

# Pension når garantierne forsvinder

Hvad er implikationerne for produktegenskaber og forbrugerbeskyttelse?

Et diskussionsoplæg

---

27. februar 2017



**FINANSTILSYNET**

# Indholdsfortegnelse

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Sammenfatning</b>  | <b>3</b>  |
| <b>1. Produkttyper og produktegenskaber</b>                             | <b>5</b>  |
| Udbetalingstyper  | 5         |
| Garanterede og ugaranterede produkter                                   | 6         |
| Produktændringer  | 8         |
| <b>2. Observationer fra Finanstilsynets julebreve</b>                   | <b>11</b> |
| Hvad kunderne er stillet i udsigt                                       | 11        |
| Overvejelser om forudsigelighed og stabilitet                           | 12        |
| Risikoprofiler i ugaranterede markedsrenteprodukter                     | 13        |
| <b>3. Udviklingen i investeringerne</b>                                 | <b>17</b> |
| <b>4. Reguleringen af garanterede og ugaranterede produkter</b>         | <b>21</b> |
| Reguleringen i historisk perspektiv                                     | 21        |
| Solvens II-reguleringen   | 22        |
| Solvenskapitalkravet  | 23        |
| Prudent person-princippet   | 24        |
| <b>5. Høring</b>  | <b>26</b> |
| Produktegenskaber og kundernes forventninger til ugaranterede produkter | 26        |
| Tilstrækkelig beskyttelse af forbrugerne                                | 27        |

## Sammenfatning

En pensionsopsparing er en opsparing, som en person foretager i den erhvervsaktive alder med henblik på at kunne forsørge sig selv efter pensionering. I Danmark såvel som i en række andre lande er private pensionsordninger en væsentlig kilde til forsørgelse for pensionister.

Den samlede pensionsopsparing i Danmark i ATP, LD, livsforsikringselskaber, tværgående pensionskasser og pengeinstitutter var ultimo 2015 3.271 mia. kr. Det svarer til ca. 161 pct. af BNP. Heraf forvaltede danske livsforsikringselskaber og tværgående pensionskasser (herefter pensionselskaber) ultimo 2015 pensionsmidler for 2.073 mia. kr. Livsforsikringsvirksomhed er derfor underlagt en særlig regulering i forhold til anden opsparing, og bestyrelserne i landets pensionselskaber har et væsentligt medansvar for at sikre danskerne et forsørgelsesgrundlag i deres alderdom.

Det danske pensionssystem adskiller sig på flere områder fra andre pensionssystemer i Europa. Vi har i Danmark har været tidligt ude i forhold til at håndtere en række centrale problemstillinger med hensyn til arbejdsmarkedspensioner. Bl.a. har arbejdsmarkedets parter siden Fælleserklæringen i 1987 spillet en væsentlig rolle i opbygningen af den private pensionsopsparing. Krav om fuld funding og adskillelse af pensionskassens midler fra sponsorvirksomhedens midler har desuden været bærende principper helt tilbage fra den første lov om firmapensionskasser fra 1935. Hertil kommer, at tværgående pensionskasser siden 1981 har været reguleret som livsforsikringselskaber ud fra den betragtning, at samme produkt kræver samme beskyttelse. Det har bidraget til at skabe et robust og bæredygtigt pensionssystem.

Fra dansk side har der tidligt været fokus på vigtigheden af at opgøre aktiver og passiver til markedsværdi. Det bidrager til at sikre, at der er midler nok i selskaberne til at udbetale de lovede pensioner. Men det lave renteniveau og de øgede levetider har sat livsforsikringsprodukter med garantier under pres, fordi størrelsen af hensættelserne er øget for at sikre, at selskaberne kan honorere garantierne. Det betyder, at pensionselskabernes investeringsmuligheder bliver begrænset til investeringsprodukter med lavere risiko og dermed lavere forventet afkast. Den lavere risiko letter presset på solvensen, men det lavere forventede afkast kan på længere sigt gøre det vanskeligt for selskaberne at opnå en forrentning af de indbetalte midler, der er tilstrækkelig til at honorere garantierne.

For at tage hånd om disse udfordringer har pensionselskaberne de senere år udviklet pensionsprodukter med mindre eller ingen garanti. Det har givet større investeringsfrihed og altså mulighed for at opnå en bedre forrentning af de indbetalte midler – og således også en større udbetalt pension til kunderne. Erhvervs- og vækstministeren indgik i sommeren 2012 en aftale med pensionsbranchen om at understøtte denne udvikling. Pensionselskaberne skal ifølge aftalen arbejde for fortsat at mindske omfanget af produkter med nominel rentegaranti. Det skal bl.a. ske ved at øge kundernes muligheder for at træffe omvalg og dermed flytte deres opsparing over i ugaranterede produkter, herunder markedsrenteprodukter. Danmark har på den måde i modsætning til andre europæiske lande taget skridt til at håndtere de markedsforhold, der påvirker livsforsikrings- og pensionssektoren.

På den baggrund er der i de senere år sket en markant ændring i produktporteføljen. Garanterede produkter, hvor selskaberne f.eks. garanterer en årlig ydelse, og dermed bærer risikoen

for tab på de finansielle markeder eller for, at kunderne lever længere, viger til fordel for ugaranterede produkter, hvor kunderne selv bærer risikoen. Man taler om, at risikoen er blevet "privatiseret". En af konsekvenserne af, at risikoen bliver privatiseret, er, at kunderne kan opleve fald i de pensionsydelse, som de får udbetalt. Har man som kunde f.eks. et ugaranteret markedsrenteprodukt med en investeringsprofil, der indeholder en høj aktieandel, kan et større fald på aktiemarkederne betyde, at man får nedsat fremtidens pensionsydelse, eller man kan være nødsaget til at gå senere på pension, hvis man ønsker at opretholde niveauet for sin pensionsydelse.

Samtidig er investeringsrisikoen i form af aktieandelen af investeringsaktiverne generelt større i markedsrenteprodukter, der som hovedregel er ugaranterede, end i gennemsnitsrenteprodukter, der som udgangspunkt er garanterede. Tilsvarende er andelen af alternative investeringer i f.eks. infrastruktur, skovbrug og alternativ kredit generelt større i markedsrenteprodukter end i gennemsnitsrenteprodukter.

Den gældende regulering, og dermed det aktuelle tilsyn, er i højere grad rettet mod traditionelle produkter, der indeholder garantier, end mod produkter uden garantier. Der kan derfor være behov for at overveje, om det aktuelle set-up i forhold til regulering og tilsyn indeholder tilstrækkelig forbrugerbeskyttelse til at skabe berettiget tillid til nutidens pensionsprodukter.

Formålet med diskussionspapiret er:

- at skabe debat om pensionsprodukternes egenskaber og risikostyringen af produkter, hvor risikoen er privatiseret, og
- at samle synspunkter i forhold til, hvordan forbrugere med disse produkter bliver beskyttet.

Finanstilsynet ønsker at samle betragtninger, som politikerne kan inddrage ved fremtidige beslutninger om den finansielle regulering af pensionsområdet.

# 1. Produkttyper og produktegenskaber

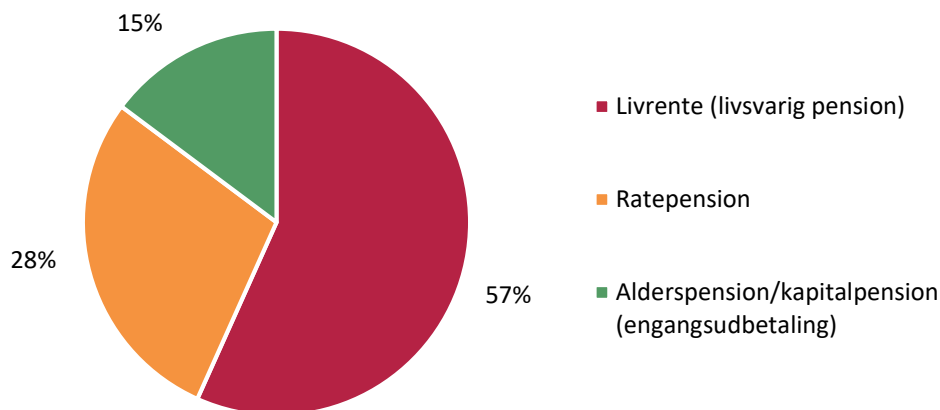
## Udbetalingstyper

Produkterne på markedet for pensionsopsparing kan overordnet opdeles i tre typer med forskellige udbetalingsprofiler:

- Livrente giver som hovedregel livsvarige udbetalinger.
- Ratepension bliver udbetalt som månedlige rater over mindst 10 år og højst 25 år. Udbetalingerne ophører, når den aftalte periode er gået.
- Aldersopsparing bliver udbetalt som et engangsbeløb eller over flere omgange og senest 15 år efter, at kunden har nået pensionsalderen.

En væsentlig del af opsparingen i danske pensionsselskaber sker i livrenteprodukter, jf. figur. 1. I 2014 udgjorde opsparingen i livrenter omkring 57 pct. af den samlede opsparing.

**FIGUR 1: PENSIONSOPSPARING FORDELT PÅ UDBETALINGSTYPER I LIVSFORSIKRINGSSÆLSKABER OG TVÆRGÅENDE PENSIONS-KASSER, 2014**



Kilde: Danmarks Statistik

Livrenter bygger – i modsætning til aldersopsparing og ratepension – på et forsikringsprincip, hvor risikoen for og dermed den økonomiske belastning ved, at en kunde lever længere end gennemsnittet, bliver delt mellem kunderne. Den enkeltes opsparing i tilfælde af dødsfald indgår i udbetalingerne til de overlevende. Livrenter indebærer, at kunden ikke løber tør for penge, når vedkommende er gået på pension, selvom kunden lever længere end gennemsnittet. Livrenter er altså som udgangspunkt designet til at fungere som forsørgelsesgrundlag i hele pensionisttilværelsen.

