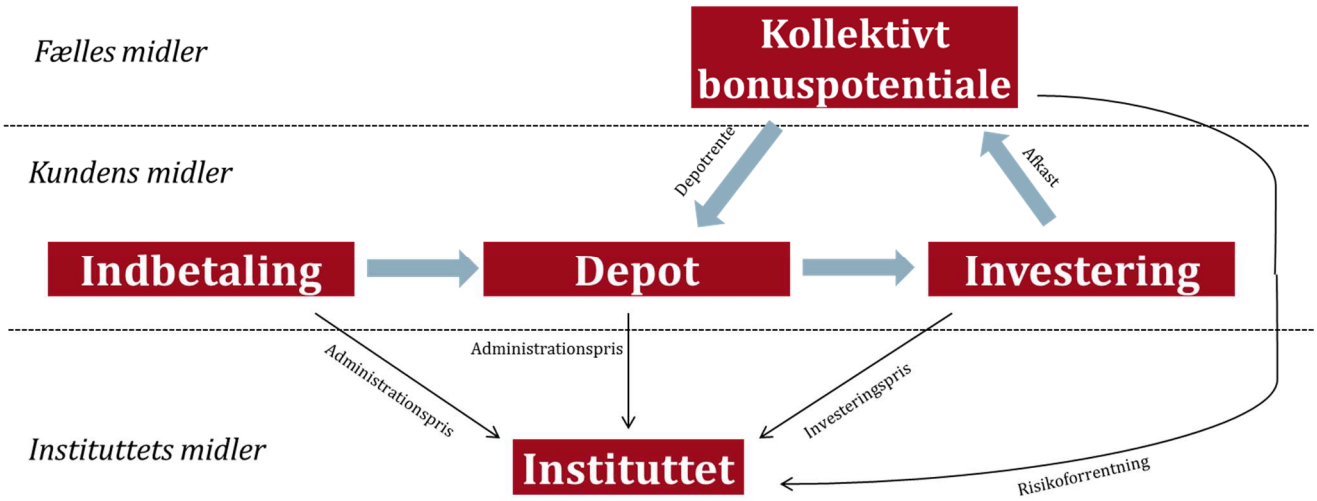


Anm.: Den præcise opkrævning af administrationsprisen afhænger af det specifikke produkt og institut og kan være enten fra indbetalingen, depotet eller begge dele. Betaling for garanti forekommer kun i produkter med tilknyttet garanti.

Kilde: Egen fremstilling.

Ved et gennemsnitsrenteprodukt investeres kundernes midler også, men afkastet af aktiverne tilføres som udgangspunkt en kollektiv pulje, i form af det kollektive bonuspotentiale. Som med markedsrenteprodukter betaler kunderne en investeringspris, som fratrækkes fra bruttoafkastet inden det overføres til det kollektive bonuspotentiale. En del af det kollektive bonuspotentiale kan herefter tilfalde instituttet i form af risikoforrentning, og en del af det kollektive bonuspotentiale kan ligeledes udloddes til de enkelte kunder. Mange af betalingerne fra kunderne til instituttet foregår derfor indirekte gennem fælles kundemidler, jf. figur 12.3.

Figur 12.3 **Typiske pengestrømme i et gennemsnitsrenteprodukt fra kundens synspunkt**



Anm.: Den præcise opkrævning af administrationsprisen afhænger af det specifikke produkt og institut og kan være enten fra indbetalingen, depotet eller begge dele. Det kollektive bonuspotentiale kan stige og falde som følge af ændringer i værdien af eventuelle garanterede ydelser.

Kilde: Egen fremstilling.

Bilag 4: Oversigt over tildelingskriterier

Nedenstående illustration viser forskelle i tildelingskriterier ved tab af erhvervsevne for en række pensionskasser. Illustrationen bygger på en artikel bragt i Inside Business d. 27. september 2018.

Figur 12.4 **Dækning i pensionskassernes forsikringsordninger**

	Hvordan er tilkendelseskriterierne?	**Tager i hensyn til offentlige ydelser, når dækningen udbetales?**	**Hvordan fungerer dækningen ved midlertidig invaliditet?**	**Hvordan fungerer dækningen i ressourceafklaringsforløbet?**	**Hvordan er man stillet, hvis man er under 40 og mister sin arbejdsevne og ikke kan få tilkendt førtidspension pga. alder?**
Pension Danmark	Tilkendelse af offentlig førtidspension.	Standarddækningens størrelse er fastsat. Offentlige ydelser er en væsentlig andel af førtidspensionerede medlemmers indkomstgrundlag.	Medlemmer er i fleksjob eller i ressourceforløb udløses de respektive dækninger.	Tilkendelse af offentlig førtidspension.	Tilkendt førtidspension til medlemmer under 40 år.
PenSam	Tilkendelse af offentlig førtidspension.	Månedlig udbetaling og en eventuel modregning af offentlige ydelser.	Ingen udbetaling.	Gælder både engangsbeløbet på 140.000 kr. og månedlig udbetaling af førtidspension.	
Industriens Pension	Har deres egne lægekonsulenter og kunderådgivere.		Forsikringen dækker ved varig tab af erhvervsevne.	Bliver modregnet 100 pct. I de offentlige ydelser.	Kan ikke få tilkendt offentlig førtidspension. Har egne lægekonsulenter og kunderådgivere som vurdere om medlemmerne kan modtage udbetalinger.
Sam pension	Tilkendelse er afhængig af offentlige ydelser.		Det afhænger af produktet.	Fællesskabet dækker prisen for opretholdelse af dækninger. Der udbetales efter 6 til 12 måneder.	Man kan godt få førtidspension, hvis man er under 40 år.
PKA	Tilkendelse af offentlig førtidspension.	Udbetalingen er uafhængig af alle andre udbetalinger. De kigger på medlemmets månedlige indbetalinger inden førtidspensionen.	Man kan søge om midlertidig udbetaling fra Bistandsfonden i pensionskassen	Der udbetales en sum på 100.000 og de modregnes ikke i offentlige ydelser.	Alle er dækket lige godt uanset alder.
ISP	Tilkender efter vurdering af erhvervsevnen. Erhvervsevnen skal være nedsat med mindst 2 tredjedele.	Nej.	Invalidepensionen udbetales ikke ved midlertidig invaliditet.		Erhvervsevnen skal være varigt nedsat med mindst 2 tredjedele.
Lærernes Pension	Tilkendt offentlig førtidspension.	Bliver den midlertidige pension modregnet 100 pct. I den offentlige ydelse. Suspenderer de den midlertidige pension.	Ressourceforløbsydelse i 6 måneder, får medlemmet en skattefri sum på 100.000 kr., der ikke modregnes.		Hvis medlemmet ikke kan få tilkendt offentlig førtidspension, får medlemmerne midlertidig pension.
Lægernes Pension	Tilkendes invalidepension.	Nej.	Tilkendelse kan være midlertidig eller varig.	Tilkendelse sker uafhængigt af offentlige ydelser og en eventuel ressourceforløbsydelse. Hvis lægen modtager invalidepension fra Lægernes Pension, vil der ske en fuld modregning i en eventuel ressourceforløbsydelse.	Det har ingen betydning, om lægen er under 40 år.
MP Pension	De foretager deres egen lægelige vurdering.		Efter 12 måneder foretager de en revurdering af medlemmers erhvervstab.	Invalidepension vil blive modregnet i de offentlige ydelser.	
DIP/JØP	Fagliginvaliditet som kriterium for invalidepensionen.	Nej.	Som medlem kan man tilvælge produktet Midlertidig Invalidepension, hvor dækningen udbetales i op til 36 måneder.	DIP: Dækning med midlertidig og varig invalidepension. Dækningen kan komme til udbetaling efter medlemmets indtægt er ophørt, og erhvervsevenen er nedsat med 2 tredjedele. JØP: Der er dækning. Dækningen kan komme til udbetaling fra den 1. i måneden, efter medlemmets indtægt er ophørt og erhvervsevenen er nedsat med 2 tredjedele.	Tilkendelsen er alene på baggrund af en lægelig vurdering ved egne lægekonsulenter.
PBU	Tilkendelse af offentlige førtidspension.		Dækningen afhænger af hvilke offentlige ydelser medlemmet er tilkendt.	Der tilkendes halv invalidesum med hel bidragsfritagelse ved revalidering eller ressourceforløb af mindst 1 års varighed.	Hvis medlemmet ikke kan få tilkendt offentlig førtidspension pga. alder, så afhænger det af hvilke offentlige ydelser medlemmet alternativt tilkendes.

Kilde: Inside Business, "Sådan dækker pensionskassernes forsikringsordninger", bragt d. 27. september 2018: https://ib.dk/insidebusiness-kortlaegger-pensionskassernes-forsikringsordninger/

Bilag 5: Beregning af skattesubsidiers betydning for prisen

Der tages udgangspunkt i en kunde, som har et depot på tidspunkt -1 på w_{-1}. Depotet forrentes med *r* før udgifter og PAL-skat. Der tages udgangspunkt i en beskatning af forrentningen (PAL-skat) på τ_{PAL} og en effektiv (marginal)beskatning af udbetalingen på τ_{udb}, hvor τ_{udb} kan indeholde både den direkte indkomstbeskatning, men også forskellige modregningselementer som fx modregning i folkepensionens tillæg. Ordningen udbetales om *T* år. For at simplificere beregningerne antages det, at udbetalingen foregår som en engangsudbetaling. Dette har dog ikke væsentlig betydning for konklusionen.

Hvis der ses bort fra forsikringspræmier og andre udgifter, vil depotet på tidspunkt 0 have en værdi på:

$$w_0 = w_{-1}(1 + r(1 - \tau_{PAL}))$$

Og på udbetalingstidspunktet om *T* år vil depotet have en værdi på:

$$w_T = w_{-1}\big(1 + r(1 - \tau_{PAL})\big)^{T+1}$$

Og kunden vil opleve en udbetaling på $(1 - \tau_{udb})w_T$. Det antages, at både kunden og staten har en diskonteringsrate på *r* for at kunne fokusere på effekten af skattesystemet for forskellige former for priser.

Nutidsværdien af den fremtidige udbetaling for kunden er således givet ved:

$$V_{kunde} = (1 - \tau_{udb})\frac{w_{-1}\big(1 + r(1 - \tau_{PAL})\big)^{T+1}}{(1 + r)^T}$$

Hvert år betaler kunden PAL-skat til staten. Derudover betales skatten ved udbetaling. Skattebetalingen i år $t < T$ er således lig:

$$\tau_{PAL} * r * w_{-1}\big(1 + r(1 - \tau_{PAL})\big)^{t+1}$$

Og skattebetalingen i år *T* er givet ved:

$$\tau_{udb} * w_{-1}\big(1 + r(1 - \tau_{PAL})\big)^{T+1}$$

Det medfører, at nutidsværdien af al fremtidig skat er:

$$V_{skat} = \frac{\tau_{udb} * w_{-1}\big(1 + r(1 - \tau_{PAL})\big)^{T+1}}{(1 + r)^T} + w_{-1}\frac{(1 + r)^{T+1} - \big(1 + r(1 - \tau_{PAL})\big)^{T+1}}{(1 + r)^T}$$

$$V_{skat} = w_{-1}\frac{(1 + r)^{T+1} - (1 - \tau_{udb})\big(1 + r(1 - \tau_{PAL})\big)^{T+1}}{(1 + r)^T}$$

Dvs., at den samlede nutidsværdi af skatteindtægter er lig forskellen mellem depotets (hypotetiske) størrelse på tidspunkt *T,* hvis der ikke var skat ($[1 + r]^{T+1}$) og depotets faktiske størrelse på tidspunkt *T,* tilbagediskonteret. Den samlede værdi for stat og kunde er givet ved:

$$V_{samlet} = V_{kunde} + V_{skat} = w_{-1}(1 + r)$$

Dvs. depotets størrelse på tidspunkt 0, hvis der ikke var skat. Det følger direkte af antagelsen om, at diskonteringsraten for begge parter sættes lig renten på *r.* Således er den samlede værdi også uafhængig af skattesatserne, da disse blot flytter midler fra kunde til stat.

Der tages herefter udgangspunkt i tre forskellige former for priser, som pensionsselskabet kan opkræve:

En pris for administration, som fratrækkes fra depotet. En pris for investering, som fratrækkes i forrentningen *inden* PAL-skatten opgøres. En forsikringspræmie, som ikke er fradragsberettiget, og som fratrækkes fra depotet, men hvor den del af depotet, som går til forsikringspræmien ikke er fradragsberettiget og derfor medfører en øjeblikkelig skattebetaling (dette omfatter fx sundhedsforsikringer).

