



Gode pensioner med kontrolleret risiko

- pensionsprodukter
som følger med tiden



Indholdsfortegnelse

Indledning 4

Resumé - de vigtigste
budskaber i papiret side 5

Nye produkttyper dækker
forskellige behov 5

Vigtigt at kommunikere forventninger
til afkast og risiko til kunden 5

Kontrol med risikoen 5

Kompetencer ift. alternative investeringer
er en anden relevant diskussion 6

Forsikring & Pensions fire nye
forbrugerinitiativer 7

Pensionsprodukterne er fulgt
med udviklingen side 8

Pensionsopsparing i et lavrentemiljø
- markedsrenteprodukter giver mulighed
for højere risiko og dermed højere
forventet afkast 9

Ændret politisk regulering
gør garantier dyrere 10

Rettidig tilpasning rustet
pensionssystemet til fremtiden 11

Høje afkast til pensionskunderne 12

Begrænset risiko for
den enkeltes pension side 14

Risikospredning 14

Pension er langsigtet opsparing,
og de finansielle markeder kommer
som oftest ret hurtigt igen 15

Aldersafhængig aftrapning af
investeringsrisikoen 17

Der er også risiko i
garanterede produkter 17

Markedsdisciplin
skaber incitament for
pensionselskaberne til at
kontrollere risikoen side 18

Omfattende regulering
og effektive tilsynsinstrumenter
side 21

Gennemgang af reguleringen 22

Forsikring & Pensions vurdering
af reguleringen 27

Finanstilsynets
høring side 29

1. Hvilke produkttegenskaber er vigtige
i et pensionsprodukt? 29

2. Hvad er god risikostyring i
ugaranterede produkter? 30

3. Er forbrugerbeskyttelsen i den
nugældende regulering i forhold til
ugaranterede produkter tilstrækkelig?
Hvorfor/Hvorfor ikke? 31

4. Er der behov for nye og anderledes
informationer for ugaranterede
produkter? 32

5. Er der behov for specifikke regulatoriske
tiltag, der kan bidrage til at sætte rammerne
for selskabernes risikostyring og risikotag-
ning? 34

Noter side 35

Indledning

Finanstilsynet offentliggjorde den 27. februar 2017 et diskussionsoplæg om "Pension når garantierne forsvinder". Finanstilsynet inviterer med oplægget til en åben debat og ønsker at modtage input.

Forsikring & Pension ønsker med dette papir at give vores input til debatten. Forsikring & Pension har gennem de sidste godt 10 år arbejdet med temaerne. Vi har gennem flere år arbejdet systematisk for at sikre forbrugerne større åbenhed og gennemsigtighed om deres pensioner. Arbejdet er en løbende proces, og Forsikring & Pension er i øjeblikket i gang med at udvikle fire nye initiativer, der vil opfylde de nye behov for forbrugerinformation, som bevægelsen væk fra de garanterede produkter medfører.

Forsikring & Pensions papir er samtidig en invitation til dialog med myndighederne og andre relevante interessenter.

19. april 2017

Resumé

- de vigtigste budskaber i papiret

Nye produkttyper dækker forskellige behov

- Pensionsbranchen har udviklet de nye produkter for at kunne give kunderne de bedst mulige pensioner i en situation med:
 - Lave renter
 - Ændret regulering (risikobaserede solvenskrav)
- De ugaranterede produkter gør det muligt at tage mere investeringsrisiko og dermed opnå et højere forventet afkast. Garantier begrænser generelt investeringsfriheden. Det behøver dog ikke at være tilfældet, hvis garantierne er meget lave, eller hvis selskabet har store ufordelte kundereserver og/eller ultimativt et stort kapitalgrundlag.
- Det er forskelligt fra kunde til kunde, hvad det rigtige risikoniveau er. Der er derfor ikke én produkttype, som er den rigtige for alle kunder. Det er vigtigt, at kunderne kan få dækket deres forskellige behov i pensionsmarkedet.
- Der er i dag en lang række produkter i markedet:
 - Rene markedsrenteprodukter
 - Markedsrenteprodukter med tilknyttet garanti
 - Gennemsnitsrenteprodukter uden garanti
 - Gennemsnitsrenteprodukter med betinget garanti

Derudover har gennemsnitsrenteprodukter med garanti lavere garantier i dag end tidligere.

- Når man taler om, at der er sket en bevægelse fra garanterede til ugaranterede produkter, så dækker begrebet "ugaranterede" produkter i virkeligheden over en meget bred produktpallete.

Vigtigt at kommunikere forventninger til afkast og risiko til kunden

- For kunder med ugaranterede produkter er det ekstra vigtigt, at selskaberne kommunikerer tydeligt til kunden, og at kunden forstår:
 - Hvilken pension kunden kan forvente
 - Den tilstræbte udbetalingsprofil
 - Hvad risikoen er for den fremtidige pensionsydelse?
- Der er behov for at udbygge kundeinformation. Derfor er Forsikring & Pension i gang med at udvikle fire nye forbrugerinitiativer – se boks på side 7.
- Vi vil gerne have en dialog med myndighederne og andre relevante interessenter om, hvilken information kunderne skal have stillet til rådighed for at kunne være orienterede og have grundlaget for at kunne træffe de rigtige beslutninger.
- Forsikring & Pensions nye forbrugerinitiativer supplerer den omfattende kundeinformation, som findes i pensionsmarkedet i forvejen. Der er bl.a. fuld gennemsigtighed om afkast og omkostninger.

Kontrol med risikoen

- Ansvar for, at der er kontrol med risikoen, ligger hos det enkelte pensionselskab.
- Der er en omfattende regulering, som giver Finanstilsynet mulighed for at føre kontrol med selskabernes adfærd og egenkontrol (prudent person-regler, governancekrav, informations- og god skik-krav, krav til ledelsens kompetencer, rapporteringskrav mv.).
- Reguleringen er markedskonform og har netop det rigtige fokus på risiko, herunder på at sikre, at ledelserne i pensionselska-

berne forstår risikoen. Komplexiteten på de finansielle markeder og i pensionselskaberne er stigende, og det stiller krav til kompetencer både i selskaberne og hos tilsynsmyndighederne. De nye udfordringer kan ikke løses med simple kvantitative tjeklister og andre gammeldags tilsynsværktøjer.

- Reguleringen sikrer også, at pensionsbranchen kan agere hensigtsmæssigt i forhold til samfundsøkonomien (investere i vækst og beskæftigelse samt fungere som et stabiliserende element under en finanskrise).
- Vi ser dog et behov for en dialog om, hvordan prudent person-princippet skal forstås og efterleves i en dansk kontekst. Det handler et af vores nye forbrugerinitiativer om – se boks nedenfor. Vi vil gerne have en dialog med myndighederne og andre relevante stakeholdere samt eventuelt trække på de omfattende internationale erfaringer på området.
- Udover de krav, som reguleringen stiller, er der også en effektiv markedsdisciplin. Gennemsigthed om pensionselskabernes afkast og risiko skaber stærke incitamenter hos pensionselskaberne til at kontrollere risici og undgå tab.
- Selvom pensionselskaberne generelt kan investere med større risiko i ugaranterede produkter, begrænses investeringsrisikoen for den enkelte kunde, fordi pensionselskaberne har mulighed for at sprede risikoen, og fordi man kan lave en

aldersafhængig risikoaftrapning. Kundens fremtidige pensionsydelse afhænger også af andre faktorer end investeringsafkastet – fx inflation, fremtidige skatteregler, og reallønsudvikling. Disse andre risici er der ikke garanti imod, hverken i garanterede eller ugaranterede produkter.

Kompetencer ift. alternative investeringer er en anden relevant diskussion

- Diskussionen om, hvorvidt pensionselskaberne har de rette kompetencer i forhold til alternative investeringer, er ikke kun relevant for ugaranterede produkter. Også i de garanterede produkter investeres der i alternativer.
- Pensionselskabernes alternative investeringer sker ofte gennem fonde, der er specialiserede i denne type investeringer. Her skal selskabernes kompetence være at kunne vurdere fondenes ekspertise. Hvis selskaberne foretager direkte investeringer i alternativer, kræver det naturligvis, at de selv har de fornødne kompetencer. Reguleringen giver Finanstilsynet mulighed for at stille krav til selskabernes kompetencer. Vi er åbne over for dialog med myndighederne og andre interessenter om værdiansættelse af aktiver i illikvide markeder og om, hvorvidt Finanstilsynet har de rette instrumenter og kompetencer til at føre kontrol med pensionselskabernes alternative investeringer.



Nye markedsforhold – nye informationsbehov

Forsikring & Pensions fire nye forbrugerinitiativer

De ugaranterede pensionsprodukter medfører nye behov for information hos forbrugerne og beslutningstagerne. Derfor er Forsikring & Pension i gang med at udvikle fire nye forbrugerinitiativer:

- Pensionsprognoser med mere information, herunder bedre information om usikkerheden på prognoserne samt prognose for hele udbetalingsforløbet.
- Information om, hvad pensionsopsparingen i markedsrenteprodukter er investeret i.
- Ensartet og simpel risikomærkning af markedsrenteprodukter.
- Udvikling af guidelines for, hvad der i praksis kræves for, at et pensionselskab kan siges at efterleve det såkaldte prudent person-princip.

Det er målet at have brancheregler inkl. konkrete løsningsmodeller på plads i marts 2018. Derefter skal der ske implementering i pensionselskaberne.

Initiativerne ligger i naturlig forlængelse af de andre åbenheds- og forbrugerinitiativer, som branchen har gennemført i de seneste ca. 10 år. De nye initiativer afspejler, at markedet og produkterne har ændret sig i de år, der gået – med nye informationsbehov til følge.

Pensionsprodukterne er fulgt med udviklingen

Danskernes pensionsopsparinger har gennem flere år flyttet sig fra garanterede gennemsnitsrentepensioner og over i ugaranterede markedsrentepensioner eller garanterede pensioner med en noget lavere eller betinget garanti. Der er opstået en bred vifte af pensionsprodukter – se boksen nedenfor.

Når vi i det følgende taler om ”ugaranterede” produkter, så er det hele denne vifte af produkter, vi mener.

Udviklingen afspejler, at pensionsprodukterne er fulgt med tiden. Pensionsbranchen er sat i verden for at give forbrugerne de

Nye pensionsprodukter

I de senere år er der vokset en række nye produkter frem i pensionsmarkedet. De nye produkter adskiller sig fra de traditionelle gennemsnitsrente-produkter, bl.a. ved at der ikke er en garanti, eller at garantien er lavere eller betinget.

- **Rene markedsrenteprodukter** – den enkelte kunde bærer selv investeringsrisikoen, og der sker ikke udjævning af afkastene fra år til år.
- **Markedsrenteprodukter med tilknyttet garanti** – kunden har en garanti for fx en vis minimumsydelse, men det er et markedsrenteprodukt, da der ikke sker udjævning af afkastene fra år til år ved hjælp af kollektive kundereserver.
- **Markedsrenteprodukter med individuel udjævning over tid** – afkastene fra år til år udjævnes ved hjælp af en individuel buffer frem for de kollektive kundereserver, som kendes fra gennemsnitsrenteprodukter.
- **Gennemsnitsrenteprodukter uden garanti** – afkastene fra år til år udjævnes ved hjælp af kollektive kundereserver (derfor er det et gennemsnitsrenteprodukt), men der er ikke en garanti for en vis minimumsydelse som i traditionelle gennemsnitsrenteprodukter.
- **Gennemsnitsrenteprodukter med betinget garanti** – produktet er som udgangspunkt et traditionelt gennemsnitsrenteprodukt med garanti, men selskabet er kun forpligtet til at leve op til garantien, i det omfang nogle nærmere angivne forudsætninger er opfyldt (bl.a. renteniveau og levetider).

Derudover er garantierne på de gennemsnitsrenteprodukter med garanti, som stadig findes i markedet, væsentligt lavere i dag end tidligere. En stor del er med 0-garanti.