## Garanterede og ugaranterede produkter

Pensionsordninger i livrenteordninger kan være tilknyttet garantier eller være ugaranterede. Ordningerne eksisterer i en række forskellige varianter, men traditionelt har gennemsnitsrenteordninger<sup>1</sup>, hvor udsving i investeringsafkast bliver udjævnet over årene, været tilknyttet garantier. Garantierne vedrører primært forrentningen og den forventede levetid, som er de væsentligste risici i livsvarige pensionsprodukter. I disse ordninger er det selskabet, som bærer risikoen for afkastet på de finansielle markeder, og for at kunderne lever længere end forudsat.<sup>2</sup>

Pensionsgarantien giver kunden sikkerhed for en vis mindsteydelse. Den giver både forudsigelighed i opsparingsfasen i forhold til kommende pensionsydelse samt sikkerhed og stabilitet i de udbetalte pensionsydelse, når man er blevet pensionist, jf. tabel 1. Garantierne i de danske pensionselskaber er typisk nominelle ydelsesgarantier. Det betyder, at selskaberne garanterer kunderne et fast beløb i løbende udbetaling. Der er med andre ord ikke garanti for, at ydelsens købekraft bliver fastholdt.

**TABEL 1: KARAKTERISTIKA VED STEREOTYPE GARANTEREDE OG UGARANTEREDE PRODUKTER**

| Produkt                     | Grad af investeringsfrihed | Forudsigelighed i opsparingsfase | Stabilitet i udbetalingsfase |
|-----------------------------|----------------------------|----------------------------------|------------------------------|
| Garanteret gennemsnitsrente | Lav                        | Høj                              | Høj                          |
| Ugaranteret markedsrente    | Høj                        | Lav                              | Lav                          |

Markedsrenteprodukter<sup>3</sup>, hvor det løbende afkast bliver tilskrevet opsparingen, er som hovedregel ugaranterede. Det betyder, at det er kunderne selv, som bærer risikoen for tab på de finansielle markeder eller for længere levetid end forventet. Som oftest er frihedsgraderne for investering større i ugaranterede produkter end i garanterede produkter. En højere investeringsrisiko indebærer som udgangspunkt højere forventet afkast, og altså en højere forventet pensionsydelse.

Set fra kundens synspunkt indebærer en ugaranteret markedsrenteordning, at der i opsparingsfasen er en mindre grad af forudsigelighed om de fremtidige pensionsydelse. Jo større investeringsrisiko i produktet, desto større uforudsigelighed. I mange markedsrenteordninger har kunderne mulighed for selv at vælge niveauet for investeringsrisiko. Samtidig indebærer en

---

<sup>1</sup> I et gennemsnitsrenteprodukt fordeles kundernes investeringsafkast efter gennemsnitsrenteprincippet, hvilket betyder, at udsving i investeringsafkast udjævnes mellem de enkelte år. Det giver mulighed for at sikre en vis stabilitet i depotrenterne over tid. Udjævningen af depotrenten sker gennem en kollektiv buffer, der absorberer investeringstab i dårlige år og opbygges i gunstige år. Den kollektive buffer tilhører en gruppe af kunder, som har samme investeringsprofil. Bufferens størrelse er tilpasset den risiko, som ligger i investeringsprofilen. De stabile depotrenter betyder, at pensionsudbetalingerne kan holdes nogenlunde konstante over tid.

<sup>2</sup> I de selskabskonstruktioner, hvor medlemmerne udgør ejerkredsen, bærer medlemmerne dog også indirekte "selskabets" risiko qua retten til egenkapitalen.

<sup>3</sup> I markedsrenteprodukter tilskrives depoterne løbende en rente, der afspejler det faktiske investeringsafkast. Den forventede størrelse på udsvingene i investeringsafkastet og dermed depotrenten afhænger af, hvor stor en investeringsrisiko, der er i produktet. De forventede svingninger i depotrenten betyder, at pensionsudbetalingerne kan stige og falde fra år til år.

ugaranteret markedsrenteordning som udgangspunkt, at pensionsydelsen som pensionist er forbundet med større usikkerhed og mindre stabilitet.

Mange markedsrenteprodukter følger en livscyklusstrategi på investeringssiden. Det vil sige, at selskabet nedtrapper investeringsrisikoen for den enkelte kunde i takt med, at kunden bliver ældre. Det betyder, at risikoen er højere i den tidlige del af opsparingsfasen, hvor der er lang tid til pensionering. Til gengæld er chancen større for at opnå et højt afkast, som i sidste ende vil føre til højere pensionsudbetalinger. Fordi der er lang tid til pensioneringen, forventer pensionselskabet, at udsving i afkastet vil blive udjævnet over tid. Frem mod pensioneringstidspunktet aftrapper selskabet risikoen for at skabe større forudsigelighed om de kommende pensionsydelser.

En række selskaber kombinerer markedsrenteproduktet med udjævningsmekanismer i udbetalingsfasen – enten i stedet for eller som supplement til at nedbringe risikoen.

Selskaberne konstruerer udjævningsmekanismer på mange måder, men det overordnede princip er, at et selskab ved kundens pensionering tilbageholder en del af kundens egne midler. Disse udgør en individuel buffer for udsving i afkast. I praksis betyder det, at pensionsudbetalingerne vil ligge på et niveau, der er lavere end det ville være uden udjævning. Til gengæld vil sandsynligheden være lille for, at pensionsudbetalingerne falder.

En udjævningsmekanisme er ikke en ubetinget sikring mod, at pensionsudbetalingerne bliver nedsat. Hvis selskabet opnår meget dårlige investeringsafkast over en længere periode, er bufferen ikke tilstrækkelig til at udjævne afkastet. I disse tilfælde vil det være nødvendigt for selskabet at nedsætte ydelserne.

Produkterne på det danske pensionsmarked indeholder ofte både garanterede og ugaranterede elementer:

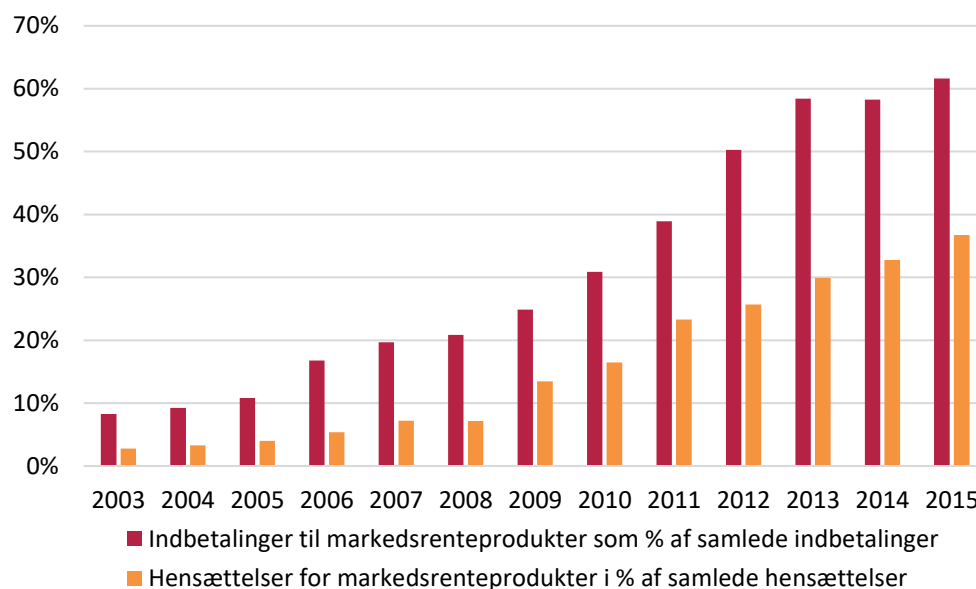
- En række selskaber med ugaranterede markedsrenteprodukter tilbyder køb af udbetalingsgarantier, når kunderne nærmer sig pensioneringstidspunktet.
- Mange gennemsnitsrenteprodukter indeholder en garanti for en mindsteforrentning, som er meget lav eller en 0-garanti. Da disse grundlag er fastsat med forsigtighed, vil der forventeligt opstå et overskud i kontraktens løbetid. En del af eller hele dette overskud tilfalder kunden i form af en bonustilskrivning. Med lave garantier eller 0-garanti kan overskuddet udgøre en betragtelig del af ordningen, mens garantien udgør en relativt lille del. For at give kunden en realistisk forventning til ydelsen i ordningen benytter selskaberne derfor ugaranterede grundlag til at fastsætte de faktiske ydelser. Dermed vil der, set fra kundens synsvinkel, stort set være samme form for risiko tilknyttet de forventede pensionsydelser som i ugaranterede pensionsprodukter.
- En række pensionskassers garanterede gennemsnitsrenteprodukter er betinget garanterede. Det betyder, at pensionskasserne kan nedsætte de garanterede ydelser, hvis en række betingelser er opfyldt. Betingelserne kan f.eks. være tilknyttet markedsrenteniveauet eller forudsætningerne for levetid. Risikoen på disse specifikke forhold ligger dermed hos kunden og ikke hos selskabet.

Det er ikke muligt generelt at afgøre om garanterede produkter er bedre eller dårligere for den enkelte kunde end ugaranterede produkter. Det afhænger blandt andet af produktets design, risikostyringen og den faktiske udvikling på de finansielle markeder.

## Produktændringer

Over de seneste ti år er der sket en bevægelse i produkterne på det danske pensionsmarked fra gennemsnitsrenteprodukter til markedsrenteprodukter. Andelen af hensættelser til markedsrenteprodukter i forhold til de samlede hensættelser er vokset fra ca. 4 pct. i 2003 til ca. 37 pct. i 2015, jf. figur 2.