Typisk vil forsikringspræmier og betalinger for administration fratrækkes i *indbetalingen* og ikke fra depotet. For at undgå skævvridning i resultatet antages det, at både betaling til administration og forsikringspræmie fratrækkes *efter* forrentning af depotet, så timingen af opkrævningen er den samme for alle tre typer af priser. Timingen i modellen er derved således:

1. Ultimo periode -1 tilskrives rente og opkræves PAL-skat, og alle former for betaling til selskabet foretages fra depotet på w_{-1}
2. Ultimo hver periode t > -1 tilskrives rente til depotet og opkræves PAL-skat
3. Primo periode T udbetales depotet, og der opkræves skat af udbetalingen.

Der tages udgangspunkt i en betaling, der som udgør en andel på α af depotet ved alle tre opkrævningsmetoder. Det er vigtigt at bemærke, at det fra selskabets synspunkt ikke har nogen betydning, hvilken af de tre typer af opkrævning, der foretages. Det antages, at w_{-1} (depotet) er tilstrækkeligt stort til, at det aldrig vil blive 0 ved nogen af opkrævningsmetoderne. Alle opkrævninger foretages lige inden periode 0.

Pris for administration
Hvis der opkræves αw_{-1} (kr.) for administration vil depotets størrelse på tidspunkt 0 være lig:

$$w_0 = w_{-1}(1 + r(1 - \tau_{PAL}) - \alpha)$$

Værdien for kunden af udbetalingen på tidspunkt T er givet ved:

$$V_{kunde} = (1 - \tau_{udb})w_{-1}\frac{\left[\left(1 + r(1 - \tau_{PAL})\right)^{T+1} - \alpha\left(1 + r(1 - \tau_{PAL})\right)^{T}\right]}{(1 + r)^{T}}$$

PAL-skattebetalingen i periode -1 har en nutidsværdi på:

$$r\tau_{PAL}w_{-1}$$

Og i alle perioder $t > -1$ er nutidsværdien af PAL-skattebetalingen lig:

$$r\tau_{PAL}w_{-1}\frac{\left(1 + r(1 - \tau_{PAL})\right)^{t+1} - \alpha\left(1 + r(1 - \tau_{PAL})\right)^{t}}{(1 + r)^{t}}$$

Den samlede værdi af alle fremtidige skatteindtægter er givet ved:

$$V_{skat} = \frac{(1 + r)^{T}(1 + r - \alpha) - (1 - \tau_{udb})\left[\left(1 + r(1 - \tau_{PAL})\right)^{T+1} - \alpha\left(1 + r(1 - \tau_{PAL})\right)^{T}\right]}{(1 + r)^{T}}$$

Hvilket endnu engang svarer til den hypotetiske værdi af depotet, hvis der ikke var skat $(w_{-1}(1 + r - \alpha)(1 + r)^{T})$ fratrukket den faktiske værdi af depotet med skat, tilbagediskonteret.

Den samlede værdi af skatteindtægter og kundens udbetaling er:

$$V_{samlet} = V_{kunde} + V_{skat} = w_{-1}(1 + r - \alpha)$$

Og det samlede tab i forhold til situationen uden nogen opkrævninger fra selskabet er givet ved:

$$\Delta V_{samlet} = \alpha w_{-1}$$

Dvs., at det samlede tab for kunde og i skatteindtægter netop er givet ved den opkrævning, selskabet foretager for administrationen. Andelen af det samlede tab som dækkes af hhv. kunde og mistede skatteindtægter er givet ved:

$$\sigma_{kunde} = \frac{\Delta V_{kunde}}{\Delta V_{samlet}} = (1 - \tau_{udb}) \frac{\left(1 + r(1 - \tau_{PAL})\right)^T}{(1 + r)^T}$$

$$\sigma_{skat} = \frac{\Delta V_{skat}}{\Delta V_{samlet}} = \frac{(1 + r)^T - (1 - \tau_{udb})\left(1 + r(1 - \tau_{PAL})\right)^T}{(1 + r)^T}$$

Staten dækker således en del af tabet ved omkostningerne ved administration, så længe der opkræves skat. Dels dækker staten en del af tabet fordi pensionsopsparing beskattes på udbetalingstidspunktet. Når kundens depot, og dermed den endelige udbetaling før skat, sænkes, vil kunden skulle betale mindre skat af denne udbetaling, og derved dækker staten en del af udgifterne til administration. Hvis $\tau_{PAL} = 0$, vil staten netop dække en andel på τ_{udb} af tabet, som følger af administrationsomkostningen

Staten dækker samtidig en del af tabet gennem PAL-skatten. En betaling for administration vil mindske depotet og dermed den forrentning, som tilskrives til depotet. Det medfører en mindsket skatteindtægt gennem en formindskelse af den samlede betalte PAL-skat. Jo længere tid fra udbetalingstidspunktet (T), administrationsprisen opkræves, og jo højere forrentning (r), jo større vil denne effekt være.

Tabel 12.1 **Andel af tab, som dækkes af kunde, ved opkrævning af administrationsgebyr**

	r = 1 pct.	r = 2 pct.	r = 3 pct.	r = 4 pct.	r = 5 pct.
T = 0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
T = 10	40,9	41,8	42,6	43,4	44,2
T = 20	41,8	43,5	45,1	46,7	48,2
T = 30	42,7	45,2	47,5	49,7	51,8
T = 40	43,5	46,8	49,8	52,6	55,2
T = 50	44,4	48,4	52,0	55,3	58,4

Kilde: Egne beregninger

Pris for investering

Hvis prisen på αw_{-1} i stedet opkræves som en betaling for investering, fratrækkes den før PAL-skatten opgøres. Dvs., depotet på tidspunkt 0 vil have en værdi på:

$$w_0 = w_{-1}\big(1 + (r - \alpha)(1 - \tau_{PAL})\big)$$

Værdien af udbetalingen til kunden er givet ved:

$$V_{kunde} = (1 - \tau_{udb})w_{-1}$$

Værdien for kunden af udbetalingen på tidspunkt T er givet ved:

$$V_{kunde} = (1 - \tau_{udb})w_{-1}\frac{\left[\big(1 + r(1 - \tau_{PAL})\big)^{T+1} - \alpha(1 - \tau_{PAL})\big(1 + r(1 - \tau_{PAL})\big)^{T}\right]}{(1 + r)^T}$$

PAL-skattebetalingen i periode -1 har en nutidsværdi på:

$$(r - \alpha)\tau_{PAL}w_{-1}$$

Og i alle perioder $t > -1$ er nutidsværdien af PAL-skattebetalingen lig:

$$r\tau_{PAL}w_{-1}\frac{\big(1 + r(1 - \tau_{PAL})\big)^{t+1} - \alpha(1 - \tau_{PAL})\big(1 + r(1 - \tau_{PAL})\big)^{t}}{(1 + r)^t}$$

Den samlede værdi af alle fremtidige skatteindtægter er givet ved:

$$V_{skat} = \frac{(1 + r)^T(1 + r - \alpha) - (1 - \tau_{udb})\left[\big(1 + r(1 - \tau_{PAL})\big)^{T+1} - \alpha(1 - \tau_{PAL})\big(1 + r(1 - \tau_{PAL})\big)^{T}\right]}{(1 + r)^T}$$

Hvilket endnu engang svarer til den hypotetiske værdi af depotet, hvis der ikke var skat ($w_{-1}(1 + r - \alpha)(1 + r)^T$) fratrukket den faktiske værdi af depotet med skat, tilbagediskonteret.

Den samlede værdi af skatteindtægter og kunden udbetaling er:

$$V_{samlet} = V_{kunde} + V_{skat} = w_{-1}(1 + r - \alpha)$$

Og det samlede tab i forhold til situationen uden nogen opkrævninger fra selskabet (igen)er givet ved:

$$\Delta V_{samlet} = \alpha w_{-1}$$

Andelen af det samlede tab som dækkes af hhv. kunde og mistede skatteindtægter er givet ved:

$$\sigma_{kunde} = \frac{\Delta V_{kunde}}{\Delta V_{samlet}} = (1 - \tau_{udb})(1 - \tau_{PAL})\frac{\big(1 + r(1 - \tau_{PAL})\big)^{T}}{(1 + r)^T}$$

$$\sigma_{skat} = \frac{\Delta V_{skat}}{\Delta V_{samlet}} = \frac{(1 + r)^T - (1 - \tau_{PAL})(1 - \tau_{udb})\big(1 + r(1 - \tau_{PAL})\big)^{T}}{(1 + r)^T}$$

Hvis $\sigma_{kunde}^{administration}$ angiver andelen af tabet, som dækkes af kunden ved en betaling for *administration*, og $\sigma_{kunde}^{investering}$ angiver andelen af tabet, som dækkes af kunden ved en betaling for *investering*, gælder det, at:

$$\sigma_{kunde}^{investering} = (1 - \tau_{PAL})\sigma_{kunde}^{administration}$$

Dvs., at kunden altid dækker en mindre del af tabet, når selskabet opkræver en betaling for investering, end når selskabet opkræver en betaling for administration.

Ved at tage udgangspunkt i satserne $\tau_{udb} = 0{,}4$ og $\tau_{PAL} = 0{,}153$ kan det beregnes, hvor stor en andel af tabet, som dækkes via mindskede skatteindtægter for forskellige værdier af *T* og *r*, jf. tabel 12.2.

Tabel 12.2 **Andel af tab, som dækkes af kunde, ved opkrævning af pris for investering**

	r = 1 pct.	r = 2 pct.	r = 3 pct.	r = 4 pct.	r = 5 pct.
T = 0	49,2	49,2	49,2	49,2	49,2
T = 10	49,9	50,7	51,4	52,1	52,8
T = 20	50,7	52,1	53,5	54,8	56,1
T = 30	51,4	53,6	55,6	57,4	59,2
T = 40	52,2	54,9	57,5	59,9	62,1
T = 50	52,9	56,3	59,4	62,2	64,7

Kilde: Egne beregninger

Forsikringspræmie som ikke er fradragsberettiget

Visse tilknyttede risikodækninger er ikke fradragsberettigede som fx sundhedsforsikringer. (Andre risikodækninger *er* fradragsberettigede. Hvis selskabet opkræve en præmie til en fradragsberettiget forsikring, vil det skattemæssigt umiddelbart svare til en betaling for administration. Dog vil udbetaling fra fradragsberettigede pensioner medfører en skattebetaling).

Hvis kunden skal betale en præmie på αw_{-1} kræver det, at der tages $\frac{\alpha w_{-1}}{(1-\tau_{ind})}$ fra depotet, hvor τ_{ind} er den effektive (marginal)skattesats på indkomst, som kunden står over for i dag. Således vil depotets størrelse på tidspunkt 0 være lig:

$$w_0 = w_{-1}\left(1 + r(1-\tau_{PAL}) - \frac{\alpha}{1-\tau_{ind}}\right)$$

Værdien for kunden af udbetalingen på tidspunkt *T* er givet ved:

$$V_{kunde} = (1-\tau_{udb})w_{-1}\frac{\left[\left(1+r(1-\tau_{PAL})\right)^{T+1} - \frac{\alpha}{1-\tau_{ind}}\left(1+r(1-\tau_{PAL})\right)^{T}\right]}{(1+r)^T}$$

Skattebetalingen i periode -1 består dels af PAL-skat og dels af skattebetalingen for forsikringspræmien og har en nutidsværdi på:

$$r\tau_{PAL}w_{-1} + \frac{\tau_{ind}}{1-\tau_{ind}}\alpha w_{-1}$$

Og i alle perioder $t > -1$ er nutidsværdien af PAL-skattebetalingen lig:

$$r\tau_{PAL}w_{-1}\frac{\left(1+r(1-\tau_{PAL})\right)^{t+1} - \frac{\alpha}{1-\tau_{ind}}\left(1+r(1-\tau_{PAL})\right)^{t}}{(1+r)^t}$$

Den samlede værdi af alle fremtidige skatteindtægter er givet ved:

$$V_{skat} = \frac{(1+r)^T(1+r-\alpha) - (1-\tau_{udb})\left[\left(1+r(1-\tau_{PAL})\right)^{T+1} - \frac{\alpha}{1-\tau_{ind}}\left(1+r(1-\tau_{PAL})\right)^T\right]}{(1+r)^T}$$

Hvilket endnu engang svarer til den hypotetiske værdi af depotet, hvis der ikke var skat ($w_{-1}(1+r-\alpha)(1+r)^T$) fratrukket den faktiske værdi af depotet med skat, tilbagediskonteret.