Myndighederne har løbende sat et loft over, hvor høje garantier selskaberne må give kunderne (grundlagsrentebekendtgørelsen). Den maksimale grundlagsrente er løbende reduceret som følge af det faldende obligationsrenteniveau.

bedst mulige pensioner. Pensionsselskaberne ser derfor løbende på, hvordan man kan tilpasse pensionsprodukterne til borgernes og samfundets skiftende behov samt ændrede samfundsøkonomiske vilkår. Det er nødvendigt, hvis det danske pensionssystem fortsat skal være verdens bedste, sådan som Mercer/Melbourne de sidste fem år i træk har kåret det til.

De ugaranterede produkters fremvækst er en reaktion på primært to forhold: For det første renteutviklingen, som har gjort, at renteniveauet nu i en del år har været meget lavt, og for det andet ændret politisk regulering af pensionssektoren. De to forhold beskrives nærmere i afsnittet nedenfor.

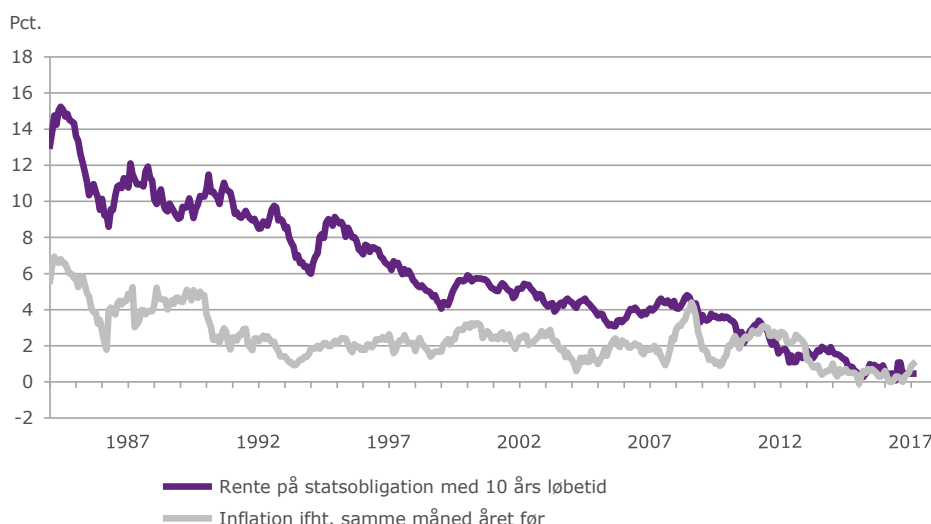
Pensionsopsparing i et lavrentemiljø – markedsrenteprodukter giver mulighed for højere risiko og dermed højere forventet afkast

Pensionsselskaberne investerer kundernes opsparinger i aktiver som aktier, obligationer, ejendomme osv. Formålet er at skabe bedst muligt afkast af opsparingen og dermed sikre kunderne den højst mulige pension. Det gælder både for garanterede og ugaranterede produkter.

Lige meget hvad pensionsselskabet investerer i, er der generelt en sammenhæng mellem risiko og forventet afkast. Det afkast, man kan forvente at få – set over en længere periode – afhænger af, hvor stor en risiko man som investor er villig til at løbe. Begrebet risiko bruges normalt som en betegnelse for, hvor store udsving der er i afkastet fra år til år. Investeringsaktiver med høj risiko har højere afkast i "gode år" og lavere afkast i "dårlige år" end aktiver med lavere risiko. Men jo større udsving (risiko), desto højere vil det *gennemsnitlige* afkast over tid generelt være. Det vil sige, at aktiver med høj risiko har et højere forventet afkast.

Siden 1982 har renteniveauet været faldende, og i de sidste mere end 10 år har renterne været meget lave både i Danmark og resten af verden. Det medfører, at det generelt er blevet sværere at skabe investeringsafkast. Tidligere kunne man opnå et pænt afkast ved at investere i obligationer med lav risiko. I 2003 var renten på en 10-årig statsobligation således ca. 4 1/2 pct. mod blot 0,3 pct. nu (december 2016¹). Inflationen er i samme periode faldet fra godt 2 pct. til ca. 0,5 pct. Dermed er realforrentningen af en 10-årig statsobligation faldet fra 2,5 pct. til -0,2 pct. Der er i øjeblikket stort set intet nominelt afkast at hente – og negativt realafkast – medmindre man tager risiko.

Udvikling i realrenten på 10-årige statsobligationer 1984-2017



Med det lave renteniveau er det blevet nødvendigt for pensionselskaberne at tage lidt større risiko og finde nye investeringsobjekter. Men hvis pensionselskabet har lovet kunden en vis minimumspensionsydelse – som selskabet har med et garanteret produkt – kan selskabet være tvunget til at investere mere forsigtigt for at være sikker på at kunne opfylde garantien. Det kan gå ud over det forventede afkast og dermed i sidste ende størrelsen af forbrugers pension.

Om garantier begrænser investeringsfriheden, afhænger af:

- Størrelsen af garantien. Jo højere garanti, desto mere begrænses investeringsfriheden – alt andet lige – fordi selskabet er nødt til at være sikker på, at det i alle tilfælde kan leve op til garantien.
- Størrelsen af selskabets ufordelte kunde-reserver og ultimativt dets kapitalgrundlag. Hvis selskabet har meget store ufordelte reserver eller en meget høj solvensgrad, behøver garantier ikke begrænse investeringsfriheden – for så har selskabet muligheden for at dække garantierne i første omfang af kundernes kollektive midler og ultimativt af "egen lomme", hvis investeringsafkastet af kundernes opsparing ikke er stort nok.

Under finanskrisen var der flere selskaber med høje garantier, som ville have varetaget deres kunders interesser bedst ved at købe billige, men risikable aktiver. Men garanti-erne forhindrede selskaberne i at gøre det eller tvang ligefrem selskaberne til at sælge ud af de risikable aktiver, da markedet var i bund. Denne binding findes ikke i ugaranterede produkter, hvor selskabet ikke har givet kunden en garanti. Det betyder, at selskabet i princippet kan investere kundens opsparing med netop det risikoniveau, der passer til den enkelte kundes risikoappetit, alder osv. I praksis inddeles kunderne dog – også i mar-

kedsrenteprodukterne – i nogle lidt grovere grupper afhængig af risikoprofil og alder, men investeringerne kan stadig tilpasses den enkeltes behov i højere grad, end hvis der skal tages hensyn til forpligtelsen til at kunne honorere en garanti.

Samlet set er det derfor helt forventeligt, at andelen af risikofyldte investeringer (bl.a. aktier og alternative investeringer) for branchen som helhed er større i de hovedsageligt ugaranterede markedsrenteprodukter end i de primært garanterede gennemsnitsrenteprodukter². Det er faktisk selve formålet med markedsrenteprodukterne og andre ugaranterede produkter at kunne tage lidt større investeringsrisiko. Tallene for aktivfordelingen afspejler, at selskaberne opfylder formålet og tager lidt større risiko i disse produkter – og dermed sikrer kunderne et højere forventet afkast.

Også i gennemsnitsrenteprodukterne, som stadig hovedsageligt er med garantier (om end lavere og evt. betingede garantier), har pensionselskaberne øget andelen af risikofyldte aktiver i de senere år (men som nævnt ikke til niveauet i markedsrenteprodukterne). Forsikring & Pension har analyseret udviklingen i aktivsammensætningen i gennemsnitsrenteprodukterne. Hvis der alene ses på de overordnede kategorier aktier og obligationer, er der kun sket meget små forskydninger over tid. Men når man kigger nærmere på, bl.a. hvilke typer af obligationer der investeres i, ser man, at investeringer i statsobligationer er faldet betydeligt over de seneste 10 år, mens investeringer i bl.a. kreditobligationer er vokset.

Ændret politisk regulering gør garantier dyrere

Væksten i de ugaranterede produkter er ikke kun en reaktion på lavrentemiljøet.

Produktudviklingen er også en tilpasning til nye solvenskrav fra EU. De nye krav betyder, at pensionselskaber, som har givet deres kunder garantier, er nødt til at have ekstra kapitalpolstring. Det gør det i de fleste tilfælde ekstra dyrt for pensionselskaberne og dermed for forbrugerne at opretholde garantierne.

Et pensionselskabs solvenskapitalkrav beregnes ud fra de risici, selskabets forretning medfører. Man taler derfor om, at solvensregimet er risikobaseret. Jo større risici, et selskab påtager sig, jo større er selskabets solvenskapitalkrav, og jo mere basiskapital (primært egenkapital) skal selskabet være i besiddelse af for at være beskyttet mod risiciene.

Et pensionselskab, der garanterer pensionsudbetalingernes størrelse, påtager sig en risiko for, at investeringsaktiverne falder så meget i værdi, at selskabet ikke kan leve op til de afgivne garantier. Denne risiko udløser et solvenskapitalkrav, som er større, jo mere risikofyldte aktiver, selskabet investerer i. Selskaber, der ikke garanterer udbetalingerne størrelse, påtager sig derimod ikke nogen risiko for, at afkastet er utilstrækkeligt, og derfor er solvenskapitalkravet til den type selskaber væsentligt lavere.

Der er omkostninger forbundet med at holde kapital. Ved at investere mindre i risikofyldte aktiver kan et selskab reducere størrelsen af sit solvenskapitalkrav og dermed den basiskapital, selskabet skal være i besiddelse af for at leve op til kravene. Men som nævnt ovenfor fører en forsigtig investeringsstrategi til lavere forventet afkast. Til gengæld kræver den som nævnt ikke så meget basiskapital, hvilket reducerer omkostningen ved garantien.

I garanterede produkter er der således et trade-off mellem muligheden for at opnå

et attraktivt investeringsafkast og omkostningen ved at holde yderligere basiskapital. I ugaranterede produkter er der ikke dette trade-off, fordi selskabet ikke har givet kunden nogen garanti, og derfor er solvenskapitalkravet, og dermed omkostningerne ved at holde kapital, lavere.

Solvensreglerne har været på vej i mange år, og Danmark har været hurtigere til at omstille sig til de nye regler end de fleste andre lande. Derfor er vi også længere i omstillingen mod ugaranterede pensioner end de fleste andre lande, hvor omstillingen kun er i sin spæde start. Mange andre lande har også fået overgangsregler for Solvens II, dvs. i disse lande skal Solvens II først være fuldt implementeret om op til 16 år. Her er forbrugerbeskyttelsen lavere end i Danmark, og kundernes risiko derfor større. EIOPA (den europæiske tilsynsmyndighed for forsikring og arbejdsmarkedspension) har fornylig anbefalet, at kravene til opgørelsen af pensionsforpligtelserne skærpes. Ændringen vil medføre, at kapitalkravet til selskaberne øges. Det vil yderligere forøge forskellen i forbrugerbeskyttelsesniveau mellem de lande, som efterlever reglerne (bl.a. Danmark), og lande, som har overgangsordninger.

Rettidig tilpasning ruster pensionssystemet til fremtiden

Samlet set har den økonomiske og regulatoriske udvikling medført et behov for at udvikle pensionsprodukterne. Markedsrente-produkterne og andre former for ugaranterede pensionsprodukter er pensionsbranchens svar på udviklingen.

Der er tale om en udvidelse af produktsortimentet. Kunderne kan vælge et af de nye produkter eller lade være. Og der er stadig kunder, som efterspørger gennemsnitsrente-

produkter og andre garanterede produkter. Derfor findes disse produkter side om side med ugaranterede produkter i markedet.

Skiftende regeringer har presset på for at få pensionsbranchen til at gå væk fra produkter med garanti. I de såkaldte rentekurveaftaler af 12. juni 2012 og 20. december 2013 mellem Erhvervs- og Vækstministeriet og Forsikring & Pension fremhæves med enslydende formuleringer behovet for at mindske brugen af garantier, ved at branchen udvikler produkter med begrænset eller intet garantiindhold samt øger kundernes mulighed for at træffe omvalg.

Forud for rentekurveaftalerne blev der allerede i 2003 af et tværministerielt embedsmandsudvalg stillet spørgsmålstegn ved det hensigtsmæssige i garantier for kunderne og samfundsøkonomien³. I rentekurveaftalerne

Tekst i rentekurveaftalerne

Mindsket brug af nominelle rentegarantier

Der har i de senere år været en proces med udvikling af pensionsprodukter med mindre eller intet garantiindhold, og især arbejdsmarkedspensionerne har gennem omvalg mv. fået kunderne over på ordninger med en meget lav eller ingen garanti. Det er vigtigt, at denne udvikling fortsætter.