**FIGUR 2: UDVIKLINGEN I MARKEDSRENTEPRODUKTER, 2003-2015**



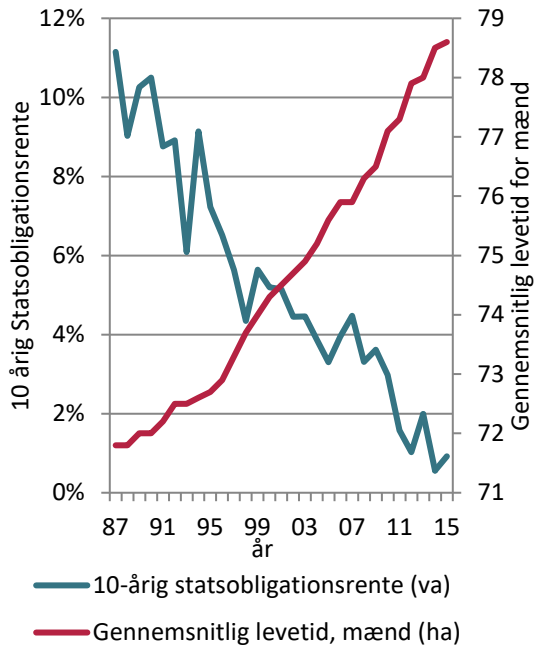
Anm.: Tallene dækker livsforsikringsprodukter i forsikringsklasse III (markedsrente). Inkluderes tal for opsparing i gennemsnitsrenteprodukter med 0-garanti vil andelen øges.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

Det lave renteniveau og de øgede levetider har sat livsforsikringsprodukter med garantier under pres, fordi størrelsen af hensættelserne er øget for at sikre, at selskaberne kan honorere garantierne. Fra 2003 til 2015 er nutidsværdien af at betale 1 kr. årligt fra det 65. år til det forventede dødstidspunkt steget fra knap 8 kr. til knap 13 kr., jf. figur 4.

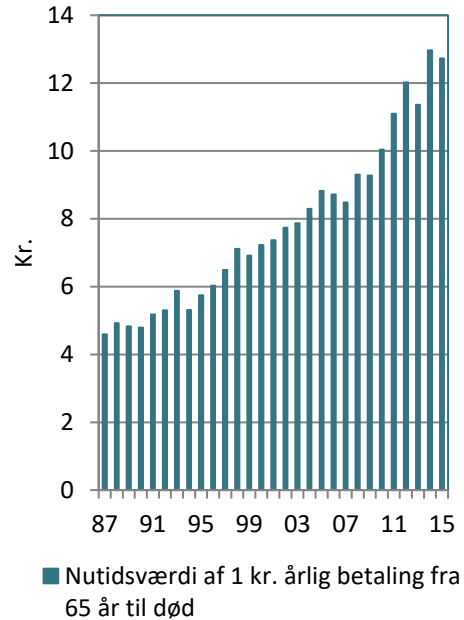


**FIGUR 3: UDVIKLINGEN I MIDDELLEVETID OG RENTENIVEAU**



Kilde: Danmarks Statistik

**FIGUR 4: UDVIKLINGEN AF NUTIDSVÆRDI AF 1 KR. ÅRLIG BETALING FRA ALDER 65 TIL DØD**



Kilde: Finanstilsynets beregninger baseret på tal fra Danmarks Statistik

Garantierne betyder, at pensionssekskabernes investeringsmuligheder bliver begrænset til investeringsprodukter med lavere risiko og dermed lavere forventet afkast. Den lavere risiko letter presset på solvensen, men det lavere forventede afkast kan på længere sigt gøre det vanskeligt for selskaberne at opnå en forrentning af de indbetalte midler, der er tilstrækkelig til at honorere garantierne.

Som en konsekvens har udviklingen i de senere år ført til stadigt flere pensionsprodukter uden garantier, som giver en større grad af investeringsfrihed og dermed mulighed for at opnå en bedre forrentning af de indbetalte midler. For kunderne vil det betyde en større pensionsudbetaling.

Erhvervs- og vækstministeren og pensionsbranchen indgik i sommeren 2012 en aftale om at understøtte denne udvikling. Pensionssekskaberne skal ifølge aftalen arbejde for fortsat at mindske omfanget af produkter med nominel rentegaranti. Det skal bl.a. ske ved at øge kundernes muligheder for at træffe omvalg til ugaranterede produkter, herunder markedsrente-produkter.

En stadig stigende del af de nye pensionsbidrag bliver indbetalt til markedsrenteordninger, og i 2015 udgjorde andelen godt 60 pct. Derudover er en række allerede eksisterende opsparinger i garanterede gennemsnitsrenteprodukter ændret til markedsrenteprodukter, enten efter kundens eget individuelle omvalg eller i visse pensionskasser ved kollektiv beslutning.

## OPSUMMERING

- Gennemsnitsrenteprodukter er ofte garanterede eller betinget garanterede. Markedsrenteprodukter er generelt ugaranterede. I ugaranterede produkter bærer kunderne selv risikoen for udsving på de finansielle markeder og risikoen for længere levetid.
- Pensionsprodukter med garanti medfører i højere grad end pensionsprodukter uden garanti forudsigelighed om fremtidige pensioner i opsparingsfasen og stabilitet i pensionsydelse i udbetalingsfasen. Hvor store forskellene er afhænger af, hvordan det enkelte pensionsprodukt er designet.
- Indbetalingerne til markedsrenteprodukter er steget markant i de senere år og udgør nu over 60 pct. af de samlede indbetalinger til pensionselskaberne. Opsparingen i markedsrenteprodukter udgør omkring 37 pct. af den samlede pensionsopsparing.

## 2. Observationer fra Finanstilsynets julebreve

Finanstilsynet har i julebreve fra 2014 og 2015 blandt andet haft fokus på investeringsstrategien og samspillet med produktudformning og -egenskaber.

### Hvad kunderne er stillet i udsigt

I julebrevet fra 2015 bad Finanstilsynet selskaberne om at redegøre for, hvad selskaberne har stillet kunderne i udsigt i minimum de tre produkter, som bestyrelsen vurderer som mest væsentlige, repræsentative og kritiske i forhold til investeringsstrategiens robusthed.

Nedenstående sammenfatter selskabernes besvarelser. Nogle selskaber har kun ét produkt, og der indgår derfor kun svar for dette produkt for det pågældende selskab. Andre selskaber har flere produkter og indgår dermed med flere besvarelser, der både kan dække gennemsnitsrenteprodukter og markedsrenteprodukter. Samtidig har det for flere af produkterne ikke været muligt ud fra besvarelserne f.eks. at knytte en bestemt grundlagsrente til produktet. Derfor er besvarelsen udeladt af optællingen. Optællingerne på de forskellige produktkategorier giver derfor ikke et komplet billede af de samlede udbudte produkter på markedet.

Syv ud af ni selskaber med gennemsnitsrenteprodukter med ydelsesgarantier baseret på høje grundlagsrenter angiver, at kunderne bliver stillet den garanterede pension i udsigt. Selskaberne informerer på forskellig vis kunderne om, at sandsynligheden er begrænset for, at pensionerne bliver større end de garanterede pensioner.

Selskaber med gennemsnitsrenteprodukter med ydelsesgarantier baseret på lave grundlagsrenter angiver hovedsageligt, at de som udgangspunkt har stillet den garanterede pension i udsigt. Samtidig kommunikerer 13 ud af 17 selskaber dog også mere realistiske pensionsydelse til kunderne i form af prognoser. Disse er baseret på branchens fastsatte samfundsforudsætninger og/eller på baggrund af et udbetalingsgrundlag, som er fastsat af selskabet selv.

Alle selskaber med ugaranterede markedsrenteprodukter angiver, at de har stor fokus på at informere kunderne om, at produkterne ikke er garanterede, og at afkast og dermed også pensionsydelse kan svinge fra år til år. 11 ud af 16 selskaber, der tilbyder markedsrenteprodukter, har koblet produktet sammen med mulighed for at vælge risikoprofil eller risikoniveau. Selskaberne fremhæver i den forbindelse, at de har stillet kunderne en specifik investeringsrisiko i udsigt. Selskaber med livscyklusstrategier angiver desuden, at de har stillet kunderne en aftrapning af risiko i udsigt. Enkelte selskaber oplyser, at de lægger stor vægt på at oplyse om, at kunden ikke er stillet noget i udsigt overhovedet.

## OPSUMMERING

- Selskaberne angiver som svar på Finanstilsynets julebrev, at de i gennemsnitsrenteordninger med høje grundlagsrenter stiller grundlagspensionen i udsigt med begrænset sandsynlighed for, at pensionerne vil stige.
- I gennemsnitsrenteordninger med lave grundlagsrenter stiller selskaberne også grundlagspensionen i udsigt, men udarbejder derudover prognoser for højere, mere realistiske pensioner.
- I hovedparten af markedsrenteordningerne er der mulighed for at vælge risikoniveau. Selskaberne fremhæver, at de i disse ordninger har stillet kunderne en specifik risikoprofil i udsigt.
- Selskaber med livscyklusstrategier angiver, at de har stillet kunderne en aftrapning af risiko med alderen i udsigt

### Overvejelser om forudsigelighed og stabilitet

I julebrevet fra 2015 bad Finanstilsynet selskaberne om at beskrive, hvilke overvejelser deres bestyrelse eventuelt har gjort sig dels om sikring af forudsigeligheden af pensionerne i årene op til pensionstidspunktet og dels om stabiliteten af pensionerne i udbetalingsfasen.

Tilbagemeldingerne fra selskaberne viser, at de opfatter og sikrer forudsigelighed og stabilitet for gennemsnitsrenteprodukter og markedsrenteprodukter forskelligt.

Selskaberne vurderer, at gennemsnitsrenteprodukter har stor forudsigelighed og stabilitet som følge af ydelsesgarantierne. Flere selskaber angiver, at de anvender fastlæggelsen af investeringsstrategien og risikoniveauet, set i sammenhæng med bonuspotentialerne, i arbejdet med at opnå forudsigelighed og stabilitet.

Andre selskaber fokuserer i stedet mere på den stabilitet, som produkterne midlertidigt opnår ved de udjævningsmekanismer, der er indbygget i gennemsnitsrenteprodukterne. Selvom de underliggende afkast svinger væsentligt, vil kunderne pga. udjævningerne fra de kollektive midler, som selskabet opbygger i de gode år og bruger i de dårlige år, opleve lavere udsving i de årlige rentetilskrivninger.

Endelig er der enkelte selskaber med lavtlønnede medlemmer, der nævner modregningen af offentlige ydelser som en stabiliserende faktor for pensionerne. Ideen er, at dårligt afkast giver lavere pensioner, som til gengæld medfører øgede offentlige pensionstillæg, boligydelse og lignende.

I forhold til markedsrenteprodukter angiver de fleste selskaber, at kunden bliver tilbudt forskellige produkter med større eller mindre forudsigelighed og stabilitet. Eksempelvis tilbyder selskaberne kunden valgmulighed mellem forskellige risikoklasser og mulighed for at tilkøbe garantier. Selskaberne angiver altså, at det er op til den enkelte kunde at vælge risiko og dermed i sidste ende forudsigelighed og stabilitet.