Den samlede værdi af skatteindtægter og kunden udbetaling er:

$$V_{samlet} = V_{kunde} + V_{skat} = w_{-1}(1+r-\alpha)$$

Og det samlede tab i forhold til situationen uden nogen opkrævninger fra selskabet er givet ved:

$$\Delta V_{samlet} = \alpha w_{-1}$$

Dvs., at det samlede tab for kunde og i skatteindtægter netop er givet ved den opkrævning, selskabet foretager for administrationen. Andelen af det samlede tab som dækkes af hhv. kunde og mistede skatteindtægter er givet ved:

$$\sigma_{kunde} = \frac{\Delta V_{kunde}}{\Delta V_{samlet}} = \frac{1-\tau_{udb}}{1-\tau_{ind}}\frac{\left(1+r(1-\tau_{PAL})\right)^T}{(1+r)^T}$$

$$\sigma_{skat} = \frac{\Delta V_{skat}}{\Delta V_{samlet}} = 1 - \frac{1-\tau_{udb}}{1-\tau_{ind}}\frac{\left(1+r(1-\tau_{PAL})\right)^T}{(1+r)^T}$$

Det er således (bl.a.) forholdet mellem beskatning på ind- og udbetalingstidspunkt, som afgør, i hvor høj grad hhv. stat og kunde dækker tabet, som følger af en højere forsikringspræmie.

Hvis $\sigma_{kunde}^{administration}$ angiver andelen af tabet, som dækkes af kunden ved en betaling for *administration*, og $\sigma_{kunde}^{forsikring}$ angiver andelen af tabet, som dækkes af kunden ved en betaling for *investering*, gælder det, at $\sigma_{kunde}^{administration} = (1-\tau_{ind})\sigma_{kunde}^{forsikring}$. Dvs., at så længe beskatningen er positiv på indbetalingstidspunktet, vil kunden mærke en større del af ikke-fradragsberettigede forsikringspræmier end opkrævninger for administration (eller fradragsberettigede forsikringspræmier). Hvis der tages udgangspunkt i en effektiv beskatning på 40 pct. ved både ind- og udbetaling ($\tau_{ind} = \tau_{udb} = 0.4$) er statens andel af det samlede tab givet i tabel 12.3.

Tabel 12.3 **Andel af tab, som dækkes af kunde, ved opkrævning af ikke-fradragsberettiget forsikringspræmie**

	r = 1 pct.	r = 2 pct.	r = 3 pct.	r = 4 pct.	r = 5 pct.
T = 0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
T = 10	1,5	3,0	4,4	5,7	7,1
T = 20	3,0	5,8	8,5	11,1	13,6
T = 30	4,4	8,6	12,5	16,2	19,7
T = 40	5,9	11,3	16,4	21,0	25,4
T = 50	7,3	13,9	20,0	25,6	30,6

Kilde: Egne beregninger.

Bilag 6: Beregning af afkastkrav via Solvens II

Som alternativ til at bruge CAPM-estimater til at beregne afkastkravet for danske pensionsselskaber er det muligt at benytte Solvens II-reguleringen som benchmark for afkastkravet. Metoden adskiller sig i princippet ikke fra CAPM, men i stedet for et estimat for samvariationen mellem pensionsselskaberne indtjening og afkastet på en markedsporteføljе, benyttes en kapitalomkostningssats, som fremgår eksplicit af Solvens II-reguleringen.

Den basiskapital[334], som et selskab har med henblik på at dække uventede tab (og til at dække det regulatoriske solvenskrav), er placeret i en række aktiver, som løbende vil generere et afkast. Størrelsen af dette afkast vil afhænge af udviklingen på de finansielle markeder og hvordan aktiverne er placeret. Hvis basiskapitalen fx placeres i statsobligationer, vil afkastet være relativt tæt på den risikofri rente. Hvis basiskapitalen placeres i mere risikofyldte aktiver, vil dette typisk medføre et højere forventet afkast som følge af den større risiko, der er forbundet med aktiverne. Dette afkast fra de aktiver, som på passivsiden har sit modstykke i basiskapital, kan en ekstern investor dog i princippet selv opnå, ved at placere midler i de samme aktiver uden samtidig at investere i selskabet.

Det interessante for investor er således ikke mindst, hvor stor indtjening selskabet skaber derudover – dvs. fra hele kundesiden – ift. den samlede investerede basiskapital, samt risikoen herved. Dette afkast ud over forrentningen af de aktiver, som basiskapitalen finansierer, afhænger dels af, hvor gearet virksomheden er (dvs. basiskapitalens størrelse ift. samtlige passiver), og den indtjening som kan opnås *på pensionsmarkedet* i interaktionen med kunderne I det følgende fokuseres derfor på det afkast, som ligger *ud over* afkastet på basiskapitalens aktiver.

I forbindelse med Solvens II blev pensions- og forsikringsselskaber påbudt at beregne en såkaldt risikomargen. Risikomargenen skal svare til den betaling en ekstern investor som minimum ville kræve for at overtage alle forsikringsforpligtelser i selskabet. Ifølge Solvens II skal selskaberne benytte en cost-of-capital-sats på 6 pct., som svarer til det afkastkrav en ekstern investor vil have på sin kapital (ud over den risikofri rente), hvis investoren præcis stiller kapital nok til rådighed til at dække solvenskravet.

[334] Basiskapital omfatter egenkapital samt andre kapitalelementer, som fx særlige bonushensættelser. Selskabernes kapitalstruktur behandles yderligere i kapitel 7.

Boks 12.1
Beregning af risikomargen under Solvens II

Pensionsselskaber (og andre forsikringsselskaber) skal ifølge Solvens II beregne en risikomargen, jf. artikel 77, direktiv 2009/138/EF, som skal hensættes ud over et bedste skøn på de fremtidige forpligtigelser over for kunderne.

Et pensionsselskab skal altid hensætte nok midler til, at det kan leve op til et *bedste skøn* for de fremtidige forpligtigelser over for kunderne. Ved ugaranterede markedsrenteprodukter vil denne hensættelse svare til kundernes depoter, jf. også boks 2.12. Ved gennemsnitsrenteprodukter vil hensættelserne ikke svare til kundernes depoter, da visse af forpligtelserne over for kunderne ikke kan henføres til individuelle kunder (kollektivt bonuspotentiale). Samtidig kan der være afgivet garantier til kunderne. I nogle tilfælde vil det være nødvendigt at hensætte ekstra for at kunne dække det bedste skøn for, hvad disse garantier vil koste at leve op til.

Ud over dette bedste skøn skal pensionsselskaberne dog også hensætte en såkaldt *risikomargen*. Princippet bag risikomargen er at sikre, at der er tilstrækkelige midler/aktiver i et selskab til, at selskabet i teorien kan overføre sine forsikringsforpligtigelser til et andet selskab uden at det modtagende selskab vil kræve nogen betaling for at overtage forpligtigelserne. Årsagen til at hensætte en risikomargen er, at det bedste skøn på værdien af fremtidige forpligtigelser altid vil være forbundet med en vis usikkerhed. Hvis al udvikling i fremtiden foregår præcis som forventet, vil det bedste skøn netop være nok til at leve op til forpligtelserne. Men da fremtiden er usikker vil der være usikkerhed omkring, hvorvidt hensættelserne er tiltrækkelige (eller for store) til at leve op til forpligtigelserne, især hvis selskabet har afgivet garantier.

Hvis ét selskab skal overtage forpligtigelserne fra et andet selskab, skal det modtagende selskab stille nok kapital til rådighed til at dække det solvenskrav, som følger af overdragelsen. Denne kapital vil blive placeret i en række risikofri aktiver og derved opnå den risikofri rente (hvis kapitalen ikke placeres i risikofri aktiver, vil kapitalen løbe en større risiko, men også blive kompenseret for denne større risiko). Derudover skal der opnås en merforrentning, som afhænger af den usikkerhed, der vil være omkring de forudsætninger, der er brugt til beregning af hensættelserne.

Ved at regne den merforrentning, som der skal opnås på kapitalen for at være villig til at stille kapitalen til rådighed, er det muligt at beregne risikomargen som al fremtidig påkrævet forrentning tilbagediskonteret med den risikofri rente:

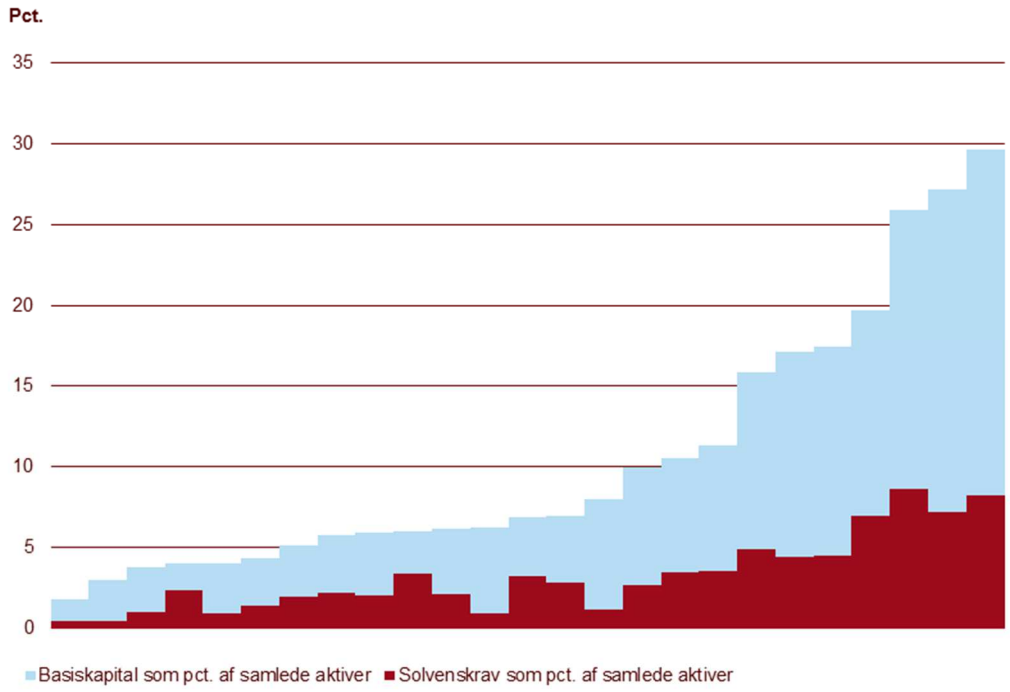
$$Risikomargen = CoC * \sum_{t \geq 0} \frac{SCR(t)}{\left(1 + r(t+1)\right)^{t+1}}$$

Hvor CoC er kapitalomkostningssatsen (afkastkravet), SCR(t) er solvenskravet på tidspunkt t og r(t+1) er den risikofri rente for en løbetid på t+1 år.

Forud for implementeringen af Solvens II forestod et større arbejde i at beregne, hvad satsen for afkastkravet skulle være. CEIOPS, den daværende europæiske komité for forsikring og pension, anbefalede i sidste ende en sats på 6 pct. Anbefalingen byggede på en række beregninger bl.a. på baggrund af CAPM og Fama-French's to- og tre-faktormodel.

De danske pensionsselskaber holder dog alle mere basiskapital end deres gældende solvenskrav, jf. figur 12.5. Afkastkravet – ud over den risikofri rente - på den kapital, som overstiger kapitalkravet, må antages at være mindre end de nævnte 6 pct. I det omfang denne ekstrakapital ses som helt risikofri, skal merafkastkravet således være 0.

Figur 12.5 **Basiskapital og solvenskrav som pct. af samlede aktiver for hvert selskab**



Note: Selskaberne er rangeret efter basiskapital som pct. af samlede aktiver i stigende rækkefølge.

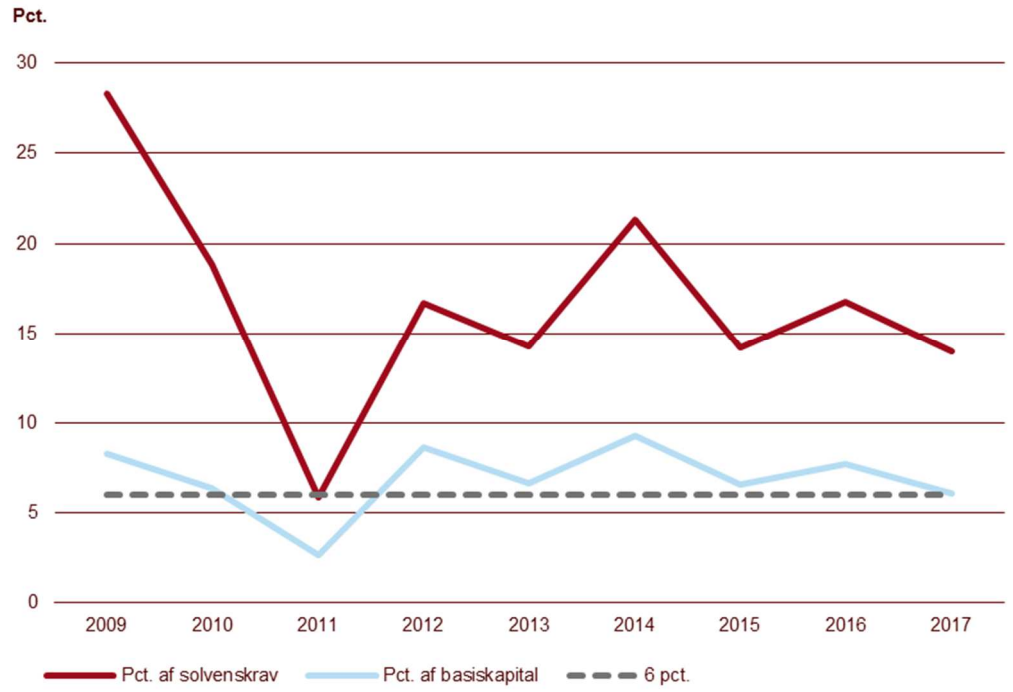
Kilde: Egne beregninger baseret på data fra Finanstilsynet

Generelt må det således formodes, at risikoen for basiskapitalen aftager med størrelsen af basiskapitalen, og at afkastkravet for hver kr. placeret ud over solvenskravet derfor må være mellem 0 og 6 pct. Det er samtidig vurderingen, at merkravet til afkast relativt hurtigt nærmer sig 0 pct. uden dog at komme helt derned.