Der er enighed om, at pensions-selskaberne fremadrettet fortsat skal arbejde for fortsat at mindske omfanget af produkter med nominel rentegaranti ved at øge kundernes muligheder for at træffe omvalg og derved komme over i markedsrente-produkter.

er der lagt vægt på, at pensionsbranchen kan påtage sig langsigtede risici, herunder medvirke til finansiering af offentlige og private investeringer og derved styrke væksten i dansk økonomi. Aftalen om mindsket brug af garantier skal ses som én af flere forudsætninger for, at pensionsbranchen kan tilvejebringe risikovillig kapital til dansk erhvervsliv. En opgørelse blandt Forsikring & Pensions medlemskreds i 2014 viste, at selskaberne på daværende tidspunkt havde investeret 220 mia. kr. i dansk erhvervsliv⁴. Dette omfatter også investeringer i små og mellemstore virksomheder og dansk landbrug. Branchen medfinansierer statslige initiativer som Dansk Vækstkapital I og II samt Dansk Landbrugskapital.

Med rentekurveaftalen af 12. juni 2012 blev det aftalt, at "prudent person"-princippet i den kommende Solvens II-regulering skulle indføres førtidigt. Ifølge aftalen skulle princippet operationaliseres ved scenario-analyser, som nærmere fastlægges af Finanstilsynet.

Høje afkast til pensionskunderne

De faktiske afkasttal viser, at pensions-selskaberne rent faktisk har været i stand til at give kunderne gode afkast i en periode med lav vækst, lav inflation og lav rente. Det gælder både for garanterede og ugaranterede produkter, men de faktiske afkasttal bekræfter, at både afkast og risiko er højere i ugaranterede produkter.

I perioden 2008-16 har en typisk kunde i pensions-selskabernes ugaranterede markedsrente-produkter fået mellem 5,7 og 6,1 pct. (afhængig af kundens alder) i årligt nettoafkast⁵. Det på trods af, at der i 2008 var store negative afkast på markedsrente-produkterne som følge af finanskrisen. Nettoafkastet er det afkast, kunden har fået, efter at alle omkostninger, kunden har betalt, er fratrukket.

Gennemsnitsrentekunder med garanti har i samme periode fået et nettoafkast på 3,9 pct. pr. år⁶.

Tallene i tabellen er baseret på faktaompension.dk, som inddeler pensionsprodukterne i markedsrente og gennemsnitsrente. De markedsrenteprodukter, som indgår i analysen (se note 5), er alle uden garanti. De omfattede gennemsnitsrenteprodukter⁷ er alle på nær ét med garanti, dog evt. en betinget garanti.

Tallene viser også, at investeringsrisikoen for den enkelte kunde er større i de ugaranterede end i de garanterede produkter. Som følge af finanskrisen var der store negative afkast på de ugaranterede markedsrenteprodukter i 2008 – mellem -13 og -24 pct., lavest jo lavere alder. Men til gengæld var der også

langt større afkast i andre år. I 2009 var der positive afkast på mellem 16 og 23 pct. på disse produkter, højst jo lavere alder.

I gennemsnitsrenteprodukterne med garanti var de årlige udsving langt mindre. Det højeste årlige nettoafkast i perioden var 4,5 pct. i 2014, og det laveste var 3,4 pct. i 2013.

Udsvingene i de årlige afkast – dvs. investeringsrisikoen – er altså større i de ugaranterede produkter. Det er forudsætningen for at kunne opnå gode afkast set over en længere årrække. Som nævnt ovenfor er det også muligt at tage en høj investeringsrisiko i garanterede produkter, men det kræver generelt, at selskabet har et meget stærkt kapitalgrundlag. Ofte vil selskabet være nødt til at investere med lidt lavere risiko, når der er givet en garanti.

Nettoafkast 2008-2016 – alle pensionselskaber (uvægtet gennemsnit)

	Nettoafkast 2008-16 - årligt gennemsnit		Højeste nettoafkast p.a.		Laveste nettoafkast p.a.	
	Markedsrente	Gennemsnitsrente	Markedsrente	Gennemsnitsrente	Markedsrente	Gennemsnitsrente
35 år	6,1%	3,9%	23,2% (2009)	4,5% (2014)	-24,2% (2008)	3,4% (2013)
50 år	5,9%	3,9%	21,5% (2009)	4,5% (2014)	-20,8% (2008)	3,4% (2013)
60 år	5,7%	3,9%	16,2% (2009)	4,5% (2014)	-13,4% (2008)	3,4% (2013)

Kilde: Faktaompension.dk.

De angivne afkastintervaller er for en typisk kunde, indbetaling 30-80.000 kr. pr. år, opsparing 500.000 kr. Omfatter alle selskaber, som har haft markedsrente- hhv. gennemsnitsrenteprodukter i alle år 2008-16.

Begrænset risiko for den enkeltes pension

Det er vigtigt at gøre sig klart, at selvom investeringsrisikoen er større i ugaranterede produkter, så er risikoen for, at den enkelte kunde ender med at få en lav pension, kun meget lille. Det er der flere grunde til:

- Pensionsselskaberne begrænser investeringsrisikoen ved at investere i mange forskellige aktivtyper og enkeltaktiver.
- Pension er en meget langsigtet form for opsparring, og nedture på de finansielle markeder bliver typisk ret hurtigt afløst af opture. Dermed er risikoen i forhold til kundens fremtidige pension meget mindre end risikoen i forhold til opsparingsdepotet her og nu.
- Pensionsselskaberne aftrapper typisk investeringsrisikoen, jo tættere kunden kommer på pensionsalderen.

De tre grunde gennemgås nærmere på de følgende sider.

Det er desuden vigtigt at gøre sig klart, at garanterede produkter også indebærer risici for kunderne. Det forklares på side 17.

Risikospredning

Investeringsrisikoen begrænses ved, at pensionsselskaberne investerer i mange forskellige aktivtyper og enkeltaktiver. Dermed får pensionskunderne en lavere investeringsrisiko, end hvad der ville være muligt, hvis den enkelte kunde skulle spare op på egen hånd. Som kunde i et pensionsselskab indgår man i et risikofællesskab med mange andre kunder. Den store samlede pensionsformue gør, at der kan investeres i mange flere forskellige aktiver. På den måde kan der opnås en større risikospredning og dermed en lavere risiko ved et givent afkastniveau.

Risikospredning er en fordel, som alle kunder i pensionsselskaberne har, uanset alder, og

uanset om kunden har et garanteret eller eller et ugaranteret produkt.

Alternative investeringer

Pensionsselskaberne er i kraft af deres størrelse og investeringskompetencer i stand til blandt andet at investere i alternative investeringer som unoterede aktier, ventu- rekapital, infrastrukturprojekter osv. Alternative investeringer udgør en større del af pensionsselskabernes samlede investeringer i dag end tidligere. Det gælder både garanterede og ugaranterede produkter, men især ugaranterede produkter³.

Væksten i alternative investeringer afspejler, at denne aktivklasse giver mulighed for at opnå et afkast i en lavrenteøkonomi, hvor realafkast som nævnt ovenfor kun kan opnås ved at tage en investeringsmæssig risiko.

Men væksten i alternative investeringer afspejler i høj grad også, at alternative investeringer gør det muligt at sprede og dermed begrænse den samlede risiko i investeringsporteføljen endnu mere end ved blot at investere bredt i forskellige typer af mere "traditionelle" aktiver. Afkastene på nogle typer af alternative investeringer "svinger" i nogle tilfælde i en anden "takt" end afkastene på fx aktier og obligationer. Dermed kan der opnås en bedre risikospredning (diversifikationseffekt).

Alternative investeringer er generelt en forholdsvis kompliceret investeringstype, som kræver, at pensionsselskaberne opbygger de fornødne kompetencer eller investerer i fonde, hvor man har den ekspertise. Finansstilsynet kan stille krav til selskabernes kompetencer og bestyrelsernes ansvar (se nærmere om regulering på side 21-28).

Det er ikke naturgivent, at alternative investeringer er mere risikable end fx aktier. Det afhænger af, hvordan aftalerne skrues sam-

men, herunder hvordan risikoen fordeles. Det er kompliceret og tidskrævende for investor at sikre sig fornuftige aftaler, men pensions-selskaberne er i kraft af deres størrelse i stand til at løfte denne opgave. Og selskaberne investerer i øvrigt som nævnt ofte gennem fonde, der er specialiserede i denne type investeringer.

Pension er langsigtet opsparing, og de finansielle markeder kommer som oftest ret hurtigt igen

Risikospredning gør altså, at kundens risiko er begrænset meget, når der ses på investeringsrisikoen i forhold til opsparingen *her og nu*. Men risikoen i forhold til kundens *fremtidige* pensionsydelse er endnu lavere. Det skyldes, at kapitalmarkederne har en tendens til at genvinde det tabte efter et større kurstab.

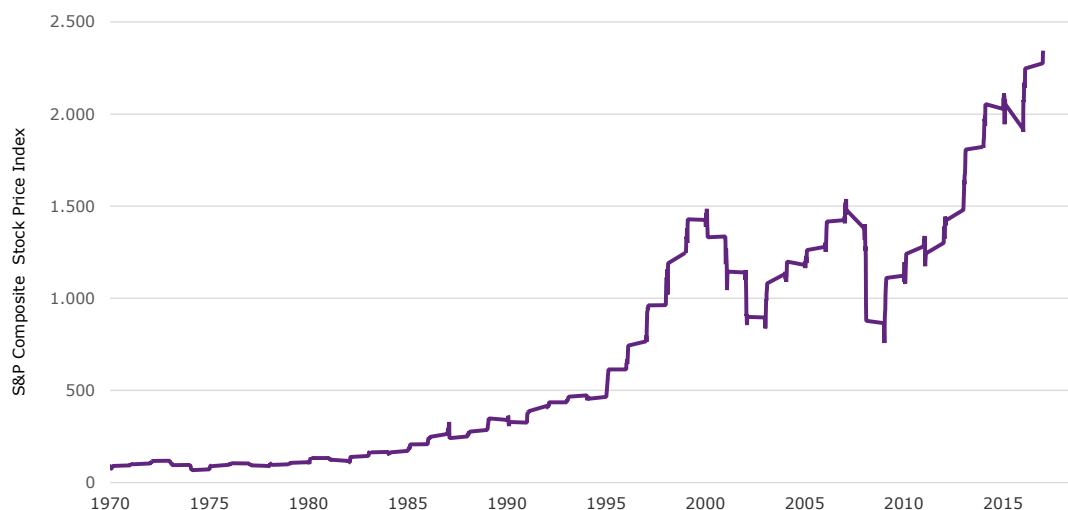
For den enkelte kunde er det afgørende at få så stor en fremtidig pensionsydelse som muligt, ikke hvor stor opsparingen på pensionskontoen er her og nu. Der er med andre ord normalt tid til at indhente det tabte.

Pension er en meget langsigtet form for opsparing. Kunden skal typisk først bruge pengene om lang tid. Det er klart, at en 30-årig har mange år tilbage at spare op i. En person, som er på vej på pension eller allerede er gået på pension, skal selvfølgelig bruge pengene tidligere, men denne person skal også kun bruge en begrænset del af pengene nu og her.

På figuren nedenfor ses udviklingen i aktiekurserne siden 1970 (S&P Composite Stock Price Index). I perioden har der været tre store nedture, hvor aktiemarkedet har tabt en stor del af sin værdi på kort tid: Oliekrisen i 1973, it-boblen i 2000 og finanskrisen i 2008. I alle tre tilfælde indhentede aktierne det tabte i løbet af 4-5 år.