Selskaberne har også tilknyttet forskellige faktorer til produkterne, som skaber forudsigelighed og stabilitet. Nogle selskaber angiver eksempelvis, at de har tilknyttet en udjævningsmekanisme til deres markedsrenteprodukter i udbetalingsperioden, der skal sikre en stabil udbetaling af pensionerne. Nogle af de selskaber, som tilbyder forskellige risikoprofiler, nævner, at der sker en automatisk aftrapning af risikoen i de enkelte risikoprofiler. På den måde bliver risikoen reduceret i takt med, at pensionsalderen nærmer sig. Enkelte andre selskaber angiver, at det er op til kunden selv at sikre, at risikoen i produktet bliver aftrappet over årene. Det sker ved, at kunden løbende bliver bedt om at vurdere, om den valgte risiko stadig er i overensstemmelse med kundens situation.

## OPSUMMERING

- Selskaberne vurderer i deres besvarelse af Finanstilsynets julebrev, at gennemsnitsrenteprodukter har stor forudsigelighed og stabilitet som følge af ydelsesgarantierne.
- Selskaberne fremhæver den midlertidige stabilitet, der følger af gennemsnitsrenteproduktets natur med kollektive udjævningsbuffer.
- Selskaberne angiver, at kunderne med markedsrenteprodukter i vid udstrækning kan påvirke forudsigelighed og stabilitet gennem valg af risikoniveau og tilkøb af udbetalingsgarantier.

## Risikoprofiler i ugaranterede markedsrenteprodukter

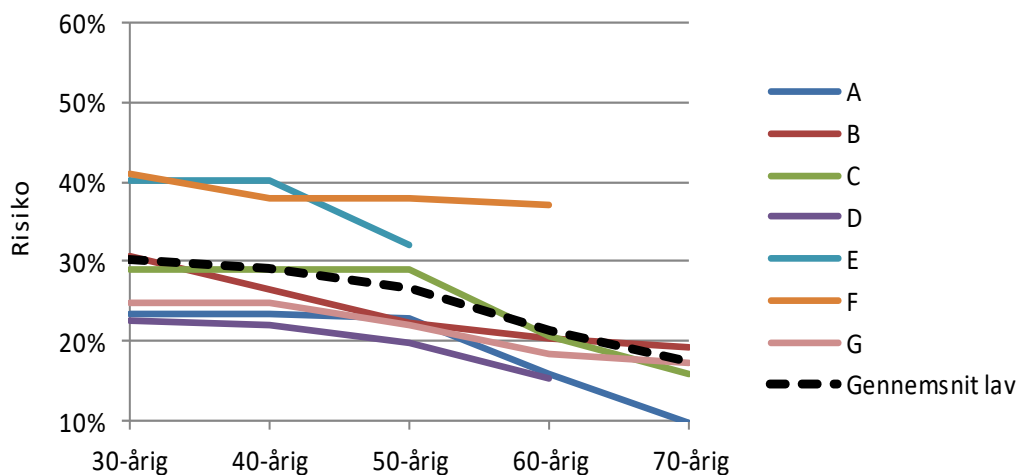
I julebrevet fra 2014 udbad Finanstilsynet sig selskabernes beregninger af de risici, som var til stede i udvalgte produkter. Beregningerne er foretaget med udgangspunkt i de ensartede risikostød for aktier, renterisiko mv., som i 2014 blev anvendt ved opgørelsen af det individuelle solvensbehov. Den beregnede risiko er sat i forhold til de samlede investeringsaktiver.

Syv selskaber med livscyklusstrategier i ugaranterede markedsrenteprodukter præsenterede beregninger for risikoniveauet i de tre kategorier lav, mellem og høj som betegnet af selskaberne selv.

Livscyklusprodukterne er kendetegnet ved, at investeringsrisikoen aftrappes i takt med, at pensionsalderen nærmer sig. Selskabernes beregninger viser, at der er stor forskel på aftrapningen af risikoen i produkterne, jf. figur 5-7. Nogle produkter oplever næsten ingen aftrapning, mens andre produkter oplever at blive mere end halveret i risiko i takt med, at kunden bliver ældre. Alderen, hvor nedtrapningen af risikoen starter, varierer også fra selskab til selskab. Som følge af den reducerede risiko med alderen, som er indbygget i livscyklusprodukterne, er forskellen mellem selskaberne i risikoen for 70-årige begrænsede i alle tre risikokategorier.

For produkter betegnet lav risiko udgør risikoen i pct. af investeringsaktiverne for 30-årige i gennemsnit 30 pct. for de syv udvalgte selskaber, jf. figur 5. For 70-årige udgør den gennemsnitlige risiko knap 20 pct.

**FIGUR 5: UDVALGTE SELSKABERS RISIKO I PRODUKTER BETEGNET "LAV RISIKO"**

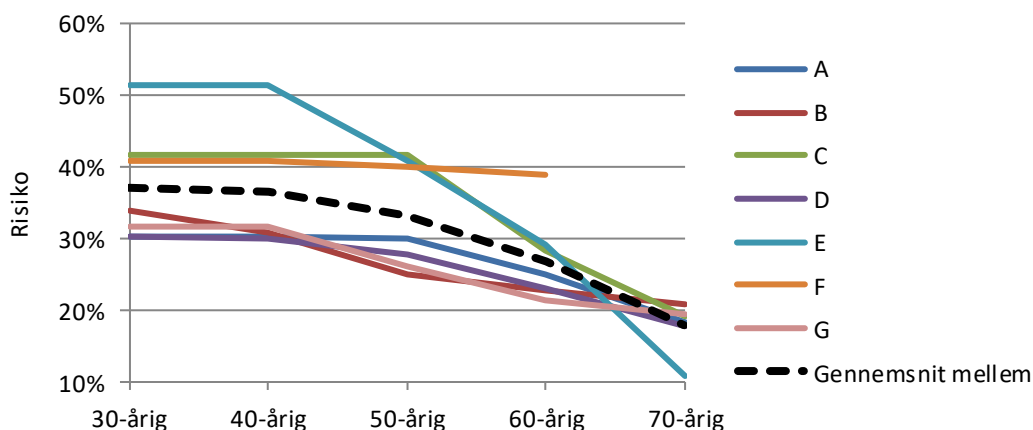


Anm.: Beregningerne er foretaget af selskaberne selv med udgangspunkt i en fælles metodetilgang baseret på de ensartede risikostød, som i 2014 blev anvendt ved opgørelsen af det individuelle solvensbehov. Risikostødene angiver tabet på et års sigt med et konfidensniveau på 99,5 pct. Den beregnede risiko er sat i forhold til de samlede investeringsaktiver

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet i forbindelse med julebrevet fra 2014

For produkter betegnet mellem risiko udgør gennemsnittet for risikoen målt som andel af aktiverne 38 pct. for 30-årige og tilsvarende knap 20 pct. for 70-årige, jf. figur 6.

**FIGUR 6: UDVALGTE SELSKABERS RISIKO I PRODUKTER BETEGNET "MELLEM RISIKO"**



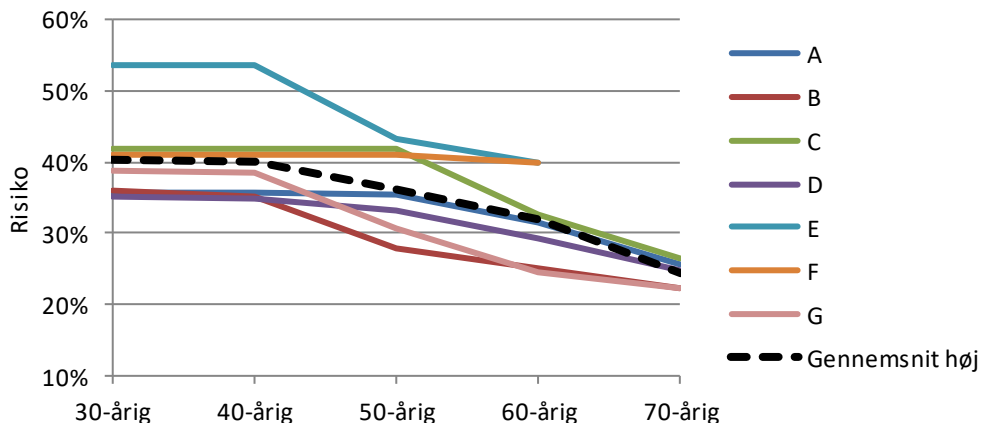
Anm.: Se beskrivelse af risikoberegningerne under figur 5

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet i forbindelse med julebrevet fra 2014

Et enkelt selskab har i mellemrisikokategorien væsentligt højere risiko for 30-årige og for 40-årige end de øvrige selskaber. Samtidigt har selskabet også den mest markante aftrapning af risikoen i takt med, at alderen stiger. Selskabet har derfor en lavere risiko for 70-årige end de øvrige selskaber i mellemrisikokategorien.

For produkter betegnet høj risiko er den gennemsnitlige risiko for 30-årige ca. 40 pct. , mens den for 70-årige udgør 25 pct., jf. figur 7.