Hvis afkastkravet er 6 pct. på hele basiskapitalen, uanset overdækning, vil overnormal indtjening vise sig som en indtjening, der i gennemsnit over en årrække ligger over 6 pct. af *basiskapitalen*. Hvis afkastkravet ud over den risikofri rente derimod er 0 pct. for hver kr. over solvenskravet, vil overnormal indtjening vise sig som en indtjening, der i gennemsnit over en årrække ligger over 6 pct., når indtjeningen måles ift. *solvenskravet.*

Den samlede indtjening blandt de kommercielle pensionsselskaber med eksternt afkastkrav (fra kunderne alene, dvs. eksklusiv forrentning af placering af basiskapitalen) har både som pct. af solvenskravet og som pct. af basiskapitalen i alle år fra 2009 til 2017 ligget over 6 pct. med undtagelse af 2011, jf. figur 12.6. Indtjeningen som pct. af det regulatoriske solvenskrav ligger naturligt nok endvidere betydeligt højere end indtjeningen som pct. af basiskapitalen. Det peger samlet set på, at der er tale om overnormal forrentning, når det forudsatte afkastkrav (ud over den risikofrie rente) for så vidt angår. kapital, der lige akkurat dækker kapitalkravet, er på 6 pct.

Figur 12.6 **Indtjening, uden afkast på basiskapitalens aktiver, som pct. af solvenskrav og basiskapital**



Anm.: Indtjeningen er opgjort som den samlede indtjening før skat, som er tilfaldet basiskapitalen i det givne år. Solvenskrav og basiskapital for hvert år er opgjort som et simpelt gennemsnit mellem hhv. solvenskrav, hhv. samlet basiskapital for primo og ultimo året. Solvenskravet er opgjort som det individuelle solvensbehov for perioden før 2016 og som det gældende solvenskrav (under Solvens II) for 2016 og 2017. [Vi kan formodentlig inkludere 2008 med flere data fra Finanstilsynet]

Kilde: Egne beregninger foretaget på baggrund af data indleveret af selskaberne og Finanstilsynet

Reguleringen af solvenskravet er ændret igennem perioden fra 2009 til 2017. Frem til og med 2015 var Solvens I den gældende regulering, hvor selskaberne dog skulle opgøre det individuelle solvensbehov, som var baseret på samme principper som solvenskravet under Solvens II. Der var metodefrihed, inden for visse grænser, omkring beregningen af det individuelle solvensbehov frem til 2014. Den samlede forrentning målt ift. hhv. solvenskrav og basiskapital er dog nogenlunde ens i de tre perioder, jf. tabel 12.4.

Tabel 12.4 **Indtjening som pct. af solvenskrav og basiskapital opdelt på perioder**

Periode	Kommentar	Som pct. af solvenskrav	Som pct. af basiskapital
2009-2017	Hele perioden med data	16,1	6,9
2014-2017	Ikke længere metodefrihed	16,3	7,3
2016-2017	Solvens II	15,3	6,8

Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af selskaberne samt data fra Finanstilsynet

Bilag 7: Robusthedstjek af modelspecifikation i analysen af skalafordele

Der er foretaget robusthedstjek af den valgte modelspecifikation i analysen af stordriftsfordele på pensionsmarkedet, jf. afsnit 3.6. Det gælder både for stordriftsfordele ved kapitalforvaltning og ved administration af pensionsordninger.

Der foretages følgende robusthedstjek; der er tilføjet en variabel, som kontrollerer for den demografiske sammensætning, fjernet en variabel, der kontrollerer for årsvariation, der anvendt en omkostningsfunktion med en anden form (translog) og hhv. en random - og en fixed effects model. Desuden er modellen estimeret for et trunkeret (mindre) datasæt som indeholder administrationsomkostninger med samme (kortere) tidsserie som for investeringsomkostningerne.

Overordnet set er hovedmodellens resultater robuste, og de forskellige følsomhedsberegninger påvirker kun i begrænset omfang de estimerede parametre.

Trunkeret data
Tidsserien for administrationsomkostningerne trunkeres til at have den samme *kortere* tidsserie som dataet for investeringsomkostninger, dvs. fra 2011-2017 i stedet for 2005-2017.

For estimationen af den kortere tidsserie er konklusionen om stordriftsfordele i administration af pensionsordninger den samme som i den valgte modelspecifikation, jf. tabel 12.5. Estimationen peger på, at stordriftsfordelene er marginalt højere i den trunkerede tidsserie end i den anvendte *længere* tidsserie, jf. tabel 1 i boks 3.7.

Tabel 12.5 **Regression af administrationsomkostninger, trunkeret tidsserie**

Administrationsomkostninger (log)	med erhvervelsesomkostninger		uden erhvervelsesomkostninger	
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
	Selskabstype	Pensionsselskab	Selskabstype	Pensionsselskab
Antal kunder (log)	-0,312 ***	-0,226 ***	-0,104 **	-0,174 ***
Antal kunder (log) x AMP selskaber	0,113 **		-0,092 *	
Gennemsnitlig formue pr kunde (log)	0,180 ***	0,142 ***	0,212 ***	0,243 ***
Administrationsfællesskab	-0,282 ***	-0,276 ***	-0,289 ***	-0,294 ***
AMP selskab	-2,715 ***	-1,366 ***	0,311	-0,786 ***
Konstantled	10,245 ***	9,406 ***	6,972 ***	7,655 ***
Antal observationer	256	256	256	256
R-sq	0,791	0,782	0,578	0,568

Anm.: ***, ** og * angiver signifikant forskellig fra nul ved 99 pct., 95 pct. og 90 pct. konfidensinterval.

Kilde: Egne beregninger.

Den demografiske sammensætning

Som robusthedstjek tilføjes en variabel, der kontrollerer for den demografiske sammensætning.[335] Når der medtages en variabel, som kontrollerer for, at antallet af pensionister kan variere mellem årene, er konklusionen den samme og koefficienterne, der angiver stordriftsfordele ændres ikke – det gælder både for stordriftsfordelene ved investeringsomkostninger og administrationsomkostninger, jf. tabel 12.6 og tabel 12.7.

Tabel 12.6 **Regression af administrationsomkostninger, kontrol for antal pensionister**

Administrationsomkostninger (log)	**med erhvervelsesomkostninger**		**uden erhvervelsesomkostninger**	
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
	Selskabstype	Pensionsselskab	Selskabstype	Pensionsselskab
Antal kunder (log)	-0,269 ***	-0,183 ***	-0,078 **	-0,137 ***
Antal kunder (log) x AMP selskaber	0,111 ***		-0,076 *	
Gennemsnitlig formue pr. kunde (log)	0,257 ***	0,219 ***	0,283 ***	0,310 ***
Administrationsfællesskab	-0,309 ***	-0,304 ***	-0,311 ***	-0,315 ***
AMP selskab	-2,664 ***	-1,343 ***	0,166	-0,740 ***
Antal pensionister (log)	-0,361	-0,267	-0,360	-0,424
Konstantled	14,190 ***	12,072 ***	11,173 ***	12,626 ***
Antal observationer	473	473	473	473
R-sq	0,7151	0,706	0,548	0,542

Anm.: ***, ** og * angiver signifikant forskellig fra nul ved 99 pct., 95 pct. og 90 pct. konfidensinterval.

Kilde: Egne beregninger.

[335] Opgjort som antal personer med indkomsttypen "private pensioner" – DST register INDKP140

Tabel 12.7 **Regression af investeringsomkostninger, kontrol for antal pensionister**

Investeringsomkostninger (log)	**Model 1**	**Model 2**	**Model 3**
	Pensionsselskab	Kommercielt selskab	AMP-selskab
Samlede hensættelser (log)	0,014	0,178 ***	-0,053
Samlede hensættelser (log) x AMP selskaber		-0,231 ***	
Samlede hensættelser (log) x kommercielle selskaber			0,231 ***
AMP selskab	0,540 ***	4,896 ***	
Kommercielt selskab			-4,896 ***
Ekstern kapitalforvaltning (ikke-koncern) (3)	-0,010	0,043	0,043
Ekstern kapitalforvaltning (koncern) (3)	0,440 ***	0,797 ***	0,797 ***
Adminstrationsfællesskab	0,150 **	0,065	0,065
Antal pensionister (log)	-0,287	-0,229	-0,229
Kreditobligationer, udlån, emerging markets(2)	2,291 ***	2,192 ***	2,192 ***
Noterede kapitalandele(2)	0,097	-0,003	-0,003
Unoterede kapitalandele(2)	0,043	0,153	0,153
Bygninger(2)	2,009	3,205 ***	3,205 ***
Andre investeringer(2)	-1,648 ***	-1,476 ***	-1,476 ***
Konstantled	-2,542	-6,588	-1,692
Antal observationer	150,000	150,000	150,000
R-sq	0,472	0,504	0,504

Note [1]: Referencegruppe er stats-, real- og indeksobligationer **[2]:** Referencegruppen er intern kapitalforvaltning
Anm.: ***, ** og * angiver signifikant forskellig fra nul ved 99 pct., 95 pct. og 90 pct. konfidensinterval.

Kilde: Egne beregninger.

Ingen kontrol for årsvariation
Som robusthedstjek fjernes dummy-variablerne, der kontrollerer for den årsvariation, som ikke er virksomhedsspecifik.

Konklusionerne er de samme som i den valgte modelspecifikation for både administrations- og investeringsomkostninger. Koefficienten, der angiver stordriftsfordelene i denne model, er kun marginal forskellig fra koefficienten i de anvendte modeller, jf. tabel 12.8 og tabel 12.9.

Tabel 12.8 **Regression af administrationsomkostninger, uden årsdummies**

Administrationsomkostninger (log)	**med erhvervelsesomkostninger**		**uden erhvervelsesomkostninger**	
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
	Selskabstype	Pensionsselskab	Selskabstype	Pensionsselskab
Antal kunder (log)	-0,265 ***	-0,186 ***	-0,075 **	-0,144 ***
Antal kunder (log) x AMP selskaber	0,100 ***		-0,087 **	
Hensættelser pr. kunde (log)	0,242 ***	0,211 ***	0,269 ***	0,296 ***
Administrationsfællesskab	-0,32 ***	-0,315 ***	-0,321 ***	-0,325 ***
AMP selskab	-2,514 ***	-1,335 ***	0,307	-0,729 ***
Konstantled	9,331 ***	8,548 ***	6,307 ***	6,995 ***
Antal observationer	473	474	475	476
R-sq	0,704	0,697	0,534	0,526

Anm.: ***, ** og * angiver signifikant forskellig fra nul ved 99 pct., 95 pct. og 90 pct. konfidensinterval.

Kilde: Egne beregninger.

Tabel 12.9 **Regression af investeringsomkostninger, uden årsdummies**

Investeringsomkostninger (log)	**Model 1**	**Model 2**	**Model 3**
	Pensionsselskab	Kommercielt selskab	AMP-selskab
Samlede hensættelser (log)	0,012	0,173 ***	-0,051
Samlede hensættelser (log) x AMP selskaber		-0,224 ***	
Samlede hensættelser (log) x kommercielle selskaber			0,224 ***
AMP selskab	0,546 ***	4,769 ***	
Kommercielt selskab			-4,769 ***
Ekstern kapitalforvaltning (ikke-koncern) (3)	0,010	0,057	0,057
Ekstern kapitalforvaltning (koncern) (3)	0,433 ***	0,782 ***	0,782 ***
Adminstrationsfællesskab	0,153 **	0,073	0,073
Kreditobligationer, udlån, emerging markets(2)	2,386 ***	2,289 ***	2,289 ***
Noterede kapitalandele(2)	-0,001	-0,081	-0,081
Unoterede kapitalandele(2)	-0,105	0,027	0,027
Bygninger(2)	2,131 *	3,265 ***	3,265 ***
Andre investeringer(2)	1,675 ***	1,514 ***	1,514 ***
Konstantled	-6,422 ***	-9,579 ***	-4,810 ***
Antal observationer	150	150	150
R-sq	0,435	0,465	0,465

Note [1]: Referencegruppe er stats-, real- og indeksobligationer **[2]:** Referencegruppen er intern kapitalforvaltning
Anm.: ***, ** og * angiver signifikant forskellig fra nul ved 99 pct., 95 pct. og 90 pct. konfidensinterval.