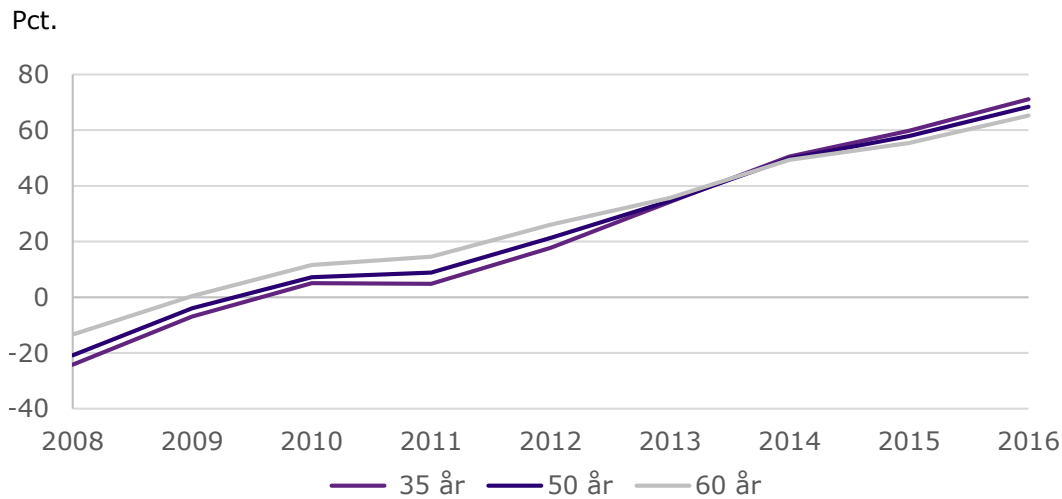
Billedet af, at opsparingen hurtigt genvinder det tabte efter de store nedture, er endnu tydeligere, hvis vi kigger på de afkast, som pensions-selskaberne har skabt til kunder med ugaranterede markedsrenteprodukter. Finanskrisen 2008 resulterede som nævnt på side 13 i store negative afkast for disse produkter på mellem -13 og -24 pct. (afhængig af, hvor tæt kunden var på pensionering). Men allerede to år efter, i 2010, var tabene indhentet igen, og i dag otte år efter

Udvikling i S&P Composite Stock Price Index 1970-2017



Akkumuleret nettoafkast i ugaranterede markedsrenteprodukter (typisk kunde) 2008-2016

Uvægtet gns. af alle selskaber – indb. 30-80.000 kr. pr. år/opsp. 500.000 kr.



finanskrisen udgør det akkumulerede afkast for perioden 2008-16 mellem 65 og 71 pct. (afhængig af antal år til pensionering). Det vil altså sige, at 1.000 kr. indbetalt i 2007 er

blevet til 1.650-1.710 kr. i perioden – selvom de 1.000 kr. startede med at blive reduceret til 760-870 kr. i 2008 som følge af finanskrisen.

Den akademiske litteratur om markedernes "tilbagevenden" (mean-reversion) oven på en nedtur

I ældre akademisk litteratur var det en udbredt opfattelse, at aktiekurserne er uforudsigelige. Uforudsigelighed betyder, at det ikke er muligt at forudsige fremtidige kurser med "fundamentals" som renter, afkast mv. Al information om disse "fundamentals" er allerede afspejlet i kurserne. Derfor er der heller ikke stabiliserende kræfter, der eksempelvis får markederne til at vende tilbage til et "normalt" niveau efter store kursfald. Ideen om aktiekursernes "random walk" og manglende "mean-reversion" er fx beskrevet i Malkiel (1973)⁹.

Senere resultater viser, at aktiekurserne indeholder forudsigelige elementer, og at der er en tendens til mean-reversion. Eksempler på disse studier er Campel og Viceira (2005)¹⁰ og Poterba og Summers (1988)¹¹.

Forudsigeligheden er stigende med tidshorisontens længde som følge af mean-reversion. Dermed falder usikkerheden om afkastet af aktier også med tidshorisontens længde. Dette er belyst i flg. citat fra Campel og Viceira: "...long-horizon returns on stocks are significantly less volatile than their short-horizon returns. This strong decline in volatility is the result of mean-reverting behavior in stock returns induced by the predictability of stock returns from the dividend yield."

Forudsigeligheden opstår især på langt sigt og er knyttet til konjunkturudviklingen og pres på de finansielle markeder. Disse egenskaber ved de finansielle markeder kan udnyttes af langsigtede investorer som pensionsselskaber til at skabe et fornuftigt afkast til kunderne. Der findes dog forskere, der er uenige i dette synspunkt, fx Pator og Stombaugh (2012)¹².

Når markederne og afkastene typisk retter sig igen så forholdsvis hurtigt efter de store nedture, bliver nedturene kun yderst sjældent en trussel med den enkelte pensionsopsparets økonomi som pensionist – fordi pensionsopsparing som nævnt er en meget langsigtet form for opsparing.

Aldersafhængig aftrapning af investeringsrisikoen

Mange pensionselskaber udbyder de såkaldte livscyklusprodukter. I disse produkter sørger pensionselskaberne for at aftrappe kundernes investeringsrisiko i takt med kundens alder. Jo yngre kunden er, desto større andel af pensionsopsparingen investeres i aktier og andre risikofyldte aktiver. Jo ældre kunden er, desto større andel investeres i stats- og realkreditobligationer.

De kunder, der risikerer de største tab, er dem, der også har flest år til at vinde det tabte ind igen. Det ses af tabellen i afsnit 2.4, at de yngste kunder (35 år) med markedsrenteprodukter fik de største tab i det dårlige år 2008 (-24 pct.), men også det højeste afkast af alle tre aldersgrupper i det gode år 2009 (23 pct.). De yngste kunder fik også det højeste gennemsnitlige afkast i hele perioden 2008-15 (6,1 pct.). Omvendt fik de ældste kunder – dem på 60 år – knap så stort et tab i 2008 (-13 pct.), men til gengæld et lidt lavere afkast i hele perioden (5,7 pct. pr. år).

Der er også risiko i garanterede produkter

I garanterede produkter har pensionselskabet garanteret kunden en bestemt nominel minimumsydelse. Det er imidlertid vigtigt at gøre sig klart, at kunderne ikke dermed er frigjort fra enhver risiko. For det første er selskaberne i mange tilfælde ejet af kunderne (medlemmerne). For det andet dækker

garantierne ikke alle de risici, som kunderne har. Det er derfor ikke helt korrekt, når Finanstilsynet i sit diskussionsoplæg skriver, at de ugaranterede produkter medfører en ”privatisering af risiko”. Risikoen har i vidt omfang altid være privat, også i garanterede produkter (det er også nævnt i fodnote 2 på side 6 i Finanstilsynets diskussionspapir). Og så er det vigtigt, at det handler om både afkast og risiko – ikke kun risiko.

For kunderne er det afgørende formentlig ikke, hvor stor deres pensionsydelse er nominelt, men snarere reelt, dvs. købekraften af pensionsydelsen. Ydermere kan der argumenteres for, at dækningsgraden formentlig har betydning for mange, dvs. hvor stor købekraft pensionsydelsen giver i forhold til kundens slutløn. Og endelig vil mange nok også måle købekraften af deres pensionsydelse op mod andre personer i samme situation.

Garantien i de garanterede produkter sikrer en nominel minimumsydelse, og dermed har kunder med garanterede produkter, ligesom kunder med ugaranterede produkter, en række risici. Det hænger dybest set sammen med, at fremtiden er usikker i mange dimensioner, og pensionselskaberne kan ikke udstede garantier, som kan eliminere enhver usikkerhed. Kunder i både garanterede og ugaranterede produkter har bl.a. følgende risici:

- Skatterisiko – risikoen for, at politikerne ændrer pensionsbeskatningen, så den beskattede værdi af pensionsopsparingen bliver mindre.
- Inflationsrisiko – risikoen for, at købekraften af pensionsydelsen bliver mindre.
- Risiko for, at afkastet af pensionsopsparingen ikke følger med lønudviklingen – dvs. dækningsgraden bliver lavere.

Markedsdisciplin skaber incitament for pensionselskaberne til at kontrollere risikoen

I de ugaranterede produkter har pensionselskaberne ikke garanteret kunderne en bestemt minimumsydelse. Men selskaberne har i allerhøjeste grad incitament til at sikre kunderne den bedst mulige pension – og til at kontrollere risikoen og undgå tab på investeringerne.

Selskaberne og deres ledelser bliver målt på deres evne til at skabe afkast til forbrugerne. Det er det, de er sat i verden for. Gode afkast er det enkelte selskabs eksistensberettigelse.

Som boksen nedenfor viser, interesserer medierne sig overordentligt meget for pensionselskabernes afkast. Der er fuld gennemsigthed om afkastene, og selskaberne bliver konstant sammenlignet på afkast. Tabsgivende investeringer trækker også store overskrifter, og pensionselskaber, der har investeret i tabsgivende selskaber mv., må leve med at blive udstillet i medierne. Der er ikke nødvendigvis proportionalitet mellem omtalen og effekten på kundernes pension. De tabsgivende enkeltinvesteringer,

14 BUSINESS PRIVATØKONOMI

Det turbulente 2016 udløste store forskelle i de afkast, som pensionselskaberne mest brugte pensionstyper. De spænder fra et lille minus til plus på cirka syv pro

Danica har overhalet PFA på afkast for 2016

Her er vinderne og taberne blandt pensionselskaberne

14 BERLINGSKE BUSINESS EKSPERTEN

PFA giver Danica baghjul på afkast

6 BUSINESS KONKURSSTRID

Pensam strammer op efter kæmpe tab på Hesalight

Af Birgitte Erhardtson bge@berlingske.dk



Pensionselskabet Pensam skyder nu tilbage på Lars Nørholt, stifteren af den konkursramte virksomhed Hesalight, som Pensam lånte et trecifret

Investering i PFA Pension skaber fortsat stor afkastforskel til Danica Pension i 2016, men der findes også eksempler til de traditionelle selskaber.

Danicas kunder har i årevis lagt sig på at sikre sig den bedste afkast til deres pension. Derfor har de i mange år arbejdet på at sikre sig den bedste afkast til deres pension. Danica er kendt for sine gode resultater og lover kunderne »bed

etableret på ændring i styrkeforholdet mellem PFA og Danica. En midtvejsmåling viser, at det er PFA's afkast, som er kommet klart i front fra start. Forskellen var særligt stor i anden halvdel af 2015, hvor PFA skabte en stor afkast-

den risikovillige og langsigtede pensionsinvestor.

Fristende at tage større risiko

Det historiske rentefald med det aktuelle lave renteniveau har betydet, at investering i traditionelle obligationer gør det umuligt

DANMARKS INTERNATIONALE AVIS
MORGENAVISEN
Jyllands-Posten

Lærernes pension er endt i fejlslagne skovinvesteringer

» Nordica Liv, PKA og AP Pension sig om, inden man bare hopper sig ud af skov, fordi det siden fi- bl.a. rådgiver Lærernes Pensi

som trækker overskrifter, udgør som oftest kun en meget lille brøkdel af selskabernes samlede investeringer.

Det danske pensionsmarked er kendetegnet ved kollektive, obligatoriske ordninger. Det er en væsentlig årsag til, at det danske pensionssystem opnår den gode internationale rating, som det gør. At de danske pensionsordninger er obligatoriske for den enkelte betyder, at det er kollektive valg og beslutninger, der afgør, hvilket pensionselskab de omfattede forbrugere skal være kunder i.

Pensionselskaberne i Danmark konkurrerer altså kun i mindre grad om den enkelte forbrugers gunst, men i høj grad om større samlede grupper af kunder, hvis valg af pensionsleverandør er præget af en større grad af professionalisme og interesse.

Det kollektive betyder altså ikke, at der ikke er konkurrence, men at konkurrencen udspiller sig på andre måder.

Når fx en virksomhed skal vælge firmapensionsleverandør, indgår historiske afkast typisk som en væsentlig parameter i arbejdsgiverens beslutning. Disse leverandørvalg er desuden ofte kendetegnet ved, at en uvildig forsikringsmægler rådgiver arbejdsgiveren.

Der er eksempler på, at selskaber, der traditionelt har tilbudt overenskomstbaserede ordninger, også melder sig ind i konkur-

rencen om at tilbyde pensionsordninger til firmakunder. Og der er eksempler på, at traditionelle firmapensionselskaber tiltrækker overenskomstbaserede ordninger. Endelig er der eksempler på overenskomstbaserede ordninger, der skifter administrationselskab.