**FIGUR 7: UDVALGTE SELSKABERS RISIKO I PRODUKTER BETEGNET "HØJ RISIKO"**

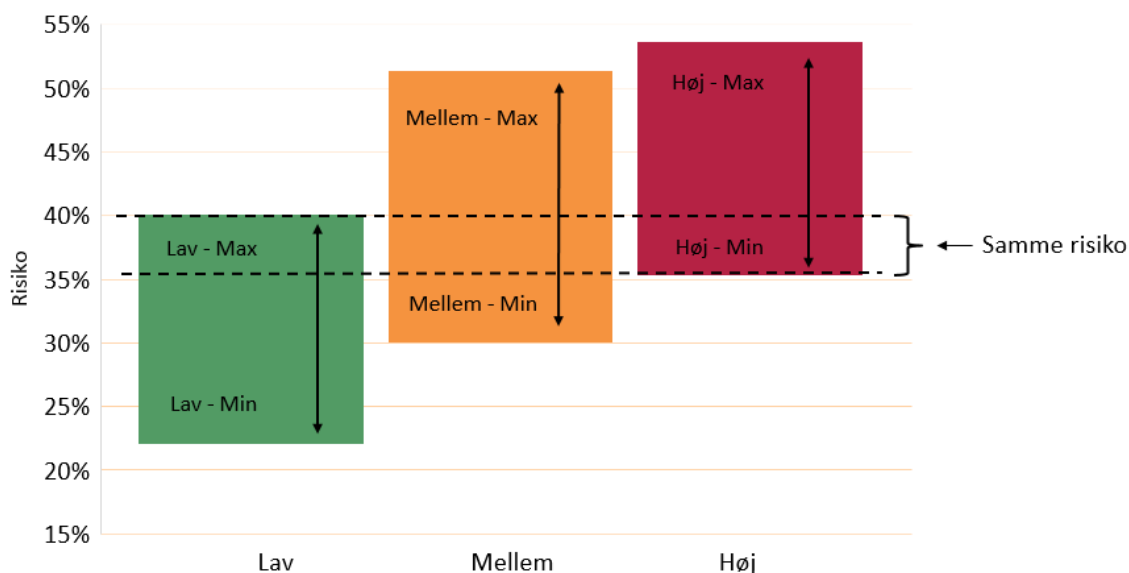


Anm.: Se beskrivelse af beregninger under figur 5

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet i forbindelse med julebrevet fra 2014

Der er stor forskel på risikoniveauet indenfor hver af de tre risikokategorier, jf. figur 8. Risikoen målt som andel af investeringsaktiverne for en 40-årig spænder f.eks. fra 22 pct. til 40 pct. i lavrisikoprodukterne. Tilsvarende varierer risikoen for en 40-årig fra 30 pct. til 52 pct. i mellemrisikoprodukter og fra 35 pct. til 54 pct. for højrisiko produkter. Dette viser for det første, at der indenfor den enkelte risikokategori er forskel på, hvor meget risiko pensionskunden får. For det andet viser det, at produkter betegnet lav risiko i ét selskab kan indebære højere risiko for en 40-årig end produkter betegnet høj risiko i et andet selskab.

**FIGUR 8: FORSKELLE I RISIKOEN FOR EN 40-ÅRIG PÅ TVÆRS AF SELSKABER**



Anm.: Se beskrivelse af beregninger under figur 5.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet i forbindelse med julebrevet fra 2014

## OPSUMMERING

- Investeringsrisikoen indenfor risikokategorierne lav, mellem og høj for ugaranterede markedsrenteprodukter varierer betydeligt på tværs af selskaber.
- Produkter betegnet lavrisiko i ét selskab kan indebære højere risiko, end produkter betegnet højrisiko i andre selskaber.
- Både størrelsen af og tidspunktet for aftrapningen af risiko i livscyklusprodukter er meget forskellige fra selskab til selskab.



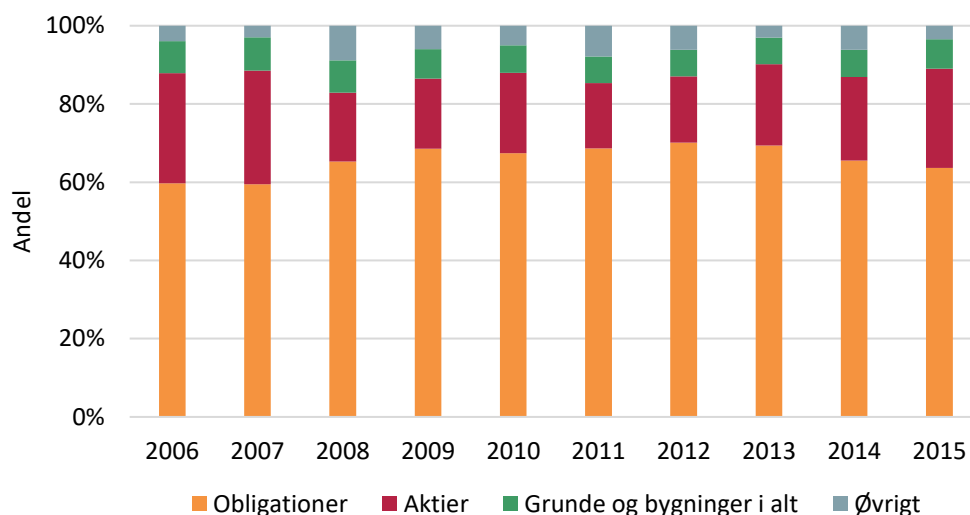
### 3. Udviklingen i investeringerne

Pensionsformuen udgør en væsentlig del af danskernes samlede opsparing. Ultimo 2015 var den samlede pensionsformue i pensionselskaber på 2.073 mia. kr. Pensionselskaberne er derfor blandt de vigtigste aktører på investeringsområdet.

I de første år efter finanskrisen betød faldende renter øgede hensættelser i selskaber med garanterede gennemsnitsrente produkter. Samtidigt blev solvensen yderligere presset af faldende aktiekurser, højere kreditspænd og højere likviditetspræmier. Risikoappetitten var derfor faldende, og obligationsandelen i pensionselskabernes investeringsaktiver i gennemsnitsrente produkter steg fra knap 60 pct. i 2007 til ca. 70 pct. i 2012, jf. figur 9.

I de senere år er kreditspænd og likviditetspræmier faldet og aktiemarkedene har genvundet tabene fra finanskrisen. Pensionselskaberne har på den baggrund igen påtaget sig mere risiko i de garanterede gennemsnitsrenteordninger, hvor aktieandelen er steget fra knap 17 pct. i 2012 til godt 25 pct. i 2015.

**FIGUR 9: AKTIVFORDELINGEN I GENNEMSNITSRENTEPRODUKTER, 2006-2015**

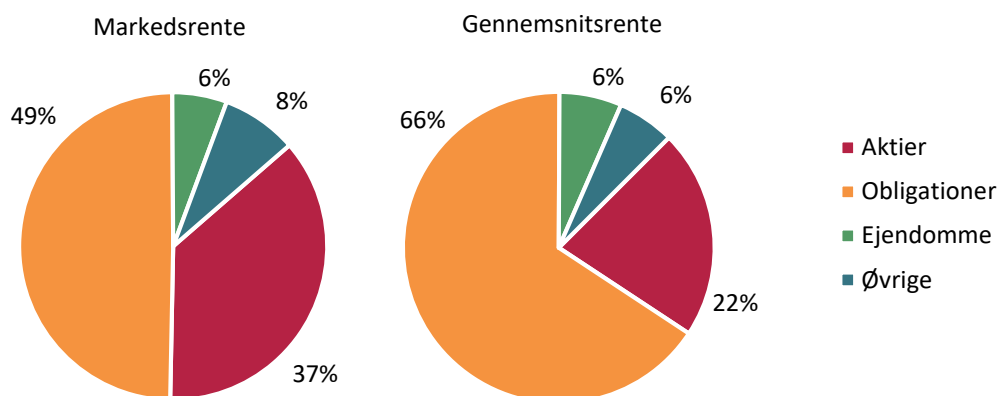


Anm.: Alternative investeringer indgår i flere aktivklasser

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

Finanstilsynet har med implementeringen af Solvens II fra 1. januar 2016 modtaget nye, mere detaljerede indberetninger af selskabernes investeringsaktiver. De nye indberetninger gør det muligt at sammenligne sammensætningen af investeringsaktiver i gennemsnitsrente- og markedsrente produkter. De nye Solvens II-indberetninger viser, at andelen af aktier i investeringsporteføljen er større i markedsrente produkter end i gennemsnitsrente produkter. Aktierne udgør pr. ultimo 1. halvår 2016 37 pct. af investeringsaktiverne i markedsrente produkter mod ca. 22 pct. i gennemsnitsrente produkter, jf. figur 10. Det kan være udtryk for, at graderne af investeringsfrihed i de hovedsageligt ugaranterede markedsrente produkter er større end i de primært garanterede gennemsnitsrente produkter.

**FIGUR 10: AKTIVFORDELINGEN I MARKEDSRENTE- OG GENNEMSNITSRENTEPRODUKTER, 2. KVARTAL 2016**

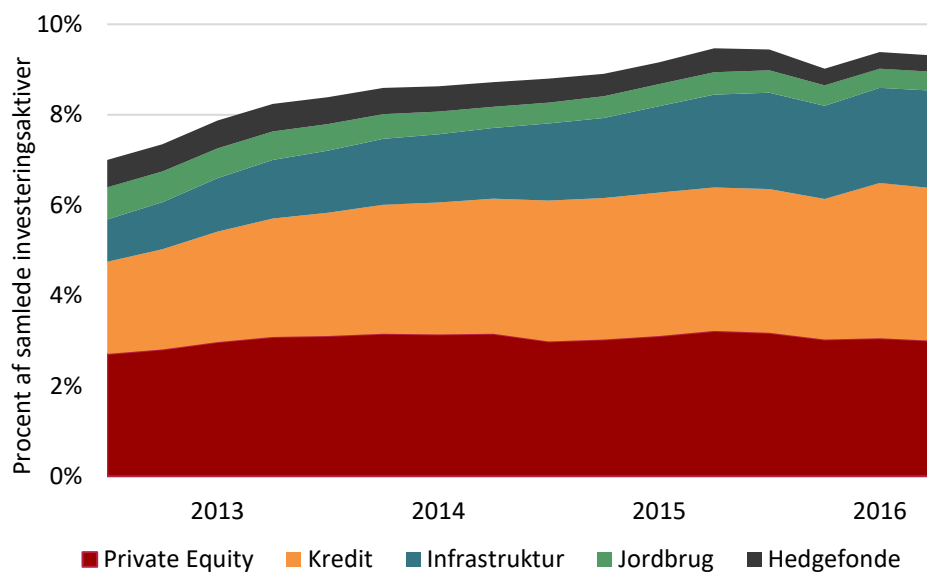


Anm.: Alternative investeringer indgår i flere af aktivkategorierne

Kilde: Skønnede tal ud fra Solvens II - indberetninger til Finanstilsynet. Selskabernes indberetninger undergår fortsat validering og kontrol, derfor kan fordelingerne ændre sig. Finanstilsynet vurderer dog, at forskellene på markedsrente og gennemsnitsrente vil eksistere uanset eventuelle justeringer.