Kilde: Egne beregninger.

Transcendentale logaritmiske omkostningsfunktion

Den transcendentale logaritmiske (translog) omkostningsfunktion anvendes ofte til at estimere omkostninger, fordi funktionen har en fleksibel form, der kan fange effekten af, at stordriftsfordele kan være aftagende med størrelse. Hvis estimationen viser, at stordriftsfordelene er aftagende med størrelsen og at der efter et bestemt niveau er egentlige skalaulemper, vil det medføre, at der findes en optimal skala, og at selskaber større end denne efficiente skala vil have stigende marginalomkostninger, når de bliver større.

Estimationen indikerer, at stordriftsfordelene ved at administrere pensionsordninger (uden omkostninger til at erhverve nye kunder) er aftagende med størrelse – det vil sige, at jo større et selskab er, jo færre fordele ved stordrift kan selskabet høste, jf. model 2 i tabel 12.10. Derimod peger estimationen på, at stordriftsfordelene ikke er aftagende med størrelse, såfremt omkostninger til at erhverve nye kunder medregnes.

Tabel 12.10 **Regression af administrationsomkostninger med et kvadreret led**

Administrationsomkostninger (log)	**med erhvervelses-omkostninger**	**uden erhvervelses-omkostninger**
	Model 1	Model 2
Antal kunder (log)	-0,264 *	-0,443 ***
Antal kunder (kvadreret) (log)	0,008	0,029 **
Gennemsnitlig formue pr. kunde (log)	0,219 ***	0,310 ***
Administrationsfællesskab	-0,296 ***	-0,282 ***
AMP selskab	-1,340 ***	-0,729 ***
Konstantled	8,849 ***	8,386 ***
Antal observationer	473	473
R-sq	0,707	0,551

Anm.: ***, ** og * angiver signifikant forskellig fra nul ved 99 pct., 95 pct. og 90 pct. konfidensinterval.

Kilde: Egne beregninger.

Der er ikke estimeret signifikante stordriftsfordele ved at investere pensionsformuen, når der anvendes en translog omkostningsfunktion.

Tabel 12.11 **Regression af investeringsomkostninger med et kvadreret led**

Investeringsomkostninger (log)	Model 1
Samlede hensættelser (log)	2,462
Samlede hensættelser (log) (kvadreret)	-0,128
AMP selskab	11,690
Ekstern kapitalforvaltning (ikke-koncern) (3)	-0,105
Ekstern kapitalforvaltning (koncern) (3)	0,713 ***
Adminstrationsfællesskab	0,042
Kreditobligationer, udlån, emerging markets(2)	2,267 ***
Noterede kapitalandele(2)	-0,148
Unoterede kapitalandele(2)	0,075
Bygninger(2)	3,164
Andre investeringer(2)	-1,681
Konstantled	-30,010
Antal observationer	150
R-sq	0,519

Note [1]: Referencegruppe er stats-, real- og indeksobligationer **[2]:** Referencegruppen er intern kapitalforvaltning
Anm.: ***, ** og * angiver signifikant forskellig fra nul ved 99 pct., 95 pct. og 90 pct. konfidensinterval.

Kilde: Egne beregninger.

Random effects model

Som robusthedstjek anvendes en random effects model for at kontrollere for eventuelle individspecifikke effekter og sikre korrekte standardfejl.

Konklusionerne for stordriftsfordele ved administration af pensionsordninger er uændret såfremt der anvendes en random effects model, med undtagelse af model 3, jf. tabel 12.12.

Tabel 12.12 **Regression af administrationsomkostninger, random effects model**

Administrationsomkostninger (log)	med erhvervelsesomkostninger		uden erhvervelsesomkostninger	
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
	Selskabstype	Pensionsselskab	Selskabstype	Pensionsselskab
Antal kunder (log)	-0,278 ***	-0,221 ***	-0,092	-0,179 ***
Antal kunder (log) x AMP selskaber	0,072		-0,11 *	
Gennemsnitlig formue pr kunde (log)	0,266 ***	0,256 ***	0,302 ***	0,319 ***
Administrationsfællesskab	-0,223 **	-0,222 **	-0,262 ***	-0,266 ***
AMP selskab	-2,293 ***	-1,454 ***	0,462	-0,811 ***
Konstantled	9,352 ***	8,716 ***	6,353 ***	7,309 ***
Antal observationer	473	473	473	473
R-sq	0,703	0,696	0,539	0,531

Anm.: ***, ** og * angiver signifikant forskellig fra nul ved 99 pct., 95 pct. og 90 pct. konfidensinterval.

Kilde: Egne beregninger

Der er ikke estimeret signifikante stordriftsfordele ved investering af pensionsformuen i en random effects model. Der findes dog i denne model ikke skalaulemper for de kommercielle selskaber, hvilket var tilfældet i den oprindelige model.

Tabel 12.13 **Regression af investeringsomkostninger, random effects model**

Investeringsomkostninger (log)			
	Model 1	Model 2	Model 3
	Pensionsselskab	Kommercielt selskab	AMP-selskab
Samlede hensættelser (log)	-0,012	0,106	-0,036
Samlede hensættelser (log) x AMP selskaber		-0,142	
Samlede hensættelser (log) x kommercielle selskaber			0,142
AMP-selskab	0,540 ***	3,213 *	
Kommercielt selskab			-3,213 *
Ekstern kapitalforvaltning (ikke-koncern) (3)	0,030	0,064	0,064
Ekstern kapitalforvaltning (koncern) (3)	0,307	0,583 **	0,583 **
Adminstrationsfællesskab	0,069	0,064	0,064
Kreditobligationer, udlån, emerging markets(2)	2,192 ***	2,140 ***	2,140 ***
Noterede kapitalandele(2)	-0,196	-0,223	-0,223
Unoterede kapitalandele(2)	-0,330	-0,246	-0,246
Bygninger(2)	2,747	2,907	2,907
Andre investeringer(2)	-0,983	-0,942	-0,942
Konstantled	-6,071 ***	-8,334 ***	-5,121 ***
Antal observationer	150	150	150
R-sq	0,452	0,484	0,484

Note [1]: Referencegruppe er stats-, real- og indeksobligationer **[2]:** Referencegruppen er intern kapitalforvaltning
Anm.: ***, ** og * angiver signifikant forskellig fra nul ved 99 pct., 95 pct. og 90 pct. konfidensinterval.

Kilde: Egne beregninger.

Fixed effects model

Der anvendes ligeledes en fixed effects model, hvor de individuelle konstanter kan kontrollere for uobserverbare forhold inden for hvert selskab. En fixed effects model estimerer således stordriftsfordele *inden for* de enkelte selskaber, dvs. hvorvidt de har sænket omkostningerne i takt med at de bliver større. Til gengæld estimerer en fixed effects model ikke stordriftsfordele på baggrund af forskellen i størrelsen *på tværs* af selskaber, dvs. hvorvidt større selskaber har laveret omkostninger. Dermed tages der højde for, at forskelle i omkostninger på tværs af selskaber kan skyldes andre faktorer end størrelse, som der ikke er taget højde for i regressionen.

I en fixed effects model, der udnytter panelstrukturen i data og tillader virksomhedsspecifikke konstantled, er der ligeledes signifikante skalafordele ved administration af pensionsordninger, med undtagelse af model 3 for kommercielle selskab, jf. tabel 12.14. Koefficienten er marginalt højere end i den valgte model – imidlertid er usikkerheden større og estimatet ikke signifikant. Derimod er der fortsat signifikante stordriftsfordele ved administration af pensionsordninger for AMP-selskaber.

Tabel 12.14 **Regression af administrationsomkostninger, fixed effects model**

Administrationsomkostninger (log)	med erhvervelsesomkostninger		uden erhvervelsesomkostninger	
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
	Selskabstype	Pensionsselskab	Selskabstype	Pensionsselskab
Antal kunder (log)	-0,327 ***	-0,350 ***	-0,107	-0,280 ***
Antal kunder (log) x AMP selskaber	-0,041		-0,297 **	
Gennemsnitlig formue pr kunde (log)	0,261 ***	0,261 ***	0,331 ***	0,334 ***
Administrationsfællesskab	-0,092	-0,095	-0,111	-0,135
Konstantled	9,046 ***	8,988 ***	8,092 ***	7,673 ***
Antal observationer	473	473	473	473
R-sq	0,168	0,037	0,333	0,183

Anm.: ***, ** og * angiver signifikant forskellig fra nul ved 99 pct., 95 pct. og 90 pct. konfidensinterval.

Kilde: Egne beregninger.

I en fixed effects model estimeres der – som i en random effects model – ikke signifikante stordriftsfordele ved investering af pensionsformuen og heller ikke signifikante *skalaulemper*

Tabel 12.15 **Regression af investeringsomkostninger, fixed effects model**

Investeringsomkostninger (log)			
	Model 1	Model 2	Model 3
	Pensionsselskab	Kommercielt selskab	AMP-selskab
Samlede hensættelser (log)	0,003	-0,042	0,010
Samlede hensættelser (log) x AMP selskaber		0,052	
Samlede hensættelser (log) x kommercielle selskaber			-0,052
Kreditobligationer, udlån, emerging markets(2)	2,258 *	2,251 *	2,251 *
Noterede kapitalandele(2)	-0,335	-0,310	-0,310
Unoterede kapitalandele(2)	-0,326	-0,361	-0,361
Bygninger(2)	2,944	2,959	2,959
Andre investeringer(2)	-0,766	-0,776	-0,776
Konstantled	-8,896	-9,172	-9,172
Antal observationer	150	150	150
R-sq within	0,244	0,244	0,244

Note [1]: Referencegruppe er stats-, real- og indeksobligationer **[2]:** Referencegruppen er intern kapitalforvaltning
Anm.: ***, ** og * angiver signifikant forskellig fra nul ved 99 pct., 95 pct. og 90 pct. konfidensinterval.

Kilde: Egne beregninger.

Overordnet er der relativt beskedne forskelle i de estimerede parametre til antal opsparere og samlede pensionsformue, når man sammenligner estimaterne i den valgte modelspecifikation og estimaterne i ovenstående modeller, der anvendes til robusthedstjek. Resultaterne for de omkostningsmæssige stordriftsfordele ved kapitalforvaltning og administration af pensionsordninger vurderes derfor overordnet at være robuste.