Den stærke konkurrence – og fokus på at reducere omkostninger og skabe størst muligt nettoafkast til kunderne – ses også af, at der er sket en kraftig konsolidering i branchen. I 2000 var der 94 livsforsikringselskaber og tværgående pensionskasser. 15 år efter var antallet reduceret med to tredjedele til 33 selskaber. Selskaberne sammenlægger desuden funktioner i administrationsfællesskaber. Derved professionaliseres kompetencer, og omkostningerne reduceres til gavn for kundernes pensioner.

Forudsætningen for konkurrence og markedsdisciplin er markedsgennemsigtighed i forhold til de relevante beslutningstagere. Beslutningstageren er i visse tilfælde den enkelte forbruger, eksempelvis ved valg af risikoprofil. I andre tilfælde ved valg af pensionsleverandør og ordningstype er beslutningstagerne typisk en arbejdsplads eller overenskomstparterne.

Markedsgennemsigtigheden er tilstede i det danske pensionsmarked. Pensionsbranchen har i en længere årrække arbejdet systematisk på at skabe åbenhed og gennemsigtighed om pension.

Forsikring & Pensions åbenheds- og gennemsigtighedsinitiativer

For at sikre åbenhed og gennemsigtighed om danskernes pensioner har Forsikring & Pension siden 2006 arbejdet ud fra en klar strategi:

- Der skal være fuld **åbenhed** for den enkelte kunde og i markedet om alle relevante forhold.
- Forbrugeren skal gives mulighed for at skabe sig et **overblik** over sin pensionsituation.
- Pensionsordninger og pensionselskaber skal kunne **sammenlignes**.

Som led i strategien har Forsikring & Pension gennemført en lang række initiativer, bl.a.:

- **PensionsInfo** – et webværktøj, som giver forbrugeren et samlet overblik over alle sine pensioner og tilknyttede forsikringer
- **Pensionsmåleren** – et webværktøj, som giver forbrugeren et fingerpeg om, hvor meget hun/han kan forvente at få i pension – og hvor meget det vil betyde for pensionen at indbetale ekstra til pension.
- **Pensionsoverblikket** – seks nøgletal, som giver forbrugeren overblik over indbetalinger, udbetalinger, afkast/rente, samlede omkostninger (ÅOK/ÅOP), forsikringspriser og værdien af pensionsordningen.
- **Fakta om pension** – et webværktøj, som sammenligner pensionsordninger i forskellige selskaber. Alle dele af pensionsordningen sammenlignes: Afkast, omkostninger, forsikringer, service og rådgivning.
- **Omkostningsmålere** på alle selskabers hjemmesider
- **Risikomærkning af markedsrenteprodukter** – offentliggøres på Fakta om pension og selskabernes hjemmesider.

På Erhvervs- og Vækstministeriets initiativ blev pensionsbranchens åbenhedsinitiativer evalueret i 2013. Evalueringen blev lavet af Towers Watson, som konkluderede, at der i den danske pensionsbranche er en meget stor åbenhed og gennemsigtighed. Towers Watson konkluderede, at vi har skabt nogle forbrugerværktøjer, som opfylder forbrugernes behov, og som er enestående på internationalt plan.

Omfattende regulering og effektive tilsynsinstrumenter

Udover incitamenterne til at agere i kundernes bedste interesse er der også en omfattende regulering, som sikrer, at pensions-selskaberne forvalter pensionspengene i forbrugernes interesse, herunder også i forhold til risikotagning. Reguleringen stiller krav om omfattende kontrolforanstaltninger internt i selskaberne. Samtidig giver reguleringen myndighederne en række beføjelser, når de skal føre tilsyn med pensionsselskaberne.

I dette afsnit beskriver vi de vigtigste dele af den regulering, som – på forskellig vis – påvirker risikotagningen og andre forhold med betydning for størrelsen af den pension, den

enkelte kunde ender med at få. Der er også regler for selskabernes kommunikation til og rådgivning af kunderne.

Stort set alle væsentlige dele af reguleringen kommer fra EU. Skal reguleringen ændres, skal det dermed ske på EU-niveau.

Reguleringen omfatter både garanterede og ugaranterede produkter og både gen-nemsrenteprodukter og markedsrente-produkter. Reguleringen er grundlæggende risikobaseret. Reguleringen fokuserer på, at selskabernes ledelser skal forstå den risiko, de tager på vegne af selskabet og kunderne.

Regulering af pensionsselskabernes kommunikation og risikotagning

- **Informations- og rådgivningsregler**, herunder god skik-regler, stiller krav om, at pensionsselskaberne skal kommunikere til kunderne, så kunderne har de fornødne informationer for at kunne træffe gode beslutninger. Nye regler er på vej med det nye forsikringsdistributionsdirektiv (IDD).
- **Prudent person-reglerne** regulerer den investeringsstrategi, som pensionsselskabet investerer kundernes pensionspenge med. Prudent person-princippet betyder, at investeringerne skal tjene kundernes interesser bedst muligt, herunder være egnede til at sikre, at kunderne kan få det i pension, de er blevet stillet i udsigt. Selskaberne skal også kende og forstå investeringsrisikoen samt kunne kontrollere den.
- **Governance-regler** stiller krav om, at selskaberne har styr på de forskellige risici i deres forretning. Selskaberne skal have etableret fire nøglefunktioner: Risikostyring, compliance, aktuar samt intern audit.
- **Rapporteringsregler** sikrer, at Finanstilsynet har de fornødne informationer for at kunne føre effektivt tilsyn med pensionsselskaberne.
- **Fit and proper-regler** stiller krav om, at selskaberne har de fornødne kompetencer til bl.a. at investere i alternative investeringer.
- **Pensionsbeskatningsloven** indeholder regler, som sætter rammer for udbetalingsprofilen på livrenter og ratepensioner.
- Derudover har Finanstilsynet en **generel beføjelse** til groft sagt at ”spørge om alt, få udleveret alt og få adgang til alt”.

Og kravene afhænger af risikoens karakter og størrelse. Kravene til hhv. garanterede og ugaranterede produkter er således kun forskellige, i det omfang risikoen er forskellig. Fx er solvenskapitalkravet til et selskab, som har givet garantier, alt andet lige større end til et selskab, der ikke har, fordi selskabet løber en risiko for, at investeringsaktiverne falder så meget i værdi, at selskabet ikke kan leve op til de afgivne garantier.

De fleste af reglerne er en del af den såkaldte Solvens II-regulering, som efter 10 års forarbejde nationalt og internationalt trådte i kraft 1. januar 2016. Danmark var en meget aktiv deltager i forarbejdet med reglerne. Solvens II-reglerne indeholder omfattende krav til kapitalgrundlag, værdiansættelser, governance, rapportering mv.

Ved fremsættelsen af Solvens II-lovforslaget anførte erhvervs- og vækstministeren, at forslaget bl.a. skulle sikre en "endnu bedre beskyttelse af forsikringstagerne", og at forsikringssselskaberne fremover (dvs. med forslaget) skulle efterleve en "omfattende regulering på flere niveauer" (jf. de almindelige bemærkninger til lovforslaget¹³).

Finanstilsynet fik i forbindelse med forslaget tilført yderligere ressourcer til udførelse af nye opgaver i forbindelse med implementering af Solvens II-reglerne. Det fremgik af lovforslaget, at tilsynets øgede ressourcebehov bl.a. udsprang af, at tilsynets "løbende tilsyn med selskaberne bliver mere omfattende".

Danmark er også i gang med at implementere forsikringsdistributionsdirektivet (IDD). Direktivet indeholder regler for information og rådgivning. Når IDD-reguleringen er gennemført (senest i februar 2018), vil IDD sammen med Solvens II udgøre den grundlæggende regulering af forsikrings- og pensionserhvervet i Danmark. Forsikrings- og pensionsprodukter er ikke omfattet af investorbeskyttelsesreglerne i MIFID, fordi disse produkter i stedet bliver omfattet af forbrugerbeskyttelsesreglerne i IDD.

Gennemgang af reguleringen

I dette afsnit gennemgås de enkelte dele af den nævnte regulering.

Informations- og rådgivningsregler

Pensionselskabernes informations- og rådgivningsforpligtelser er i dag reguleret i informationsbekendtgørelsen og i god skik-bekendtgørelsen. Reglerne stiller krav til selskaberne, med hensyn til hvad de skal kommunikere til kunderne, både forud for kontraktindgåelse (prækontraktuelt) og i det løbende kundeforhold. Reglerne giver også Finanstilsynet muligheder for at stille krav til selskabernes kundekommunikation.

For obligatoriske pensionsordninger, hvor pensionselskabet ikke har kendskab til kundens identitet, før kunden er blevet medlem af pensionsordningen, skal den prækontraktuelle information gives i forbindelse med indgåelsen af aftalen. Af informationsbekendtgørelsen fremgår det, at selskaberne skal oplyse forsikringstageren om:

- Beskrivelse af de enkelte ydelser og oplysninger om eventuelle valgmuligheder.
- Ydelsernes størrelse.
- Angivelse af i hvilket omfang ydelser mv. er garanteret. Er ydelserne afhængige af udsving på kapitalmarkedet, skal der oplyses om de investeringsmæssige forudsætninger for de oplyste ydelser.

De nævnte oplysninger skal gives i et omfang, der er tilstrækkeligt til at give kunden et overblik over forhold af væsentlig betydning for aftalen.

I ugaranterede pensionsordninger er den oplyste ydelse en prognose/fremskrivning. Finanstilsynet har udstedt en vejledning om udarbejdelse af pensionsfremskrivninger. Den gælder både fremskrivninger, der gives prækontraktuelt, og fremskrivninger, der gives under det løbende kundeforhold.

Der er følgende krav til pensionsfremskrivninger:

- Pensionsfremskrivninger skal udarbejdes og præsenteres på en sådan måde, at forbrugeren opnår et reelt informationsgrundlag, og pensionsfremskrivninger skal derfor:
 - fremstå forståelige og gennemskuelige
 - være egnede til sammenligning af forskellige produkter
 - være egnede til sammenligning af forskellige pensionsinstitutter
- En pensionsfremskrivning må ikke udformes, så forbrugeren kan få den opfattelse, at fremskrivningen indebærer et bindende løfte, med mindre dette er tilfældet.
- Ved præsentation af en pensionsfremskrivning skal de væsentligste bagvedliggende forudsætninger anføres.
- Indeholder en pensionsfremskrivning flere beløb, som relaterer sig til forskellige fremtidige tidspunkter, skal beløbene angives således, at disse er sammenlignelige over hele forløbet, fx ved at beløbene tilbageregnes med inflationssatsen.
- Forskelle mellem pensionsfremskrivninger og faktiske tal skal kunne forklares ud fra forskelle mellem de anvendte forudsætninger og det faktiske forløb.

I det løbende kontraktforhold kræver informationsbekendtgørelsen, at pensionsselskabet årligt eller løbende på en hjemmeside oplyser om bl.a.:

- Størrelsen af ydelserne.
- Forsikringstagerens samlede forrentning.

Derudover er der kravene i god skik-reglerne, der er en udmøntning af det generelle princip om, at pensionsselskaberne skal behandle deres kunder redeligt og loyalt.

Det betyder bl.a.:

- En finansiel virksomhed må ikke anvende vildledende eller urigtige angivelser eller

udelade væsentlige informationer, hvis dette er egnet til mærkbart at forvride kundernes økonomiske adfærd på markedet.

- En finansiel virksomhed skal yde rådgivning, hvis kunden anmoder om det, og af egen drift yde rådgivning, hvor omstændighederne tilsiger, at der er behov for det.
- Rådgivningen skal tilgodese kundens interesser og give kunden et godt grundlag for at træffe sin beslutning. Rådgivningen skal være relevant, retvisende og fyldestgørende. Den finansielle virksomhed skal orientere om de risici, der er relevante for kunden.

Den eksisterende retstilstand er under udvikling, idet forsikringsdistributionsdirektivet (IDD) er under implementering. IDD skal være implementeret i national ret senest den 23. februar 2018.

IDD vil forøge kravene til den prækontraktuelle information og rådgivning, der skal gives. Hvordan den fremadrettede retstilstand vil være i forhold til information og rådgivning i det løbende kundeforhold, vil afhænge af, om de danske særregler på området opretholdes.