Fra ultimo 2012, hvor Finanstilsynet første gang indsamlede tal for alternative investeringer, til 3. kvartal 2016 er andelen af alternative investeringer i selskabernes investeringsporteføljer steget fra 7 pct. til 9,3 pct., jf. figur 11.

**FIGUR 11: ANDELE AF ALTERNATIVE INVESTERINGER I PENSIONSSKABERNES INVESTERINGSFORTEFØLJER (BÅDE MARKEDSRENTE OG GENNEMSNITSRENTE), 3. KVARTAL 2016**



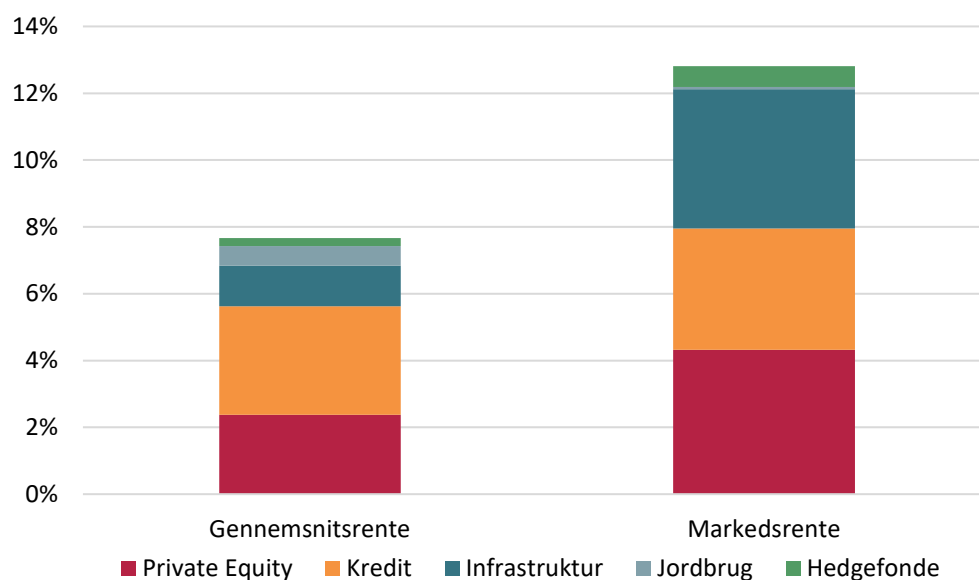
Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

Alternative investeringer er en ikke-entydig kategori af aktivtyper. Den er bl.a. kendetegnet ved, at markedet, som disse aktiver bliver handlet på, ikke er dybt, likvidt og transparent sammenlignet med markedet for traditionelle investeringer. Den lavere likviditet indebærer, at investorerne ofte kan opnå højere forventet afkast fra en illikviditetspræmie. En del af de alternative investeringer er også karakteriseret ved at have betalingsstrømme, der dels løber over en længere årrække og dels har et element af inflationssikring indbygget i de forventede betalingsstrømme. Det gælder eksempelvis infrastrukturinvesteringer. Endelig er denne type investeringer forbundet med risici, der ikke nødvendigvis er at finde i traditionelle investeringsformer. Det kræver derfor andre kompetencer end ved investering i børsnoterede aktier og obligationer, bl.a. i forhold til due dilligence, risikostyring og den løbende håndtering af investeringen samt værdiansættelse.

De største alternative aktivkategorier er alternativ kredit og private equity, som udgør henholdsvis 3,0 og 3,4 pct. af de samlede investeringsaktiver i 3. kvartal 2016

Andelen af alternative investeringer i investeringsporteføljen er større i markedsrenteprodukter end i gennemsnitsrenteprodukter. Ved udgangen af 3. kvartal 2016 udgjorde alternative investeringer 12,8 pct. af investeringerne i markedsrenteprodukter, mod 7,7 pct. i gennemsnitsrenteprodukter, jf. figur 12. Specielt investeringer i infrastruktur og i private equity fylder betydeligt mere i investeringerne i ordninger med markedsrente.

**FIGUR 12: ANDELE AF ALTERNATIVE INVESTERINGER I GENNEMSNITSRENTE- OG MARKEDSRENTEORDNINGER, 3. KVT. 2016**



Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

## OPSUMMERING

- Andelen af aktier i selskabernes investeringsporteføljer er steget de seneste år.
- Aktieandelen i markedsrenteprodukter udgør 37 pct., hvilket er 15 pct.-point højere end i gennemsnitsrenteprodukter.
- Jagten på afkast har affødt en stigning i alternative investeringer. Andelen af alternative investeringer set i forhold til den samlede investeringsportefølje er størst i markedsrenteprodukter.

### Infoboks – Alternative Investeringer

#### **Private equity**

Private equity er kendetegnet ved unoterede værdipapirer/ejerandele. Investeringskategorien spænder fra investeringer direkte i virksomheder til investeringer, der er foretaget indirekte igennem specialiserede fonde eller fund of funds. Der investeres på forskellige trin i en virksomheds udvikling fra tidligt stadie til modne virksomheder.

#### **Alternativ kredit**

Alternative kreditinvesteringer dækker over en bred kategori af investeringer, der primært differentierer sig fra hinanden alt efter, hvor i ejerstrukturen der investeres. Kategorien dækker bl.a. direkte banklån til erhverv, private pantebreve og mere specialiserede kreditinvesteringer som CLO's/CDO's foretaget igennem fonde og fund of funds.

#### **Infrastruktur**

Investeringer i infrastruktur kan inddeles i investeringer i hård infrastruktur og blød infrastruktur. Hård infrastruktur er kendetegnet ved de store fysiske netværk, der er nødvendige for at holde gang i et samfund, f.eks. motorveje, havneterminaler, kloakker, telefonnetværk mm. Blød infrastruktur omfatter institutioner, der er nødvendige for at opretholde et samfunds økonomiske, sundhedsmæssige, kulturelle og sociale standard som f.eks. skoler, teatre, syghuse o.lign.

#### **Jordbrug**

Jordbrugsinvesteringer forsøger at optimere afkastet fra et jordareal igennem landbrug eller skovbrug.

#### **Hedgefonde**

Investeringer i Hedgefonde foretages typisk igennem specialiserede fonde og dækker over et utal af investeringsstrategier fordelt på forskellige aktivtyper. Det er således svært at give en enkel karakteristik af denne investeringsform. Der er dog visse gennemgående træk ved måden at investere på. I modsætning til investeringsforeninger anvender hedgefonde ofte gearing og kan indgå korte positioner på lige fod med lange positioner.

## 4. Reguleringen af garanterede og ugaranterede produkter

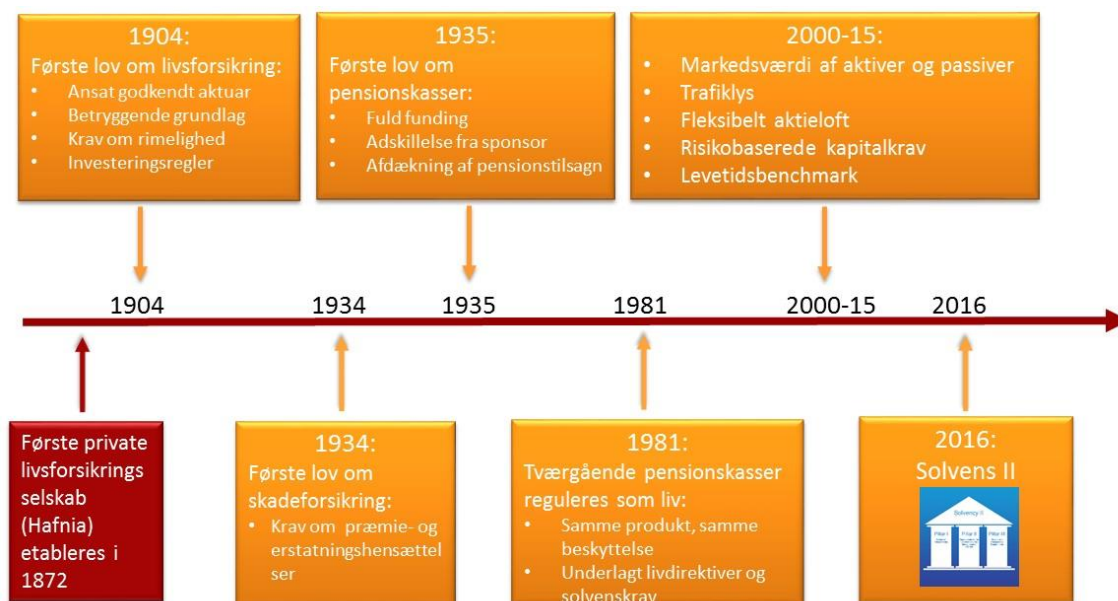
### Reguleringen i historisk perspektiv

Det danske pensionssystem blev af Mercer i 2016 for femte år i træk kåret som verdens bedste. Begrundelsen for førstepladsen i den samlede placering er, at vi i Danmark har et robust og bæredygtigt pensionssystem. Det danske pensionssystem er opbygget gennem generationer. Det er et resultat af kombinationen af politiske beslutninger og ansvarstagen hos arbejdsmarkedets parter, som med udgangspunkt i Fælleserklæringen fra 1987 har bidraget til den betragtelige private pensionsopsparing. Det har bragt Danmark i front på pensionsområdet.

Allerede med pensionskasseloven fra 1935 blev der indført krav om, at løfter om pension skal afdækkes enten i en livsforsikringsvirksomhed eller en pensionskasse, jf. figur 13. Det betyder, at pensionsforpligtelser ikke blot kan optræde på sponsors balance. På samme tidspunkt blev det indført, at pensionsforpligtelser skal være fuldt fundede. Det betyder, at der skal være afsat aktiver til dækning af alle pensionsforpligtelser. Siden 1981 har tværgående pensionskasser været reguleret som livsforsikringselskaber ud fra en betragtning om, at samme produkt kræver samme beskyttelse.

I 2002 blev der indført krav om markedsværdiansættelse af såvel aktiver som passiver. Det har øget virksomhedernes erkendelse af risici. Samtidig blev vurderingen af kapitalbehovet gjort risikobaseret med det såkaldte trafiklyssystem. I de seneste år inden implementeringen af Solvens II blev der indført yderligere risikobaserede kapitalkrav og et levetidsbenchmark, som selskaberne anvender ved opgørelsen af hensættelserne. De danske pensionselskaber var derfor velforberejdede, da Solvens II's trådte i kraft i 2016.