Bilag 8: Udvidet regressionstabel afkast mellem selskaber

Tabel 12.16 **Har nogen selskaber signifikant højere eller lavere afkast end gennemsnittet?**

	Kontrollerer for årsvariation			Kontrollerer for årsvariation samt risiko		
	Model 1a	Model 1b	Model 1c	Model 2a	Model 2b	Model 2c
Afhængige variabel						
Nettoafkast (2005-2017)	x			x		
Nettoafkast (2011-2017)		x			x	
Bruttoafkast (2011-2017)			x			x
Uafhængige variabler						
Pensionsselskaber (dummies)						
Selskab 1	0,004	0,003	-0,002	0,013	0,008	0,006
Selskab 2	-0,007	-0,007	-0,011	0,003	-0,006	-0,012
Selskab 3	0,007	0,010	0,007	0,014	0,014	0,013
Selskab 4	0,007	0,002	0,001	0,012	0,005	0,003
Selskab 5	-0,013	-0,015	-0,017	-0,006	-0,012	-0,015
Selskab 6	-0,003	-0,005	0,010	-0,004	-0,006	0,023
Selskab 7	-0,001	-0,005	-0,008	0,007	-0,001	0,002
Selskab 8	0,017 *	-0,006	-0,004	0,008	-0,005	0,000
Selskab 9	0,013	0,007	0,005	0,019	0,007	-0,002
Selskab 10	0,009	0,011	0,010	0,009	0,012	0,012
Selskab 11	0,005	0,008	0,006	-0,008	0,008	0,013
Selskab 12	0,010	0,013	0,012	0,012	0,016	0,020
Selskab 13	-0,007	-0,011	-0,015	-0,004	-0,005	-0,003
Selskab 14	-0,016	-0,008	-0,012	-0,014	-0,007	-0,008
Selskab 15	0,000	-0,001	-0,003	-0,005	0,001	0,008
Selskab 16	-0,007	0,009	0,010	-0,007	0,012	0,018
Selskab 17	-0,002	-0,002	-0,009	-0,009	-0,018	-0,053 *
Selskab 18	0,009	0,013	0,010	-0,003	0,013	0,017
Selskab 19	0,012	0,011	0,009	0,010	0,009	-0,003
Selskab 20	0,009	0,011	0,007	0,009	0,009	-0,005
Selskab 21	0,009	0,012	0,012	0,015	0,012	0,001
Selskab 22	-0,006	-0,005	-0,007	-0,08	-0,007	-0,016
Selskab 23	0,013	0,023 **	0,005	0,007	0,020	0,000
Selskab 24	-0,049 ***	-0,048 ***		-0,069 ***	-0,064 ***	
Selskab 25	-0,011	-0,019 *	-0,021 *	0,000	-0,015	-0,020
Årsdummies						
2005 (reference år)						
2006	-0,109 ***			-0,108 ***		
2007	-0,140 ***			-0,139 ***		
2008	-0,218 ***			-0,216 ***		
2009	-0,066 ***			-0,065 ***		

2010	-0,050	***					-0,052	***				
2011	-0,080	***					-0,083	***				
2012	-0,049	***	0,031	***	0,027	***	-0,053	***	0,030	***	0,029	***
2013	-0,122	***	-0,043	***	-0,048	***	-0,126	***	-0,041	***	-0,043	***
2014	-0,039	***	0,041	***	0,041	***	-0,043	***	0,041	***	0,044	***
2015	-0,130	***	-0,051	***	-0,054	***	-0,135	***	-0,050	***	-0,053	***
2016	-0,079	***	0,001		-0,001		-0,083	***	0,003		0,001	
2017	-0,097	***	-0,017	**	-0,018*		-0,099	***	-0,014		-0,017	
Aktivklasseandele												
Stats-, indeks- og realkreditobligationer (reference gruppe)												
Noterede aktier							0,002		0,000		0,009	
Unoterede aktier							0,006		-0,002		0,043	
Grunde og bygninger							-0,204	*	-0,068		-0,014	
Kreditobligationer, udlån og emerging markets obligationer							0,030		-0,022		-0,070	
Andre aktiver							0,020		0,040		0,097	*
R-sq	0,85		0,89		0,91		0,85		0,89		0,92	
Antal observationer	325		175		150		323		173		148	

Note 1: *=Signifikansniveau mellem 0,05 og 0,1; **Signifikansniveau mellem 0,01 og 0,05; ***Signifikansniveau lavere end 0,01

Note 2: Investeringsafkastet er for gennemsnitsrenteprodukter

Note 3: Data vedr. investeringsomkostninger for selskab 24 er ikke tilgængelig, og det er dermed heller ikke muligt at beregne deres bruttoafkast

Note 4: Ud fra Shapiro-Wilk W test kan det afvises, at fejlleddene er normalfordelte. Parameterestimaternes P-værdier, særligt dem der er større end 0,01, skal derfor fortolkes med varsomhed.

Kilde: Egne beregninger baseret på data indleveret af pensionsselskaberne samt data fra pensionsselskabernes årsrapporter og Finanstilsynet.

Bilag 9: Beregningsmetode for vækst i et gennemsnitligt selskab

Et pensionsselskabs (kommercielt selskab, AMP-selskab) gennemsnitlige størrelse beregnes som samlede hensættelser divideret med antallet af selskaber det pågældende år.

$$Gennemsnitlig\ størrelse_{i,t} = \frac{Hensættelser_{i,t}}{Antal\ selskaber_{i,t}}$$

Væksten i den gennemsnitlige størrelse fra periode *t* til periode *t+1* er således givet ved:

$$Vækst_{i,t+1} = \frac{Hensættelser_{i,t+1}}{Antal\ selskaber_{i,t+1}} - \frac{Hensættelser_{i,t}}{Antal\ selskaber_{i,t}}$$

Væksten i den gennemsnitlige størrelse fra år *t* til år *t+1*, som er forårsaget af sammenlægninger blandt selskaberne, beregnes som den vækst, der ville have været i et gennemsnitligt selskab, hvis der ikke havde været en ændring i de samlede hensættelser:

$$Fusionsvækst_{i,t+1} = \frac{Hensættelser_{i,t}}{Antal\ selskaber_{i,t+1}} - \frac{Hensættelser_{i,t}}{Antal\ selskaber_{i,t}}$$

Væksten i den gennemsnitlige størrelse fra år *t* til år *t+1*, som skyldes organisk vækst, beregnes som den vækst der ville have været i den gennemsnitlige størrelse, hvis antallet af selskaber holdes konstant.

$$Organisk\ vækst_{i,t+1} = \frac{Hensættelser_{i,t+1}}{Antal\ selskaber_{i,t}} - \frac{Hensættelser_{i,t}}{Antal\ selskaber_{i,t}}$$

Grundet den "ikke-lineære" natur af ændringen i gennemsnittet, hvor der ofte vil være ændringer i både antallet af selskaber og størrelsen af hensættelserne i et givet år (dvs. ændringer i både tæller og nævner), vil der være en "residual-vækst", som ikke via beregningerne kan tilskrives fusionsvækst eller organisk vækst. Denne er givet ved:

$$Residual_{i,t+1} = Vækst_{i,t+1} - Fusionsvækst_{i,t+1} - Organisk\ vækst_{i,t+1}$$

$$Residual_{i,t+1} = -\frac{(Hensættelser_{i,t+1} - Hensættelser_{i,t})(Antal\ selskaber_{i,t+1} - Antal\ selskaber_{i,t})}{Antal\ selskaber_{i,t+1} Antal\ selskaber_{i,t}}$$

Til beregning af figur 3.10 anvendes ligeledes ovenstående metode, hvor 2017 beskriver år *t+1*, mens 2005 beskriver år *t*. Med andre ord ser denne figur på udvikling mellem 2005 og 2017.

Bilag 10: Økonomisk model for effekten af kollektive midler

For at illustrere den konkurrencemæssige effekt af at visse midler er kollektive og ikke kan medtages ved skift, opstilles en simpel model:

Der er to identiske selskaber, som udbyder pensioner, og en masse af identiske kunder hvis størrelse normaliseres til ét. Hver kunde har sparet det samme beløb op gennem løbende indbetalinger, som er blevet forrentet. Den samlede formue normaliseres til ét.

Alle kunder skal have udbetalt deres pension som et engangsbeløb. Lige inden udbetalingen skal hver kunde vælge, hvilket selskab der skal stå for udbetalingen. Hvert selskab sætter en pris, som betales inden pensionen udbetales. Prisen for selskab j angives som p_j, og efterspørgslen efter selskab j's produkt angives som D_j. Hvert selskab har en fast marginalomkostning på c med $0 \leq c < 1$.

Det antages, at hvert selskab har en lige stor pulje af kollektive midler. Andelen af den samlede formue, som er kollektiv, angives ved q. De kollektive midler fordeles ligeligt mellem kunderne i selskabet. Nytten for en kunde ved at vælge selskab j er således givet ved:

$$U_j = \underbrace{\frac{1}{2}\frac{q}{D_j}}_{\text{Kundens andel af de kollektive midler}} + \underbrace{(1-q)}_{\text{Kundens egne midler}} - \underbrace{p_j}_{\text{Prisen som kunden betaler}}$$

Og kundens nytte ved ikke at købe fra noget selskab er givet ved 0. Denne antagelse følger af, at alt, hvad der indgår i nyttefunktionen, er monetære størrelser. I første omgang antages det, at alle midler er individuelle således at $q = 0$. En kunde vil købe i selskab j, hvis nytten er højere end ved at købe i selskab $-j$.

$$U_j = 1 - p_j \geq 1 - p_{-j} = U_{-j}$$

Dvs., at alle kunde køber i det billigste selskab (givet at den samlede nytte er positiv). Situationen afspejler således Bertrand-konkurrence, hvor den eneste ligevægt er:

$$p_1 = p_2 = c$$

Og kunderne er indifferente mellem selskaberne, og alle køber produktet.

Hvis en del af kundemidlerne er kollektive ($q > 0$), ændres situationen. Igen skal kunderne i ligevægten være indifferente mellem de to selskaber.

$$\frac{1}{2}\frac{q}{D_1} - p_1 = \frac{1}{2}\frac{q}{1-D_1} - p_2$$

Bemærk, at ikke alle kunder vil købe i samme selskab, selv hvis $p_1 \neq p_2$. Jo mindre efterspørgslen er efter det ene selskabs produkt, jo mere attraktiv bliver produktet, da de kollektive midler ikke skal fordeles mellem så mange kunder. Derfor vil D_1 og D_2 aldrig kunne blive 0. Derfra følger det også, at $p_1 = p_2 = c$ ikke kan være en ligevægt, hvis $q > 0$, da begge selskaber i den situation får en profit på 0. Ved at hæve prisen lidt over marginalomkostningen vil de få en positiv profit per solgte produkt, og de vil som nævnt aldrig miste al efterspørgsel. Det medfører, at hvert selskab kan opnå en positiv profit ved at afvige, og $p_1 = p_2 = c$ kan således ikke være en ligevægt.

Den ovenstående ligning kan omskrives til:

$$(p_1 - p_2)D_1^2 + (p_2 - p_1 - q)D_1 = -\frac{1}{2}q$$

Ved at differentiere udtrykket mht. til p_1 fås:

$$D_1^2 + 2(p_1 - p_2)D_1 \frac{\partial D_1}{\partial p_1} - D_1 - (1 + p_1 - p_2)\frac{\partial D_1}{\partial p_1} = 0$$

Der fokuseres kun på en symmetrisk ligevægt, dvs. hvor $p_1 = p_2$. Det er ikke udelukket, at der kan være asymmetriske ligevægte, da begge selskaber som nævnt fortsat vil opleve en efterspørgsel, selv ved $p_1 \neq p_2$. I en symmetrisk ligevægt deler selskaberne efterspørgslen, hvilket vil sige at $D_1 = D_2 = \frac{1}{2}$, givet at prisen ikke er for høj (dvs. priserne skal opfylde $p_1 = p_2 \leq 1 - \frac{3}{4}q$).

Vi indsætter $p_1 = p_2$ og $D_1 = \frac{1}{2}$ og isolerer for $\frac{\partial D_1}{\partial p_1}$:

$$\frac{\partial D_1}{\partial p_1} = -\frac{1}{4q}$$

Herfra kan det ses, at jo større kollektive midler, jo mindre falder efterspørgslen, når selskabet hæver prisen. I det ekstreme tilfælde, hvor q går mod 0 falder efterspørgslen uendeligt, når prisen hæves, hvilket er konsistent med Bertrand-konkurrence.

Selskab 1 maksimerer sin profit, hvilket betyder:

$$\frac{\partial \pi_1}{\partial p_1} = D_1 + (p_1 - c)\frac{\partial D_1}{\partial p_1} = 0$$

Ved at indsætte $\frac{\partial D_1}{\partial p_1}$ samt $D_1 = \frac{1}{2}$ fås:

$$p_1 = p_2 = c + 2q$$

Dvs., at prisen bliver højere, jo større en andel af midlerne, der er kollektive. Igen opnås alm. Bertrand-konkurrence, hvis $q = 0$. Bemærk, at ligevægten kun gælder, hvis $q \leq \frac{1-c}{2}$. Ellers går prisen mod uendelig. Intuitionen er, at med store kollektive midler, kan selskaberne hæve prisen, indtil der nærmest ikke er nogen kunder tilbage, og fordele de kollektive midler mellem de (få) tilbageværende og tage en meget høj pris.

Bilag 11: Beregning af betydning af prisen

I modellen betragtes en pensionsopsparer, som foretager løbende indbetalinger til sin pensionsordning som en fast pct. af lønnen, hvorefter depotet udbetales i lige store rater i en forudbestemt nedsparingsperiode. Den samlede op- og nedsparingsperiode betegnes med T, og pensionsalderen betegnes med m. Den årlige lønudvikling betegnes som g, den årlige inflation som π og den årlige nominelle rente som i. Den årlige rentetilskrivning til depotet beskattes med PAL-skattesatsen, som betegnes som τ_{PAL}. Samtidig foretages der løbende indbetalinger til pensionsopsparingen. Den løbende indbetaling stiger med lønudviklingen så indbetalingen i periode $t < m$ er givet ved $c(1+g)^t$, hvor c angiver indbetalingen i periode 0.