Prudent person-regler

Da vi i Danmark implementerede Solvens II, blev de tidligere regler om investeringernes sammensætning (placerings- og spredningsregler) i lov om finansiel virksomhed (FIL) erstattet med det såkaldte prudent person-princip. Prudent person-principet er implementeret i dansk lov i FIL's § 158, som siger, at forsikringsselskaber skal investere deres aktiver således, at kundernes interesser varetages bedst muligt.

Prudent person-principet omfatter to hovedelementer. For det første betyder principet som nævnt, at pensionsselskabets investeringer skal tjene forsikringstagerens interesser bedst muligt. Investeringerne skal være egnede til at sikre, at forsikringstager-

ne, når de skal have deres pensioner udbetalt, kan få det, de er blevet stillet i udsigt.

Det andet hovedelement handler om, at selskabet er forpligtet til kunne identificere, måle, overvåge, forvalte, kontrollere og rapportere om de risici, der er forbundet med aktiver, selskabet investerer i.

Det fremgår af bemærkningerne til § 158 i Solvens II-lovforslaget, at Finanstilsynet skal føre tilsyn med, at pensionsselskaberne lever op til de nye regler. Bemærkningerne berører også, hvilke aspekter af investeringerne Finanstilsynet især skal lægge vægt på. Det fremgår således af bemærkningerne til nr. 43 i lovforslaget, at Finanstilsynet

i højere grad end tidligere vil sammenholde selskabets investeringsstrategi med de konkrete produkttyper, som selskaberne udbyder, da dette bliver centralt for Finanstilsynets vurdering af, om selskaberne via deres investeringer varetager forsikringstagernes interesser bedst muligt. Blandt andet vil Finanstilsynet foretage en vurdering af, om selskabet har fastlagt en hensigtsmæssig investeringsstrategi, der opsætter klare rammer for risikopåtagelsen i de enkelte produkter, sikrer en tilpas grad af risikospredning og forhindrer risici, eksempelvis koncentrationsrisici og likviditetsrisici, der er i modstrid med kundernes interesser. Finanstilsynet vil endvidere vurdere om investeringsstrategien er robust, altså om investeringerne er sammensat således, at investeringsporteføljens forventede værdi er robust over for udsving på de finansielle markeder og fortsat sikre at kunderne får det, de er stillet i udsigt. Finanstilsynet vil ligeledes se på, om investeringsstrategien og de faktiske investeringer understøtter langsigtede mål frem for mere kortsigtede mål, herunder sikrer det bedst mulige afkast. Endvidere vil de nye regler medføre et øget fokus på den ledelsesmæssige indblanding i og forståelse af forsikringsselskabets investeringer.

Bemærkningerne er altså forholdsvis klare, med hensyn til hvordan Finanstilsynet skal sikre, at selskaberne lever op til prudent person-princippets krav om, at aktiverne skal være egnede til at sikre, at kunderne kan få det, de er stillet i udsigt. Og der er heller ikke i bemærkningerne forudset eller lagt til grund, at det vil volde Finanstilsynet problemer at føre tilsyn med overholdelsen af prudent person-princippet.

Prudent person-princippet gælder både for gennemsnitsrenteprodukter og markedsrenteprodukter, og uanset om der er en garanti for udbetalingeres størrelse. Hvad angår garanterede produkter, er det klart, hvad kunderne som minimum er stillet i udsigt. Garantiernes betydning sammenholdt med de garanterede udbetalinger giver Finanstilsynet nogle klare håndtag til at føre tilsyn med prudent person-princippets overholdelse. Hvad angår ugaranterede produkter, fremgår følgende af bemærkningerne til Solvens II-lovforslaget:

I forhold til forsikringsprodukter, hvor forsikringsselskabet ikke har garanteret forsikringstageren en vis forrentning, og forsikringstageren dermed selv bærer investeringsrisikoen, vil forsikringsselskabet ikke blive kapitalbelastet og dermed afspejles investeringsrisikoen ikke i solvenskapitalkravet. Forsikringsselskabernes overholdelse af prudent person-princippet vil i disse tilfælde udelukkende være baseret på en vurdering af, om selskabet via sin investeringsstrategi tager højde for den risikoprofil, som forsikringstageren er underlagt.

Der er derfor i lovbemærkningerne taget højde for, at kunderne i ugaranterede produkter ikke nødvendigvis er stillet en konkret forrentning eller et konkret udbetalingsforløb i udsigt. Og der er også taget stilling til, hvordan Finanstilsynet i denne situation skal føre tilsynet med, at investeringerne lever op til prudent-person princippet.

Lovbemærkningerne er måske mindre eksplícitte hvad angår prudent person-princippets krav om, at pensionselskaber skal kunne identificere, måle, overvåge, forvalte, kontrollere og rapportere om investeringsaktivernes risici. Men her er EIOPA (den europæiske tilsynsmyndighed for forsikring og arbejdsmarkedspension) mere konkret. EIOPA peger i deres "Retningslinjer for ledelsessystem" i et helt afsnit på, hvilke specifikke ledelsesmæssige styringsredskaber, selskaberne bør implementere for at sikre, at de lever op til denne del af prudent person-princippet. Det fremgår blandt andet af retningslinjens afsnit 5, at selskabet

- bør udvikle nøgletalsindikatorer for styring af investeringsrisiko
- bør lægge vægt på investeringsrisiciene i sig selv og ikke blot vurdere risiciene ud fra de relevante kapitalkrav
- bør vurdere sin evne til at gennemføre og forvalte ikke-rutinemæssige investeringsrisici
- bør vurdere de risici, som specifikt hænger sammen med en ikke-rutinemæssig investering eller investeringsaktivitet og investeringens eller investeringsaktivitetens indvirkning på selskabets risikoprofil
- bør vurdere hvorvidt en ikke-rutinemæssig investering eller investeringsaktivitet tjener de begunstigedes og forsikringstageres interesser bedst, samt selskabets begrænsninger vedrørende forpligtelser og effektiv porteføljeforvaltning
- bør vurdere en ikke-rutinemæssig investering eller investeringsaktivitetens indvirkning på hele porteføljens kvalitet, sikkerhed, likviditet, rentabilitet og tilgængelighed.
- regelmæssigt bør gennemgå og overvåge hele investeringsporteføljens sikkerhed, kvalitet, likviditet og rentabilitet
- bør fastsætte mål for det ønskede investeringsafkast.

EIOPA's retningslinje for ledelsessystem foreskriver ikke, hvordan det enkelte selskab konkret skal opfylde de nævnte krav. Men

det fremgår, at selskabets ledelsessystem skal fastlægge politikker, retningslinjer mv., der sikrer overholdelsen. Finanstilsynet kan via en kontrol af det enkeltes selskabs politikker og retningslinjer på området sikre, at selskabet også lever op til de risikostyringsmæssige elementer i prudent person-princippet.

Governanceregler

Selskaberne skal som led i den effektive virksomhedsstyring identificere og udpege nøglepersoner, der er ansvarlige for nøglefunktionerne (FIL § 71). Selskabet skal altid have følgende fire funktioner:

- Risikostyringsfunktion skal have det samlede overblik over selskabets risici og solvens.
- Compliancefunktion skal påse, at selskabet overholder lovgivningen, bl.a. prudent person-reglerne - og herunder vurdere potentielle konsekvenser af lovændringer samt identificere og vurdere compliancerisici.
- Aktuarfunktionen har det overordnede ansvar for selskabets forsikringsmæssige hensættelser samt opgaver i relation til bl.a. tegningspolitik, genforsikringsarrangement mv.
- Den interne auditfunktions opgave er at vurdere, om de øvrige dele af virksomhedsstyringen er hensigtsmæssig - samt vurdere hensigtsmæssigheden af kontrolsystemerne for de ovennævnte tre andre nøgleområder.

De nøglepersoner, som er ansvarlige for funktionerne, skal fit & proper-vurderes - se side 26.

Bestyrelsen skal udarbejde politikker for alle væsentlige risikoområder. Bestyrelsens og direktionens opgaver og ansvar er beskrevet i ledelsesbekendtgørelsen. Reglerne har til formål at sikre, at bestyrelsen og direktionen træffer foranstaltninger, der er tilstrækkelige til, at virksomheden drives betryggende. For at sikre et højt fagligt niveau er der krav om uddannelse for alle nye bestyrelsesmedlemmer. Bestyrelsesmedlemmerne skal gennemgå et obligatorisk grundkursus, der sikrer,

at alle bestyrelsesmedlemmer har en basal faglig viden inden for alle relevante kompetenceområder, og at de er bevidst om deres ansvar som medlem af bestyrelsen.

For at undgå interessekonflikter er der regler om lønpolitik og aflønning af bestyrelsesmedlemmer, direktion og andre væsentlige risikotagere, der kan påvirke driften af selskabet. Disse regler er i 2016 blevet udvidet til at omfatte en videre personkreds end før. Den omfattede personkreds er også bredere, end hvad følger af Solvens II-direktivet.

Rapporteringsregler

Rapporteringskravene i Solvens II-reglerne¹⁴ er meget omfattende. Kravene omfatter både kvantitative og kvalitative rapporteringer. Formålet med rapporteringerne er at sikre, at Finanstilsynet har tilstrækkelig viden og indsigt til, at tilsynet kan udføre sine tilsynsforpligtelser. En del af rapporteringen skal desuden offentliggøres.

De kvantitative rapporteringer består pr. selskab af 8-10 kvartalsvise indberetningsskemaer samt 26 årlige indberetningsskemaer for selskaber med simple investeringer og kun forretning i ét land eller 59 årlige indberetningsskemaer for store komplekse livsforsikringsselskaber. Herudover gentages en række af indberetningsskemaerne på konsolideret gruppeniveau. På kvartalsbasis skal der primært rapporteres om balance og resultater samt gives en detaljeret oversigt over sammensætningen af selskabets aktiver og selskabets solvenskapitalkrav. På årsbasis er rapporteringen væsentlig mere detaljeret. Årsrapporteringen indeholder detaljerede informationer om selskabets forsikringsmæssige hensættelser og solvenskapitalkrav opdelt på delrisici.

De kvalitative rapporteringer består af to årlige rapporter pr. selskab – én til offentligheden (SFCR) og én til Finanstilsynet (RSR). Begge rapporter skal indeholde oplysninger om virksomheden og dens resultater, ledelsessystemet, risikoprofilen, selskabets værdiansættelse af aktiver og passiver til solvensformål, samt kapitalforvaltningen. Den offentlige rapport skal være skrevet i

et sprog, der er afpasset selskabets kunder. Finanstilsynet i Danmark har som det eneste tilsyn i Europa krævet, at selskaberne årligt udarbejder en fuld RSR-rapport. I alle andre EU-lande er der kun krav om fuld rapportering hvert tredje år. Rapporten til offentligheden svarer i omfang til de årsrapporter, som selskaberne udarbejder. Rapporten til Finanstilsynet vurderes at være større.

Livsforsikringsselskaber og pensionskasser er forpligtede til, inden de indgår en aftale med en kunde, at henvise kunden til den senest offentliggjorte SFCR-rapport.

Selskabernes bestyrelser skal desuden udarbejde en årlig rapport med konklusionerne på den løbende vurdering af "egne risici og solvens" (ORSA), som selskaberne skal foretage. Rapporten skal tage udgangspunkt i det enkelte selskabs forretning og risikobillede.

Udover rapporteringskravene fra Solvens II har Finanstilsynet valgt at opretholde en række specifikke danske krav om regnskabsrapporteringer og stresstest fra før Solvens II. Finanstilsynet har begrundet opretholdelsen med, at rapporteringerne og stresstestene er nødvendige for tilsynsarbejdet.

Fit & proper-regler

Fit & proper-reglerne stiller krav til bestyrelses- og direktionsmedlemmernes egnethed og hæderlighed. Reglerne sikrer, at medlemmer af bestyrelsen og direktionen til enhver tid har den tilstrækkelige viden, faglige kompetence og erfaring til at bestride deres hverv. Derudover stiller reglerne krav om godt omdømme, hæderlighed, integritet og uafhængighed.