FIGUR 13: REGULERING – HISTORISK OVERSIGT



Lige siden den første lov om livsforsikringsvirksomhed fra 1904 har Finanstilsynet (oprindeligt Forsikringsraadet) været med til at sikre kundernes opsparring til alderdommen ved bl.a. at føre tilsyn med, at livsforsikringsvirksomhedernes tekniske grundlag yder forsikringstagerne betryggende sikkerhed på langtløbende kontrakter. Med denne lov blev der også indført krav om, at livsforsikringsvirksomheder skal have en aktuar ansat, der kan være med til at sikre, at hensættelserne er opgjort korrekt.

Finanstilsynet fører tilsyn med, at selskaberne er i stand til at honorere kundernes krav på forsikringsydelser og at selskabernes regler for beregning og fordeling af overskud lever op til de lovgivningsmæssige krav. Lovgivningen kræver, at selskabernes anmeldte regler yder betryggende sikkerhed for den enkelte forsikringstager, og at overskuddet bliver fordelt rimeligt dels mellem selskab og kunder, og dels mellem de enkelte kunder.

I forhold til garanterede produkter gælder det, at det tekniske grundlag og dermed forudsætninger, som forsikringsydelserne beregnes på, efter loven skal fastsættes betryggende. Det vil med andre ord sige, at der skal være stor sikkerhed for, at livsforsikringsvirksomheden ved forsikringsydelsens forfaldstidspunkt har tilstrækkelige midler til at opfylde aftalen. Fordi forudsætningerne for de garanterede ydelser skal være fastsat betryggende, vil livsforsikringsselskabets faktiske afkast som udgangspunkt være større end de anvendte forudsætninger om forrentning, dvs. der vil opstå overskud. På samme måde vil der typisk komme et overskud fra de forsigtigt fastsatte forsikrings- og omkostningsforudsætninger.

Når ordningen er tegnet på et betryggende grundlag på alle elementer, er der økonomisk råderum til at modstå senere ændringer, som på tegningstidspunktet kunne synes urealistiske, og som ikke var forventede. En sådan ikke-forventet ændring kunne f.eks. være det nuværende lave renteniveau, eller at levetiderne er fortsat med at stige – og endda med større levetidsforbedringer end observeret tidligere.

Reglerne om betryggenhed medfører ikke samme krav om forsigtig tilgang til ugaranterede markedsrenteprodukter. Grundlagene i sådanne produkter er typisk mere realistiske og der opstår derfor ikke en økonomisk buffer på samme måde som i garanterede gennemsnitsrente-produkter.

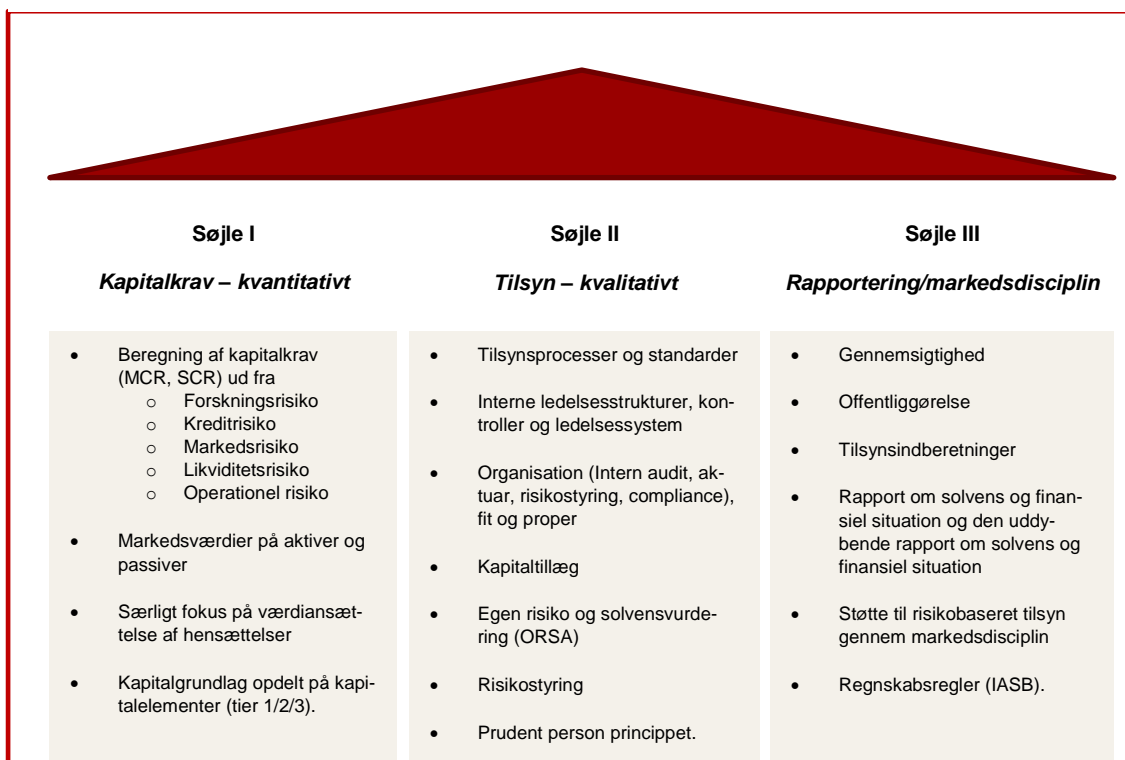
## Solvens II-reguleringen

Reguleringen på forsikringsområdet er i dag primært baseret på Solvens II-direktivet. Formålet med Solvens II-reguleringen er at sikre en endnu bedre beskyttelse af forsikringstagerne, give forsikringsselskaberne ensartede regler indenfor det indre marked, øge europæiske forsikringsselskabers konkurrenceevne internationalt og understøtte den finansielle stabilitet. I samspil med supplerende EU-regulering i forordningsform samt nye og ændrede bekendtgørelser gennemfører lov om finansiell virksomhed Solvens II i Danmark.

Solvens II er baseret på tre søjler, jf. figur 14. Søjle 1 indeholder de kvantitative krav til forsikringsselskaberne, som f.eks. krav til værdiansættelse af aktiver og passiver, opgørelse af solvenskapitalkravet og opgørelse af kapitalgrundlaget. Søjle 2 indeholder de kvalitative krav, som f.eks. krav til selskabernes ledelsesstrukturer og organisering samt tilsynsprocesser og -stan-

darder. Søjle 3 indeholder krav til rapportering og markedsdisciplin, som f.eks. krav til de rapporter, som selskaberne skal offentliggøre, og de rapporter, som selskaberne skal sende til Finanstilsynet.

FIGUR 14: DE TRE SØJLER I SOLVENS II



## Solvenskapitalkravet

Pensionsselskaber skal opfylde et solvenskapitalkrav. Til opgørelse af solvenskapitalkravet kan selskaberne vælge at bruge en standardformel, som er fastsat af Kommissionen, eller en intern model, som skal godkendes af Finanstilsynet.

Solvenskapitalkravet bliver beregnet som den økonomiske kapital, som forsikringselskaber skal råde over for at sikre, at der højst forekommer en konkurssituation hvert 200. tilfælde. Det svarer til, at selskabet med en sandsynlighed på mindst 99,5 pct. skal kunne leve op til deres forpligtelser over for forsikringstagerne og de begunstigede i de følgende 12 måneder. Solvenskapitalkravet bliver opgjort på grundlag af forsikringselskabernes risikoprofil. Her tages hensyn til virkningerne af eventuelle teknikker til at begrænse risikoen som f.eks. genforsikring og såkaldte diversifikationseffekter, som eksempelvis kan være, at opgørelsen indeholder antagelser om, at risikoen for længere levetid ikke hænger sammen med risikoen for fald i aktiekurs. Solvenskapitalkravene afspejler den konkrete sammensætning af risici, som selskabet har påtaget sig.

I produkter, hvor selskaberne garanterer kunden en vis forrentning, og selskabet dermed bærer risikoen, bliver selskabets risici afspejlet i solvenskapitalkravet. Jo større risici selskabet tager, desto større er solvenskapitalkravet. Dermed har kapitalkravene en disciplinerende effekt.

For ugaranterede produkter, hvor kunden selv bærer forsikrings- og investeringsrisikoen, afspejler selskabets risikobaserede kapitalkrav de risici, som selskabet bærer. Solvenskapitalkravet har hermed ikke på samme måde direkte disciplinerende effekt i forhold til de forsikrings- og investeringsrisici ved produktet, som kunden bærer.

### Prudent person-princippet

For såvel garanterede som ugaranterede pensionsprodukter gælder et krav om, at pensions-selskaberne skal investere deres aktiver, så kundernes interesser bliver varetaget bedst muligt. Selskaberne skal investere i aktiver, hvortil der knytter sig risici, som det pågældende selskab kan identificere, måle, overvåge, forvalte, kontrollere og rapportere om. Kravene er en ud-møntning af det såkaldte prudent person-princip, der har til formål at sikre, at selskabernes investeringsstrategi afspejler det, som kunderne er stillet i udsigt.

Når Finanstilsynet fører tilsyn med, om selskabernes investeringsstrategi afspejler det, som kunderne er stillet i udsigt, foretager Finanstilsynet en vurdering af, om selskabet har fastlagt en hensigtsmæssig investeringsstrategi. Det betyder, at strategien opsætter klare rammer for påtagelsen af risiko i de enkelte produkter, sikrer en tilpas grad af risikospredning og forhindrer risici, eksempelvis koncentrationsrisici og likviditetsrisici, der kan stride mod kundernes interesser. Finanstilsynet vurderer endvidere, om investeringsstrategien er robust. Altså om investeringerne er sammensat sådan, at investeringsporteføljens forventede værdi er robust over for udsving på de finansielle markeder, så kunderne fortsat får det, som de er stillet i udsigt. Finanstilsynet ser også på, om investeringsstrategien og de faktiske investeringer understøtter langsigtede fremfor mere kortsigtede mål og sikrer det bedste mulige afkast. Desuden har Finanstilsynet fokus på den ledelsesmæssige indblanding i og forståelse af selskabets investeringer.