Opspareren betaler løbende en fast løbende pris til pensionsselskabet som pct. af depotet på p. Det antages, at hele prisen fratrækkes depotet *efter* rentetilskrivning og dermed efter opgørelse af PAL-skat. Den nominelle værdi af depotet i periode $t < m$ (efter indbetaling) er givet ved:

$$D_t = \sum_{x=0}^{t} c(1 + i(1-\tau_{PAL}) - p)^x (1+g)^{t-x}$$

Dette kan også skrives som:

$$D_t = c\frac{(1 + i(1-\tau_{PAL}) - p)^{t+1} - (1+g)^{t+1}}{i(1-\tau_{PAL}) - p - g} \qquad (1)$$

Det er brugbart at definere depotets størrelse lige inden første udbetaling. Denne betegnes som D^{ned} og er givet ved:

$$D^{ned} = D_{m-1}(1 + i(1-\tau_{PAL}) - p)$$

Hvor D_{m-1} er givet i (1). Det antages, at depotet udbetales i lige store rater, som ikke bliver inflationsjusterede. Den årlige udbetaling u er således:

$$u = D^{ned}\frac{(1 + i(1-\tau_{PAL}) - p)^{T-m} - (1 + i(1-\tau_{PAL}) - p)^{T-m-1}}{(1 + i(1-\tau_{PAL}) - p)^{T-m} - 1} \qquad (2)$$

Depotet vil således løbende falde under nedsparingen. Depotet i periode $t \geq m$ (efter udbetaling) er givet ved:

$$D_t = D^{ned} - \sum_{x=0}^{t-m} u(1 + i(1-\tau_{PAL}) - p)^x = D^{ned} - u\frac{(1 + i(1-\tau_{PAL}) - p)^{t-m+1} - 1}{i(1-\tau_{PAL}) - p}$$

Udbetalingen vil blive beskattet og evt. også modregnet. Den effektive beskatning og modregning af udbetalingen betegnes med τ_{udb}. Den årlige nominelle udbetaling efter skat er således $u(1-\tau_{udb})$. Faldet i udbetalingen som følge af højere priser kan således beregnes som faldet i $u(1-\tau_{udb})$ ved forskellige priser. Hvis u_1 er udbetalingen ved en pris på p_1 og u_2 er udbetalingen ved en pris på p_2 er faldet i udbetalingen som følge af prisen efter skat og modregning givet ved:

$$(u_1 - u_2)(1-\tau_{udb})$$

Mens det procentvise fald er givet ved:

$$\frac{u_1 - u_2}{u_1}$$

Den nominelle pris, som bliver betalt til pensionsselskabet i periode t, er givet ved $p * D_t$, hvor D_t er defineret i (1) for $t < m$ og i (3) for $t \geq m$. Den samlede betalte pris i nutidskroner er således givet ved:

$$P^{samlet} = \sum_{x=o}^{T-1} \frac{p * D_x}{(1+\pi)^x}$$

Hvor D_x er defineret som beskrevet ovenfor.

For at beregne antallet af ekstra år på arbejdsmarkedet, som følger af en højere pris, beregnes først den årlige udbetaling u_1, som følger af den oprindelige pris p_1 og den oprindelige pensionsalder m_1. Herefter defineres u_2 som den udbetaling, der følger af den nye pris p_2 og den nye pensionsalder m_2. m_2 er således givet som den værdi, der medfører, at $u_1 = u_2$. Antallet af ekstra år på arbejdsmarkedet er hermed givet ved $m_2 - m_1$.

Bilag 12: Udvidet regressionstabel for lønpræmier inkl. alle brancheestimater

Boks 12.2
Analyse af lønpræmier

Udvidet regressionstabel for lønpræmier inkl. alle brancheestimater. For metode henvises til Boks **3.6**.

	Logaritmen til timeløn					
Model	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Population	Alle lønmodtagere	Lønmodtagere med karakterer	Lønmodtagere med karakterer og [potentiel] erhvervserfaring	Lønmodtagere med karakterer og [potentiel] erhvervserfaring	Alle lønmodtagere	Lønmodtagere på fuldtid
Estimations-metode	OLS	OLS	OLS	Pooled OLS	Fixed effects	Fixed effects
Periode	2017	2017	2017	2014-2017	2014-2017	2014-2017
Forsikring og Pension	**0,2928** ***	**0,3018** ***	**0,2967** ***	**0,3079** ***	**0,0731** ***	**0,0623** ***
Rangering	5 (top 4 pct.)	5 (top 4 pct.)	5 (top 4 pct.)	5 (top 4 pct.)	12 (top 9 pct.)	2 (top 5 pct.)
Den finansielle sektor (bred branche gruppering)						
Køn	0,2850 ***	0,2625 ***	0,2728 ***	0,2249 ***	-	-
Køn*børn	-0,0161 ***	-0,0359 ***	-0,0369 ***	-0,0477 ***	0,0290 ***	0,0286 ***
Alder	0,0596 ***	0,0484 ***	0,0333 ***	0,0435 ***	0,0872 ***	0,0873 ***
Alder*køn	-0,0199 ***	-0,0153 ***	-0,0161 ***	-0,0134 ***	-0,0211 ***	-0,0203 ***
Alder^2	-0,0006 ***	-0,0004 ***	-0,0003 ***	-0,0005 ***	-0,0011 ***	-0,0011 ***
Alder^2*køn	0,0002 ***	0,0002 ***	0,0002 ***	0,0001 ***	0,0002 ***	0,0002 ***
Potentiel erhvervserfaring	-	-	0,0000 ***	0,0000 ***	-	-
Potentiel erhvervserfaring^2	-	-	0,0000 ***	0,0000 ***	0,0000 ***	0,0000 ***
Civilstatus	0,0611 ***	0,0801 ***	0,0759 ***	0,0705 ***	-0,0184 ***	-0,0181 ***
Civilstatus*køn	-0,0537 ***	-0,0674 ***	-0,0673 ***	-0,0677 ***	-0,0213 ***	-0,0217 ***
Karakter	-	0,0142 ***	0,0127 ***	0,0124 ***	-	-
Gymnasiel	0,1133 ***	-0,0206 ***	0,0176 ***	0,0788 ***	0,0179 ***	0,0166 ***
Kortvideregående uddannelse	0,1274 ***	-0,0167 ***	0,0526 ***	0,0971 ***	-0,0065 ***	-0,0078 ***
Mellemlangvideregående uddannelse	0,1665 ***	0,0050 *	0,0801 ***	0,1264 ***	-0,0068 ***	-0,0079 ***
Langvideregående uddannelse	0,3306 ***	0,1587 ***	0,2545 ***	0,3012 ***	0,0351 ***	0,0345 ***
Phd	0,4163 ***	0,2237 ***	0,3508 ***	0,3980 ***	0,0336 ***	0,0423 ***
Børn	0,0137 ***	0,0536 ***	0,0488 ***	0,0446 ***	-0,0049 ***	-0,0045 ***
Lønmodtager med ledelsesarbejde	0,4225 ***	0,4675 ***	0,4569 ***	0,4497 ***	0,0613 ***	0,0656 ***
Lønmodtager på højeste niveau	0,1522 ***	0,1461 ***	0,1403 ***	0,1367 ***	0,0468 ***	0,0544 ***
Lønmodtager på mellemniveau	0,0866 ***	0,0813 ***	0,0795 ***	0,0774 ***	0,0120 ***	0,0162 ***
Andre lønmodtagere	-0,0429 ***	-0,0021	-0,0032	-0,0181 ***	0,0132 ***	0,0194 ***
Lønmodtager u.n.a.	-0,0795 ***	-0,0099 ***	-0,0132 ***	-0,0460 ***	-0,0369 ***	-0,0367 ***
Indvandrer	-0,0728 ***	-0,0049	-0,0007	0,0023	-	-
Efterkommer	-0,0068 ***	0,0153 ***	0,0114 ***	0,0069 ***	-	-
København og omegn	0,0400 ***	0,0359 ***	0,0372 ***	0,0348 ***	-0,0007	-0,0017
Aarhus	0,0093 ***	-0,0016	0,0002	0,0012 *	-0,0151 ***	-0,0160 ***
Landbrug og gartneri	-0,0480 ***	-0,0876 ***	-0,0862 ***	-0,0706 ***	-0,0234 ***	
Skovbrug	0,0036	0,0210	0,0237	0,0221 *	-0,0141	

Fiskeri	0,6946	***	0,1775	*	0,1795	*	0,1239	**	0,4878	***
Indvinding af olie og gas	0,5499	***	0,5219	***	0,5079	***	0,5017	***	0,0258	*
Indvinding af grus og sten	0,1182	***	0,1117	*	0,1037	*	0,0885	***	0,0500	***
Service til råstofindvinding	0,3298	***	0,3237	***	0,3152	***	0,3097	***	0,0031	
Slagterier	0,1541	***	0,1718	***	0,1703	***	0,1621	***	0,1392	***
Fiskeindustri	0,0967	***	0,1056	***	0,1014	***	0,1314	***	0,1134	***
Mejerier	0,2281	***	0,2731	***	0,2668	***	0,2589	***	0,1641	***
Bagerier, brødfabrikker mv.	-0,0433	***	-0,0067		-0,0084		-0,0627	***	-0,0258	***
Anden fødevareindustri	0,0667	***	0,0796	***	0,0744	***	0,0755	***	0,0253	***
Drikkevareindustri	0,0334	***	0,0252		0,0219		0,0776	***	0,0369	***
Tobaksindustri	0,0848	***	0,1427	*	0,1409	*	0,1415	***	0,0411	
Tekstilindustri	0,0325	***	0,0303		0,0293		0,0149		0,0018	
Beklædningsindustri	-0,0282	**	-0,0657	**	-0,0676	**	-0,0701	***	-0,0388	***
Læder- og fodtøjsindustri	-0,0916	*	-0,2468		-0,2551		-0,1380	**	-0,0447	
Træindustri	-0,0005		0,0472	**	0,0461	**	0,0359	***	0,0278	***
Papirindustri	0,0850	***	0,1082		0,1070	***	0,1062	***	0,0527	***
Trykkerier mv.	-0,0283	***	-0,0403	***	-0,0399	**	-0,0014		0,0290	***
Olieraffinaderier mv.	0,3734	***	0,3570	***	0,3535	***	0,3952	***	0,0687	***
Fremst. af basiskemikalier	0,1876	***	0,2086	***	0,1963	***	0,2093	***	0,0206	
Fremst. af maling og sæbe mv.	0,1016	***	0,1466	***	0,1399	***	0,1544	***	0,0197	***
Medicinalindustri	0,2364	***	0,2658	***	0,2568	***	0,2652	***	0,0327	***
Plast- og gummiindustri	0,0605	***	0,1259	***	0,1222	***	0,1234	***	0,0291	***
Glasindustri og keramisk industri	0,0675	***	0,1002	***	0,0977	***	0,0790	***	0,0326	***
Betonindustri og teglværker	0,1247	***	0,1334	***	0,1264	***	0,1182	***	0,0820	***
Fremst. af metal	0,0647	***	0,1153	***	0,1096	***	0,1191	***	0,0448	***
Metalvareindustri	0,0611	***	0,0612	***	0,0591	***	0,0610	***	0,0151	**
Fremst. af computere og kommunikationsudstyr mv.	0,0218	***	0,0705	***	0,0640	***	0,0653	***	-0,0110	
Fremst. af andet elektronisk udstyr	0,0717	***	0,1178	***	0,1073	***	0,1175	***	-0,0224	***
Fremst. af elektriske motorer mv.	0,0564	***	0,1100	***	0,1006	***	0,1168	***	-0,0027	
Fremst. af ledninger og kabler	0,1176	***	0,1429	***	0,1349	***	0,1481	***	0,0250	**
Fremst. af husholdningsapparater, lamper mv.	0,0170		0,0448	*	0,0394	*	0,0481	***	-0,0100	
Fremst. af motorer, vindmøller og pumper	0,1458	***	0,1721	***	0,1673	***	0,1548	***	0,0391	***
Fremst. af andre maskiner	0,0766	***	0,0970	***	0,0921	***	0,1029	***	0,0027	
Fremst. af motorkøretøjer og dele hertil	0,0500	***	0,0811	***	0,0822	***	0,0723	***	-0,0029	
Fremst. af skibe og andre transportmidler	0,0130		0,0256		0,0239		0,0458	***	-0,0343	***
Fremstilling af medicinske instrumenter mv.	0,0426	***	0,0842	***	0,0825	***	0,0841	***	-0,0085	
Legetøj og anden fremstillingsvirksomhed	0,1247	***	0,1662	***	0,1613	***	0,1734	***	0,0220	**
Reparation og installation af maskiner og udstyr	0,0845	***	0,0417	*	0,0434	*	0,0564	***	0,0032	
Elforsyning	0,1708	***	0,1909	***	0,1842	***	0,1911	***	-0,0041	
Gasforsyning	0,1878	***	0,2156	***	0,2058	***	0,2139	***	0,0046	
Varmeforsyning	0,1319	***	0,1016	***	0,0996	***	0,0906	***	-0,0463	**
Vandforsyning	0,0851	***	0,0815	***	0,0738	***	0,0838	***	0,0150	
Kloak- og rensningsanlæg	0,1371	***	0,0788	***	0,0729	***	0,0922	***	0,0491	***