Med Solvens II-direktivet blev personkredsen, der skal fit & proper-vurderes, udvidet til også at omfatte nøglepersoner i selskabet. Nøglepersoner er dels de personer, som udgør den faktiske ledelse af selskabet, og dels ansatte, der er ansvarlige for en nøglefunktion i selskabet. Nøglefunktioner er funktioner, som er vigtige og afgørende for selskabets drift. Det gælder de fire nøglefunktioner, se side 25, men andre funktioner kan også være nøglefunktioner.

Finanstilsynet har mulighed for at gribe ind over for personer, der ikke længere lever op til kravene, og få dem afsat.

Pensionsbeskatningslovens rammer for udbetalingsprofiler

På livrenter og ratepensioner udbetales pensionen i form af ydelser over en årrække. Pensionselskabet tilrettelægger et bestemt ydelsesforløb – en udbetalingsprofil. Dette tilstræbte udbetalingsforløb fastlægges ud fra nogle beregningsforudsætninger, bl.a. størrelsen af den nuværende pensionsopsparing og forudsætninger om, hvilket afkast der kan opnås af opsparingen og evt. fremtidige indbetalinger.

Hvad kunden får udbetalt på et givent tidspunkt (fx i starten eller i slutningen af udbetalingsperioden), afhænger således ikke kun af pensionsformuens størrelse på pensioneringstidspunktet og af udviklingen i pensionsformuen under udbetalingen. Udbetalingen afhænger også af, hvilken udbetalingsprofil der tilstræbes.

Pensionsbeskatningsloven indeholder regler, som sætter rammer for udbetalingsprofilen på livrenter og ratepensioner. Reglerne medfører, selvom det egentlig ikke er reglernes formål, en vis stabilitet og forudsigelighed for kunden med hensyn til udviklingen i den løbende pensionsydelse. Reglerne er dog ikke en garanti for, at ydelserne ikke bliver sat ned for ugaranterede produkter.

Der er også mulighed for at tilrettelægge et trinvist faldende udbetalingsforløb ved at kombinere fx en engangsudbetaling og en ratepension eller fx en 10-årig ratepension og en livrente.

Det er vigtigt, at pensionselskabet informerer kunden om, hvilken udbetalingsprofil der er tilstræbt. Derfor indeholder Forsikring & Pensions nye forbruger- og åbenhedsplan bl.a. et initiativ om, at de pensionsprognoser, som selskaberne giver kunderne, skal indeholde oplysninger ikke kun om pensionen det første år efter pensionering, men i hele udbetalingsforløbet.

Finanstilsynets beføjelser som følge af § 347 i FIL

Reguleringen giver Finanstilsynet en generel beføjelse til groft sagt at "spørge om alt, få udleveret alt og få adgang til alt" i finansielle virksomheder. Det følger af § 347 i lov om finansiell virksomhed, at

- finansielle virksomheder skal give Finanstilsynet de oplysninger, der er nødvendige for tilsynets virksomhed
- Finanstilsynet til enhver tid mod behørig legitimation uden retskendelse kan få adgang til en finansiell virksomhed med henblik på indhentelse af oplysninger, herunder ved inspektioner
- Finanstilsynet til enhver tid mod behørig legitimation uden retskendelse kan få adgang til de virksomheder, med hvilke den finansielle virksomhed har særlig direkte eller indirekte forbindelse
- Finanstilsynet kan kræve alle oplysninger, som skønnes nødvendige for tilsynets virksomhed
- Finanstilsynet kan til enhver tid mod behørig legitimation uden retskendelse få adgang til en leverandør eller underleverandør.

Forsikring & Pensions vurdering af reguleringen

Forsikring & Pension mener, at den nuværende regulering har det rigtige fokus. Reguleringen er markedskonform og har fokus på risiko, herunder fokus på at sikre, at ledelserne i pensionselskaberne forstår den risiko, de påtager sig på selskabets og kundernes vegne. De finansielle virksomheder, som gik ned under finanskrisen, var virksomheder, hvor ledelsen ikke havde forstået den risiko, de havde påtaget sig. Derfor er al EU-regulering, der er kommet på det finansielle område siden finanskrisen, risikobaseret.

Den risikobaserede regulering understøtter, at pensionselskaberne kan søge det bedst mulige mix mellem investeringsafkast og – risiko til gavn for kunderne.

Tiden er løbet fra tilsynsregler og tilsyns-praksis med simple kvantitative tjeklister – som de tidligere sprednings- og place-ringsregler. Komplexiteten på de finansielle markeder og i pensionselskaber er stigende, hvilket stiller nye krav til kompetencer hos såvel selskaber som tilsynsmyndigheder. De nye udfordringer kan ikke løses med gam-meldags tilsynsværktøjer.

Den nye regulering sikrer også, at pensions-branchen kan agere hensigtsmæssigt i forhold til samfundsøkonomien. Selskaberne kan generelt lettere påtage sig risikofyldte investeringer, der øger den hjemlige vækst og beskæftigelse, fordi kapitalkravene er mindre bindende. Det er især vigtigt under en finanskriser, at selskaberne har mulighed for at påtage sig risiko, fordi det stabilise-rer de hjemlige finansielle markeder ved at lægge et gulv under aktivpriserne. Men også fordi det muliggør at købe ”gode papirer

billigt”, hvilket kommer pensionsopsparene til gode.

Der gælder som beskrevet også en række regler for selskabernes kundekommunika-tion. Reglerne giver efter vores vurdering Finanstilsynet de rigtige muligheder for at stille krav til selskabernes kommunikation til kunderne.

Det er vigtigt, at selskaberne kommunikerer klart, hvad kunderne kan forvente, og at de kommunikerer i en form, som kunderne kan forstå. Og det er ekstra vigtigt i ugarantere produkter. Forsikring & Pension er derfor i gang med at udvikle fire nye forbrugerini-tiativer. Vi vil gerne i dialog med myndighe-derne og andre relevante interessenter om, hvilken information kunderne skal have stillet til rådighed.

Finanstilsynets høring

Finanstilsynet rejser i sit diskussionspapir nogle konkrete spørgsmål. På baggrund af det syn på markedsudviklingen og reguleringen, som vi har givet udtryk for på de foregående sider, har Forsikring & Pension følgende kortfattede svar på tilsynets spørgsmål. Svarene bør ikke tages ud af den sammenhæng, som hele dette bidrag udgør.

Indledningsvis finder Forsikring & Pension det væsentligt at være opmærksom på, at danskernes pensionsindkomst kommer fra flere forskellige kilder: Folkepensionens grundbeløb, pensionstillægget, ældrecheck mv., ATP, en eller flere arbejdsmarkedspensioner, en eller flere individuelle pensioner og fri opsparing, herunder eksempelvis friværdi i ejerbolig. For den enkelte forbruger er det væsentligste derfor den samlede pensionsindkomsts karakteristika og ikke karakteristika ved det enkelte pensionsprodukt.

1. Hvilke produkttegenskaber er vigtige i et pensionsprodukt?

Det afgørende er, at der findes produkter, som kan tilfredsstille kundernes behov og efterspørgsel. Man kan forestille sig flere forskellige, hver især fornuftige produkttegenskaber.

a)

I hvor høj grad skal de forventede pensioner være forudsigelige i opsparingsfasen? Hvilke fordele og ulemper er der ved høj grad af forudsigelighed?

Opsparingsfasen er for de fleste pensionskunder lang. Jo kortere tid, der er til pensionering, jo vigtigere er forudsigeligheden af den forventede pension typisk. Behovet for forudsigelighed af den forventede pension fra et givet pensionsprodukt kan være forskellig for forskellige kunder. Det vil bl.a. afhænge af den enkeltes risikoappetit samt

af den relative vigtighed af pensionsproduktet i den enkelte kundes samlede pensionsindkomst.

Forudsigelighed kan opnås ved, at risikoen nedtrappes frem mod pensionering, eller ved at der knyttes en garanti for en vis mindstestørrelse til pensionen. Konsekvensen af begge disse metoder vil være en mindsket risiko og dermed et forventet lavere afkast, se også side 9.

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?

Det kan i mange tilfælde være fornuftigt at tilstræbe fx en uændret real købekraft eller uændret dækningsgrad i udbetalingsfasen for et pensionsprodukt. Men det er ikke nødvendigvis altid det rigtige for alle kunder. Nogle kunder ønsker måske at have lidt større (reale) ydelser i den første del af deres pensionisttilværelse. Kundernes ønske om at kunne tilrettelægge en optimal udbetalingsprofil imødekommes bl.a. også ved de beslutninger, som kunden træffer om, hvornår de forskellige delelementer (kapital-/aldersforsikring, ratepension og livrente) i pensionsordninger påbegyndes udbetalt og over hvor lang tid.

Derudover har mange kunder som nævnt flere forskellige pensionsordninger og produkter samt muligvis anden opsparing, og udbetalingsprofilen for én ordning/produkt skal ses i sammenhæng med udbetalingsprofilerne for kundens andre ordninger/produkter. Den skal desuden ses i forhold til kundens ønsker og planer for sit pensionistliv.

Stabilitet i kundens samlede pension kræver derfor ikke nødvendigvis stabilitet i hvert enkelt pensionsprodukt for sig.

Stabiliteten af den enkelte kundes pensionsindkomst bør desuden ses i sammenhæng med udbetalingerne fra folkepensionen og folkepensionens tillæg mv. De gældende modregningsregler i folkepensionens tillæg for udbetalinger af privat pension har negative effekter på incitamentet til pensionsopsparing. Samtidig betyder disse regler imidlertid, at for de mange kunder, der oplever modregning i folkepensionens tillæg på grund af udbetalinger fra deres private pensioner, vil en faldende privat pensionsudbetaling til dels opvejes af et højere pensionstillæg.

Samlet set bidrager samspilsproblematikken med endnu en usikkerhedsfaktor, som komplicerer kundernes planlægning.

c)
Hvordan ser en god udbetalingsprofil ud? Bør der planlægges efter, at de udbetalte pensioners købekraft skal kunne fastholdes i udbetalingsperioden?

Som allerede nævnt afhænger det af individuelle forhold og præferencer, hvordan den optimale udbetalingsprofil for den enkelte pensionsordning ser ud.

Produktegenskaber bør derfor ikke lovreguleres mere, end de allerede er, men må styres af forbrugernes behov. Det er vigtigt, at pensionsproduktet svarer til kundens behov, og så skal produktegenskaberne, herunder udbetalingsprofilen, selvfølgelig kommunikeres tydeligt til kunden, så kunden er klar over, hvad hun/han kan forvente og kan planlægge efter.

Planlægning af udbetalingsprofilen er et område, hvor pensionssekskaberne giver kunderne mere og mere omfattende rådgivning med henblik på, at udbetalingen kan planlægges til bedst muligt at matche den enkelte kundes behov.

Derfor indeholder Forsikring & Pensions nye forbruger- og åbenhedsplan (se side 7) bl.a.

et initiativ om, at de pensionsprognoser, som selskaberne giver kunderne, skal indeholde oplysninger ikke kun om pensionen det første år efter pensionering, men i hele udbetalingsforløbet.

Vi vil gerne have en dialog med myndighederne og andre relevante interessenter om, hvilken information kunderne skal have stillet til rådighed – og om Forsikring & Pensions fire nye forbrugerinitiativer.

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?

Nej i princippet er der ikke forskel på risikostyringen i garanterede og ugaranterede produkter. Under alle omstændigheder må risikostyringen tage udgangspunkt i en tilstræbt risiko, hvad enten der er afgivet et pensionsløfte i et garanteret produkt, eller der er kommunikeret en hensigtserklæring eller en forventet pensionsydelse (prognose) i et ugaranteret produkt.

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?

Ja, risikostyringen skal afspejle, hvad kunden er stillet i udsigt samt – hvor det er relevant –

den risiko, kunden har tilkendegivet, at han/hun er villig til at løbe.

Det gør en forskel for kundens investeringshorisont og dermed risikotolerance, om kunden er stillet en livrente eller en 10-årig ratepension i udsigt. Imidlertid kan pensionsudbetalingstidspunktet udskydes, ratepensionen forlænges, eller hele kundeforholdet kan blive flyttet til et andet pensionselskab. Det er derfor under betydelig usikkerhed om investeringshorisonten, at pensionselskabet skal tilrettelægge risikostyringen for den enkelte kunde.