Prudent person-princippet bidrager til at sikre, at investeringsstrategien afspejler det, som kunderne er stillet i udsigt. Princippet stiller dog ikke krav til, hvor præcist selskabet skal beskrive, hvad det stiller kunderne i udsigt. Derudover kan det ved vurderingen af om kundernes interesser bliver varetaget bedst muligt være vanskeligt på forhånd at afgøre, hvilken investeringsstrategi der er mest hensigtsmæssig. Endvidere stiller prudent person-princippet ikke krav om, hvad selskabet skal stille kunderne i udsigt. Rammerne for prudent person-princippet i specielt ugaranterede pensionsprodukter må derfor betragtes som brede. Princippet har dermed ikke nødvendigvis direkte disciplinerende effekt på selskabet i forhold til de forsikrings- og investeringsrisici, som kunden bærer.



## OPSUMMERING

- Danmark har et robust og bæredygtigt pensionssystem, der er et resultat af kombinationen af en række historiske politiske beslutninger og ansvarstagen hos arbejdsmarkedets parter.
- Garanterede og ugaranterede produkter er underlagt samme Solvens II-regulering, men reguleringen virker på forskellig måde på de to produkttyper.
- Solvenskapitalkravet har ikke på samme måde direkte disciplinerende effekt i forhold til forsikrings- og investeringsrisici i ugaranterede produkter som i garanterede produkter.
- Prudent person-princippet stiller ikke krav til hvad eller hvor præcist, selskabet skal beskrive, hvad det stiller kunderne i udsigt. Rammerne for prudent person-princippet i specielt ugaranterede pensionsprodukter må betragtes som brede.

## 5. Høring

### Produktegenskaber og kundernes forventninger til ugaranterede produkter

Tidligere havde pensionskunder typisk garanterede produkter og dermed en sikkerhed for udbetaling af en vis mindsteydelse. Garanterede produkter indebærer både forudsigelighed i opsparingsfasen i forhold til de fremtidige pensionsydelse og sikkerhed og stabilitet i forhold til de udbetalte pensionsydelse, når kunden går på pension. Samtidig medfører garanterede produkter, at selskaberne er nødt til at tage hensyn til garantien i deres risikostyring. Selskaberne har altså incitament til at minimere risikoen for at skulle bruge af egenkapitalen til at honorere de afgivne garantier ved manglende afkast på de finansielle markeder. På grund af garantien er der en tæt sammenhæng mellem investeringsstrategien og risikostyringen i opsparingsfasen og den lovede ydelsesrække i udbetalingsfasen.

Flere og flere kunder har i dag ugaranterede pensionsordninger, f.eks. markedsrenteprodukter. Et ugaranteret produkt medfører en mindre grad af forudsigelighed om de fremtidige pensionsydelse for kunden i opsparingsfasen. Derudover indebærer f.eks. en ugaranteret markedsrenteordning i sin rene form som udgangspunkt, at størrelsen på den udbetalte pensionsydelse er forbundet med større usikkerhed og dermed med mindre stabilitet. Ofte indebærer ugaranterede produkter dog også en højere forventet pensionsydelse.

Ugaranterede produkter kan designes på mange forskellige måder. Den konkrete udformning har betydning for forudsigeligheden og stabiliteten i forhold til pensionsydelse. I rene markedsrenteprodukter, hvor selskaber f.eks. investerer i mere risikofyldte aktiver, er det forventede afkast højt, men usikkerheden på pensionsydelse er tilsvarende stor. Markedsrenteprodukter med livscyklusstrategier, hvor der sker en aftrapning af investeringsrisikoen i takt med kundens alder, kan bidrage til forudsigelighed og stabilitet for kunden. Det samme gælder markedsrenteprodukter med individuel udjævning af de realiserede afkast i udbetalingsfasen. Produktdesign, herunder valg af risikoniveau og den konkrete risikostyring i markedsrenteprodukter, har altså stor betydning for det konkrete produkts egenskaber.

Finanstilsynet vil gerne samle synspunkter på, hvad man som kunde bør kunne forvente sig af sit ugaranterede pensionsprodukt.

|  |
|--|
| <b>1. Hvilke produktens egenskaber er vigtige i et pensionsprodukt?</b>  |
| a) I hvor høj grad skal de forventede pensioner være forudsigelige i opsparingsfasen? Hvilke fordele og ulemper er der ved høj grad af forudsigelighed?                  |
| b) I hvor høj grad skal der være stabilitet i de udbetalte pensioner i udbetalingsfasen? Hvilke fordele og ulemper er der ved henholdsvis lav og høj grad af stabilitet? |
| c) Hvordan ser en god udbetalingsprofil ud? Bør der planlægges efter, at de udbetalte pensioners købekraft skal kunne fastholdes i udbetalingsperioden?                  |

## 2. Hvad er god risikostyring i ugaranterede produkter?

- a) Giver ugaranterede produkter anledning til en anderledes tilgang til risikostyring end garanterede produkter? Hvis ja, hvordan?
- b) Bør selskaberne for ugaranterede produkter, som det er tilfældet for garanterede produkter, tage udgangspunkt i et tilstræbt niveau for ydelserne ud fra et synspunkt om, at formålet med pension er at skabe indkomststrømme til forsørgelse? Bør selskaberne dermed i risikostyringen sigte efter at skabe en vis sammenhæng mellem opsparingsfasen og udbetalingsfasen? Eller kan fokus i risikostyringen for ugaranterede produkter være som for andre typer opsparing: maksimering af opsparingen?

### Tilstrækkelig beskyttelse af forbrugerne

Design af produkter og valg af investeringsrisiko er i udgangspunktet bestyrelsens ansvar under de givne reguleringsmæssige rammer. Den nuværende regulering er på centrale områder rettet mod produkter med garantier. Reglerne om risikobaseret kapitalkrav medfører, at et selskabs kapitalkrav bliver højere, når investeringsrisikoen øges, hvis produkterne er garanterede. Dermed skaber reglerne incitament for selskaberne til også at fokusere på risikoen for tab på investeringerne. For ugaranterede produkter medfører reglerne ikke i samme grad incitament til at begrænse risikoen for tab. Selskabernes interesser er derfor ikke nødvendigvis sammenfaldende med kundernes, når det gælder om at begrænse risikoen for tab. Selskaberne kan således, uden selv at bære risikoen solvensmæssigt, investere mere risikofyldt med sigte på at opnå højest muligt afkast. Det indebærer derfor i udgangspunktet en reguleringsmæssig lavere forbrugerbeskyttelse for pensionskunder med ugaranterede produkter.

Mulige tilgange til at øge forbrugerbeskyttelsen kan være:

- krav om, at selskabets bestyrelse mere præcist definerer de produkter, som selskabet udbyder, herunder de produkttegenskaber og (forventede) ydelsesrækker, som et givent produkt skal give anledning til i udbetalingsfasen. Det gælder alle forventede betalinger inkl. eventuelle ugaranterede ydelser. Bestyrelsen skal i den forbindelse tage stilling til, hvilken risiko for nedsættelse af ydelserne som bestyrelsen vil acceptere, og inddrage de fastsatte rammer i risikostyringen af produktet. Rammerne kan anvendes til at definere risikoprofilen i investeringsporteføljen.
- informationer, der kan sikre kunderne den rette forståelse af de ugaranterede produkter og tilknyttede risici, så kunden har et godt udgangspunkt for planlægning af den økonomiske alderdom. Det kan f.eks. være i form af
  - mere tydelig information om produkttegenskaber og de fremtidige ydelser, som kundens aftale forventes at give anledning til
  - information om sandsynligheden for, at den givne investeringsstrategi indebærer en nedsættelse af pensionsydelse med x pct.
  - en enkel risikomærkning af produkterne baseret på en fælles metode til at måle risikoen med (f.eks. lav, mellem, høj).

- en eksplicit grænse for, hvor meget risiko en kunde kan påføres i et pensionsprodukt. Det kan f.eks. være i form af krav om, at sandsynligheden for, at den aktuelle investeringsstrategi medfører en nedsættelse af pensionsydelse med x pct., ikke må overstige y pct. på en given tidshorizont. Grænsen vil kunne varieres afhængig af, om man er i opsparingsfasen eller i udbetalingsfasen.

Finanstilsynet ønsker at samle synspunkter på, hvad god forbrugerbeskyttelse er og bør være i ugaranterede produkter, herunder om der er forskelle på frivillige individuelle ordninger og mere kollektive arbejdsmarkedspensionsordninger.

**3. Er forbrugerbeskyttelsen i den nugældende regulering i forhold til ugaranterede produkter tilstrækkelig? Hvorfor/Hvorfor ikke?**

- a) Bør regulering bidrage til at sikre forudsigelighed og stabilitet i de forventede pensionsydelser i ugaranterede produkter?

**4. Er der behov for nye og anderledes informationer for ugaranterede produkter? Hvorfor/hvorfor ikke?**

- a) Er de nuværende informationer til kunderne tilstrækkelige? I hvor høj grad er forbrugerne i stand til at forstå informationer om risici i produkter?  
 b) Vil det være hensigtsmæssigt med f.eks. et risikonøgletal?  
 c) Skal eventuelle nye informationer om risikoen i produkterne gives til den enkelte eller til offentligheden generelt?  
 d) Hvilke fordele og ulemper er der ved en enkel risikomærkning af ugaranterede pensionsprodukter?

**5. Er der behov for specifikke regulatoriske tiltag, der kan bidrage til at sætte rammer for selskabernes risikostyring og risikotagning? Hvorfor/hvorfor ikke?**

- a) Hvilke fordele og ulemper er der ved, at kræve, at bestyrelsen mere præcist definerer produkttegenskaber og de forventede ydelsesrækker, herunder tager stilling til hvilken risiko for nedsættelse af ydelserne bestyrelsen vil acceptere?  
 b) Bør der fastsættes grænser for, hvor meget risiko en kunde kan have i et livsvarigt ugaranteret pensionsprodukt? Hvilke fordele og ulemper er der ved at sætte eksplícitte grænser?

Finanstilsynet ønsker at modtage eventuelle synspunkter senest den 19. april 2017 via mail til [pensionskonference@ftnet.dk](mailto:pensionskonference@ftnet.dk) eller til Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø att. pensionskonference. Finanstilsynet forventer at offentliggøre de modtagne synspunkter.