Renovation og genbrug	0,0580	***	0,0813	***	0,0818	***	0,0908	***	0,0401	***
Rensning af jord og grundvand	-0,0436		-0,0450		-0,0426		-0,0275		-0,0136	
Byggeentreprenører	0,1506	***	0,1348	***	0,1352	***	0,1271	***	0,0343	***
Anlægsentreprenører	0,1513	***	0,1463	***	0,1436	***	0,1458	***	0,0595	***
Bygningsinstallation	0,0862	***	-0,0030		0,0026		0,0095		-0,0301	***
Bygningsfærdiggørelse	0,0221	***	-0,0620	***	-0,0560	***	-0,0518	***	-0,0349	***
Murere og anden specialiseret bygge- og anlægs-virksomhed samt forberedende byggepladsarbejde	0,1413	***	0,0952	***	0,0971	***	0,0941	***	0,0438	***
Bilhandel	0,0171	***	0,0479	***	0,0457	***	0,0501	***	-0,0800	***
Bilværksteder mv.	-0,0519	***	-0,0503	***	-0,0489	***	-0,0358	***	-0,0779	***
Agenturhandel	0,1748	***	0,2109	***	0,2051	***	0,2067	***	-0,0001	
Engrosh. med korn og foderstof	0,0291	***	0,0558	**	0,0538	**	0,0386	***	0,0063	
Engrosh. med føde-, drikke- og tobaksvarer	0,0511	***	0,0976	***	0,0937	***	0,1066	***	0,0325	***
Engrosh. med tekstiler og husholdningsudstyr	0,0632	***	0,1177	***	0,1117	***	0,1233	***	-0,0274	***
Engrosh. med it-udstyr	0,1638	***	0,2231	***	0,2146	***	0,2165	***	-0,0153	**
Engrosh. med andre maskiner	0,0919	***	0,1224	***	0,1182	***	0,1122	***	-0,0069	
Anden engroshandel	0,0331	***	0,0948	***	0,0927	***	0,0965	***	-0,0115	*
Supermarkeder og varehuse mv.	-0,1247	***	0,0014		-0,0003		-0,0491	***	-0,0313	***
Specialbutikker med fødevarer	-0,1519	***	-0,0977	***	-0,0986	***	-0,1217	***	-0,0840	***
Tankstationer	0,0289	***	0,0513	***	0,0502	***	0,0316	***	0,0554	***
Detailh. med forbrugerelektronik	-0,0472	***	0,0213		0,0162		-0,0005		-0,0033	
Detailh. med tekstiler og husholdningsudstyr mv.	-0,1162	***	-0,0553	***	-0,0555	***	-0,0542	***	-0,0630	***
Detailh. med kultur- og fritidsprodukter	-0,1682	***	-0,1244	***	-0,1260	***	-0,1145	***	-0,0853	***
Detailh. med beklædning og fodtøj	-0,1224	***	-0,0637	***	-0,0664	***	-0,0661	***	-0,0657	***
Internethandel, postordre mv.	-0,1263	***	-0,1104	***	-0,1119	***	-0,0948	***	-0,0804	***
Regional- og fjerntog	0,0872	***	0,0941	***	0,0952	***	0,1035	***	-0,0195	*
Lokaltog, bus og taxi mv.	-0,0441	***	-0,0217		-0,0170		-0,0014		0,0174	**
Fragtvognmænd og rørtransport	0,0332	***	0,0500	***	0,0526	***	0,0615	***	0,0172	***
Skibsfart	0,1108	***	0,1983	***	0,1970	***	0,2288	***	-0,0495	***
Luftfart	0,2807	***	0,3401	***	0,3345	***	0,3201	***	0,0552	***
Hjælpevirksomhed til transport	0,1072	***	0,1391	***	0,1389	***	0,1526	***	0,0080	
Post og kurertjeneste	-0,1418	***	-0,0100		-0,0118		-0,0162	**	-0,0499	***
Hoteller mv.	0,0036		0,0594	***	0,0585	***	0,0856	***	0,0777	***
Restauranter	-0,0824	***	-0,0693	***	-0,0710	***	-0,0367	***	-0,0219	***
Forlag	-0,0397	***	-0,0234	*	-0,0238	*	0,0029		-0,0337	***
Udgivelse af computerspil og anden software	0,0945	***	0,1214	***	0,1148	***	0,1379	***	-0,0444	***
Produktion af film, tv og musik mv.	-0,0008		0,0398	**	0,0385	**	0,0304	***	-0,0497	***
Radio- og tv-stationer	0,0891	***	0,0911	***	0,0923	***	0,1142	***	-0,0041	
Telekommunikation	0,0925	***	0,1534	***	0,1452	***	0,1496	***	0,0111	*
It-konsulenter mv.	0,1077	***	0,1240	***	0,1181	***	0,1362	***	-0,0379	***
Informationstjenester	0,0486	***	0,0445	***	0,0408	**	0,0616	***	-0,0449	***
Pengeinstitutter	0,2354	***	0,2794	***	0,2822	***	0,2956	***	0,1031	***
Kreditforeninger mv.	0,2494	***	0,2964	***	0,2911	***	0,2961	***	0,0438	***
Forsikring og pension	0,2928	***	0,3018	***	0,2967	***	0,3079	***	0,0731	***

Finansiel service	0,2059	***	0,2325	***	0,2283	***	0,2333	***	0,0030						
Ejendomsmæglere mv.	0,0523	***	0,0610	***	0,0600	***	0,0715	***	-0,0291	***					
Boligudlejning	0,0059		0,0649	***	0,0699	***	0,0688	***	0,0075						
Udlejning af erhvervsejendomme	0,0257	***	0,0584	***	0,0555	***	0,0492	***	-0,0074						
Advokatvirksomhed	0,0899	***	0,1462	***	0,1428	***	0,1436	***	-0,0212	***					
Revision og bogføring	0,0550	***	0,1190	***	0,1189	***	0,1302	***	-0,0691	***					
Virksomhedskonsulenter	0,0954	***	0,1167	***	0,1124	***	0,1238	***	-0,0503	***					
Arkitekter og rådgivende ingeniører	0,0647	***	0,0752	***	0,0678	***	0,0801	***	-0,0215	***					
Forskning og udvikling	0,0672	***	0,0708	***	0,0642	***	0,0650	***	-0,0204	***					
Reklame- og analysebureauer	-0,0458	***	-0,0337	**	-0,0367	**	-0,0098		-0,1013	***					
Anden videnservice	-0,0475	***	-0,0583	***	-0,0615	***	-0,0338	***	-0,0420	***					
Dyrlæger	-0,1258	***	-0,1106	***	-0,1096	***	-0,0880	***	-0,1862	***					
Udlejning og leasing af materiel	0,0499	***	0,0086		0,0067		0,0332	***	-0,0022						
Arbejdsformidling og vikarbureauer	0,0799	***	0,0796	***	0,0846	***	0,0975	***	0,1107	***					
Rejsebureauer	-0,0818	***	-0,1098	***	-0,1114	***	-0,0743	***	-0,1563	***					
Vagt og sikkerhedstjeneste	0,1145	***	0,1425	***	0,1408	***	0,1301	***	0,0837	***					
Ejendomsservice, rengøring og anlægsgartnere	-0,0145	***	0,0164		0,0210		0,0520	***	0,0429	***					
Anden operationel service	0,0424	***	0,0498	***	0,0468	***	0,0698	***	0,0036						
Offentlig administration	-0,0078	*	0,0063		0,0104		0,0181	***	-0,0176	***					
Forsvar, politi og retsvæsen mv.	-0,0879	***	-0,0718	***	-0,0697	***	-0,0414	***	-0,2529	***					
Grundskoler	-0,0097	**	0,0562	***	0,0614	***	0,0735	***	0,1441	***					
Gymnasier og erhvervsfaglige skoler	-0,0521	***	-0,0287	**	-0,0232	*	-0,0070		0,0611	***					
Videregående uddannelsesinstitutioner	-0,0573	***	-0,0454	***	-0,0393	***	-0,0249	***	-0,0221	***					
Voksenundervisning mv.	-0,0740	***	-0,0406	***	-0,0321	**	-0,0131		0,0267	***					
Hospitaler	0,0033		0,0510	***	0,0558	***	0,0617	***	-0,0578	***					
Læger, tandlæger mv.	-0,0010		0,0375	***	0,0408	***	0,0516	***	-0,0085						
Plejehjem mv.	-0,0382	***	0,0142		0,0217	*	0,0317	***	0,0782	***					
Daginstitutioner og dagcentre mv.	-0,1402	***	-0,0821	***	-0,0791	***	-0,0639	***	-0,0106	*					
Teater, musik og kunst	-0,0527	***	-0,0505	***	-0,0495	***	-0,0231	***	0,0334	***					
Biblioteker, museer mv.	-0,0870	***	-0,0747	***	-0,0692	***	-0,0591	***	-0,0149	**					
Lotteri og andet spil	0,0016		0,0738	***	0,0695	***	0,0879	***	-0,0006						
Sport	-0,0855	***	-0,0585	***	-0,0591	***	-0,0309	***	-0,0321	***					
Forlystelsesparker og andre fritidsaktiviteter	0,0061		0,0399	***	0,0365	**	0,0461	***	0,0251	***					
Organisationer og foreninger	-0,0235	***	-0,0292		-0,0271	*	0,0005		0,0134	**					
Reparation af husholdningsudstyr	-0,0628	***	-0,0781	***	-0,0773	***	-0,0692	***	-0,0556	***					
Frisører, vaskerier og andre serviceydelser	-0,0578	***	-0,0915	***	-0,0903	***	-0,0793	***	-0,0958	***					
Private husholdninger med ansat medhjælp	-0,0752	***	-0,0936	***	-0,0905	***	-0,0810	***	-0,0257	*					
Internationale organisationer og ambassader	-0,1088	*	-0,1077	*	-0,1022	*	-0,0901	***	-0,1070	**					
Uoplyst aktivitet	0,1812	***	0,1535	*	0,1419	*	-0,0408		0,0361	*					
Landbrug, skovbrug og fiskeri											-0,0128	**			
Råstofindvinding											0,0210	**			
Føde-, drikke-, tobaksvare											0,0370	***			
Tekstil- og læderindustri											-0,0221	**			

Træ-, papirindustri, trykkeri						0,0291 ***
Olieraffinaderier mv.						0,0577 **
Kemisk industri						0,0129 **
Medicinalindustri						0,0372 ***
Plast-, glas- og betonindustri						0,0412 ***
Metalindustri						0,0108 ***
Elektronikindustri						-0,0216 ***
Fremst. Af elektrisk udstyr						-0,0046
Maskinindustri						0,0110 ***
Transportmiddelindustri						-0,0181 **
Energiforsyning						-0,0121 *
Vandforsyning og renovation						0,0292 ***
Bygge og anlæg						-0,0028
Handel						-0,0337 ***
Transport						-0,0113 ***
Hoteller og restauranter						-0,0056
Foralg, tv og radio						-0,0332 ***
Telekommunikation						0,0126 **
It- og informationstjenester						-0,0389 ***
Finansiering og forsikring						0,0623 ***
Fast ejendom						-0,0169 ***
Rådgivning mv.						-0,0450 ***
Forskning og udvikling						-0,0185 ***
Reklame o.a. erhvervsservice						-0,0803 ***
Rejsebureauer, rengøring mv						0,0518 ***
Off. adm., forsvar, politi						-0,1025 ***
Undervisning						0,0631 ***
Sunhedsvæsen						-0,0523 ***
Sociale institutioner						0,0068 *
Kultur og fritid						-0,0158 ***
Andre serviceydelser						-0,0203 ***
Uoplyst aktivitet						0,0241
2015				0,0258 ***	0,0378 ***	0,0384 ***
2016				0,0548 ***	0,0785 ***	0,0798 ***
2017				0,0848 ***	0,1221 ***	0,1241 ***
Konstantled	3,8752 ***	4,0193 ***	4,2523 ***	3,9353 ***	3,9579 ***	3,9619 ***
Observationer	2.163.885	710.025	710.025	2.789.411	8.522.426	8.522.426
R^2	0,5674	0,5725	0,5784	0,6131	0,1147	0,1020

Anm.: En stjerne indikerer p-værdi under 5 pct., mens to og tre stjerner indikerer p-værdier under hhv. 1 pct. og 0,1 pct.