I forhold til risikostyring er der den væsentlige forskel på ugaranterede produkter og garanterede produkter, at hvis selskabet er presset kapitalmæssigt af sine garantier, så kan det blive tvunget til i sin investeringspolitik at tænke mere på at leve op til garantierne end at skabe bedst muligt afkast til kunderne. Dette er beskrevet nærmere på side 10.

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

Som vi har beskrevet mere uddybende på side 21-28 er der en omfattende regulering, som sikrer forbrugerbeskyttelsen i såvel garanterede som ugaranterede pensioner. Både regulering i forhold til, at selskaberne forstår og har kontrol med risikoen, og i forhold til krav til kundeinformation. Og regulering, som giver myndighederne effektive instrumenter til at føre kontrol med selskaberne.

Reguleringen har stærk fokus på risiko og skaber derfor de rigtige incitamenter for selskaberne, både i forhold til at skabe bedst muligt afkast til kunderne og i forhold til samfundsøkonomiske hensyn. Der er således en klar politisk forventning om, at pensions-

branchen investerer danskernes pension i vækst og beskæftigelse, samt til at pensionsbranchen kan virke stabiliserende på økonomien under en finanskriser, se side 11-12.

Markedet skaber desuden de rette incitamenter i forhold til kundeinformation, da undersøgelser viser, at jo bedre kunderne forstår deres pensionsforhold, jo mere tilfredse er kunderne. Der bruges mange ressourcer på at optimere og brugerteste kundekommunikationen i de enkelte pensionselskaber.

Den omfattende markedstransparens på pensionsmarkedet giver også en effektiv markedsdisciplin. Gennemsigtighed om pensionselskabernes afkast og risiko skaber stærke incitamenter hos pensionselskaberne til at kontrollere risici og undgå tab. Se nærmere på side 18-20.

Vi går gerne i dialog med Erhvervsministeriet og Finanstilsynet om behovet for en præcisering af, hvordan prudent person-princippet skal forstås og efterleves i en dansk kontekst. Som nævnt ovenfor vil vi også gerne have en dialog med myndighederne og andre relevante interessenter om, hvilken information kunderne skal have stillet til rådighed for at kunne være orienterede og have grundlaget for at træffe de rigtige beslutninger.

a)

Bør regulering bidrage til at sikre forudsigelighed og stabilitet i de forventede pensionsydelse i ugaranterede produkter?

Som nævnt i svaret på spm. 1 bør produkttegenskaber styres af forbrugernes behov og efterspørgsel. De er afhængige af forbrugernes øvrige opsparing. I de danske pensionsordninger er det i vidt omfang overenskomstparterne eller den enkelte arbejdsplads, der fastlægger, hvilke produkter og produkttegenskaber der skal danne rammen om det enkelte medlems/forbrugers valg. Der kan være forskelle mellem behov og efterspørgsel mellem forskellige overenskomstområder, forskellige arbejdspladser og

forskellige forbrugere. Dette bør derfor ikke reguleres mere, end det allerede er i dag.

Det afgørende er, at beslutningstagerne i såvel de kollektive som de individuelle beslutninger har et veloplyst besluningsgrundlag til deres rådighed. Det har pensionsbranchen en forpligtelse til at sikre – allerede under gældende regulering.

Med Forsikring & Pensions nye forbruger- og åbenhedsplan sikres det bl.a., at kunderne informeres om den forventede pensionsydelse i hele udbetalingsforløbet. Vi vil som nævnt gerne have en dialog med myndighederne og andre relevante interessenter om, hvilke informationer kunderne skal have stillet til rådighed.

4. Er der behov for nye og anderledes informationer for ugaranterede produkter?

Ja, væksten i de ugaranterede produkter medfører nye behov for information hos forbrugerne og beslutningstagerne. Det er Forsikring & Pensions vurdering, at det navnlig drejer sig om:

- Information om de forventede pensionsudbetalinger, herunder også det forventede udbetalingsforløb på livrenter og ratepensioner.
- Information om risikoen for forbrugeren. Det går op og ned på de finansielle markeder, og værdien af den enkelte forbrugers opsparing afhænger direkte heraf i markedsrenteprodukter. Men det er samtidig vigtigt at være klar over, at risikoen i forhold til den enkelte forbrugers fremtidige pension er meget begrænset – af de grunde, vi har beskrevet nærmere i dette papir.

Det er vigtigt, at forbrugerne har mulighed for at få information om og indsigt i disse forhold for, at de kan træffe de rigtige beslutninger om deres pensioner og andre økonomiske forhold. Forsikring & Pensions nye forbruger- og åbenhedsplan indeholder en række nye initiativer, som vil sikre, at forbrugerne kan få de nødvendige informationer:

- Pensionsprognoser med mere information, herunder bedre information om usikkerheden på prognoserne samt prognose for hele udbetalingsforløbet.
- Information om, hvad pensionsopsparingen i markedsrenteprodukter er investeret i.
- Ensartet og simpel risikomærkning af markedsrenteprodukter.

Som nævnt flere gange til vi gerne have en dialog med myndighederne og andre relevante interessenter om, hvilken information kunderne skal have stillet til rådighed for at kunne være orienterede og have grundlaget for at træffe de rigtige beslutninger.

a)

Er de nuværende informationer til kunderne tilstrækkelige? I hvor høj grad er forbrugerne i stand til at forstå informationer om risici i produkter?

De nuværende informationer er ikke fuldt tilstrækkelige – jf. besvarelsen ovenfor. Derfor er pensionsbranchen i gang med nye informationsinitiativer. Der foreligger omfattende litteratur, der viser, at den typiske forbruger har ganske vanskeligt ved dels at forstå risiko, dels at forholde sig handlingsorienteret til denne risiko. Det er derfor vigtigt at tage udgangspunkt i forbrugernes begrænsede forståelse og interesse, når der kommunikeres om risiko. Samt at give tilstrækkelig frihed til, at det enkelte pensionselskab kan målrette og brugerteste sin information til netop sit kundesegment.

b)**Vil det være hensigtsmæssigt med fx et risikonøgletal?**

Formålet med et risikonøgletal eller andre fælles risikobetegnelser er, at man opnår sammenlignelighed på tværs af selskaber og produkter. Disse selskaber og produkter kan imidlertid være forskellige på nogle parametre. Udvikling af standardiseret information vil derfor nødvendiggøre en afvejning af hensynet til præcision i forhold til beskrivelse af det enkelte produkts særkende på den ene side og ønsket om sammenlignelighed på den anden side. Med andre ord vil der skulle hugges en hæl og klippes en tå i sammenlignelighedens navn. Forskellige metoder vil derfor kunne virke forskelligt på forskellige typer produkter.

Pensionsbranchen indførte i 2015 en risikomærkning af alle markedsrenteprodukter. Alle selskaber opgør den historiske risiko efter samme metode på en skala fra 1 til 7, og oplysningerne offentliggøres på selskabernes egne hjemmesider og på faktaompension.dk. For produkter, hvor kunden kan vælge mellem flere risikoprofiler, opgøres risikoen for hver profil for sig. Og for livscyklusprodukter opgøres risikoen for fire forskellige aldre (30, 15 og 5 år til pensionering samt 5 år efter pensionering).

Der findes altså allerede et risikonøgletal, som anvendes af alle pensionselskaber. Men der er også behov for en ens benævnelse af de risikoprofiler, som mange pensionselskaber tilbyder kunderne at vælge imellem. Det vil gøre det simplere at sammenligne selskabernes produkter eksempelvis i forbindelse med flytning af en pensionsordning. Et af Forsikring & Pensions nye forbrugerinitiativer går derfor ud på at lave fælles retningslinjer i branchen for, hvordan selskaberne skal benævne forskellige niveau/profiler for risiko, således at samme risikoniveau

kommer til at hedde det samme i forskellige selskaber.

Det vil være et fremskridt, at selskaberne begynder at kalde risikoprofiler med samme risiko det samme. Men det er vigtigt at understrege, at det ikke er tilstrækkeligt til at sikre, at kunderne forstår risikoen i de ugaranterede produkter. Som nævnt går et andet af Forsikring & Pensions nye initiativer derfor ud på, at selskaberne i fremtiden skal vise usikkerheden – risikoen – i de prognoser, som selskaberne giver til kunderne.

c)**Skal eventuelle nye informationer om risikoen i produkterne gives til den enkelte eller til offentligheden generelt?**

Information om risiko til den enkelte og til markedet har to forskellige formål. Information til den enkelte skal primært anvendes som et beslutningsgrundlag for den enkelte. Information til markedet skal primært anvendes til at skærpe markedets effektivitet og kan også indgå som en del af beslutningsgrundlaget for kollektive beslutninger.

Den risikomærkning af markedsrenteprodukter, som allerede findes (se besvarelsen af spm. 4.b), vises på selskabernes hjemmesider og på faktaompension.dk. Det skal den formentligt stadig fremover for at sikre den nødvendige markedstransparens. Der findes også en række markedsaktører, der lever af at sælge data om selskabernes afkast og risiko.

Derudover forventes Forsikring & Pensions fremtidige risikomærkning også at blive kommunikeret direkte til den enkelte kunde i de situationer, hvor det er relevant.

De kommende brancheregler om visning af usikkerhed/risiko på pensionsprognoser (et

andet af Forsikring & Pensions nye forbrugere-initiativer – se ovenfor) medfører, at selskaberne skal give informationer om risikoen til den enkelte kunde.

d)

Hvilke fordele og ulemper er der ved en enkel risikomærkning af ugaranterede pensionsprodukter?

Der henvises til besvarelsen af spm. a)-c).

En enkel risikomærkning vil ofte være unuan- ceret, da nuancer giver et mere retvisende, men også mere komplekst billede af risikoen. Når der skal udarbejdes en risikomærkning, vil det derfor være en afvejning mellem hensynet til det enkle på den ene side og det mere præcise retvisende på den anden.

5. Er der behov for specifikke regulatoriske tiltag, der kan bidrage til at sætte rammerne for selskabernes risikostyring og risikotagning?

Forsikring & Pension mener jf. beskrivelsen side 21-28, at der er en ganske omfattende regulering af selskabernes forpligtelser og gode muligheder for, at Finanstilsynet kan føre den nødvendige kontrol og gribe ind, hvis nødvendigt.

Vi deltager ikke desto mindre gerne i en dia- log om behovet for en præcisering af, hvor- dan prudent person-princippet skal forstås og efterleves i en dansk kontekst.

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?

Bestyrelsen skal jf. side 25. udarbejde po- litikker for alle væsentlige risikoområder. Og bestyrelsen og direktionen skal træffe foranstaltninger, der er tilstrækkelige til, at virksomheden drives betryggende. Det synes således allerede at kunne rummes i den eksisterende regulering, at bestyrelsen skal forholde sig til den risiko, som selskabet løber, givet de pensionsydelse mv., kun- derne er blevet stillet i udsigt. Forsikring & Pension mener derfor ikke, at der er behov for yderligere eller mere detaljeret lovgivning på dette område.

b)

Bør der fastsættes grænser for, hvor me- get risiko en kunde kan have i et livsvarigt ugaranteret pensionsprodukt? Hvilke for- dele og ulemper er der ved at sætte ekspli- citte grænser?

Nej. Som nævnt i besvarelsen af de øvrige spørgsmål bør produkttegenskaber styres af forbrugernes behov. Behovene kan være meget forskellige, og der skal være mulig- hed for, at markedet kan dække alle typer af behov. I praksis viser risikodata på faktaom- pension.dk, at hovedparten af produkterne befinder sig midt i spektret af risiko. Der synes derfor ikke at være indikationer for, at der tages for store eller for små risici i de ugaranterede produkter i dag. Eksplicitte grænser synes derfor unødvendige, ligesom de vil kunne vise sig for rigide i fremtidige produkt- og markedsudviklinger.

Det er til gengæld vigtigt, at selskaberne kommunikerer risikoen, og hvad kunderne kan forvente. Det sikres som nævnt med For- sikring & Pensions nye forbrugereinitiativer.

Noter

- 1) <https://www.statbank.dk/statbank5a/Select-VarVal/saveselections.asp>
- 2) Finanstilsynets diskussionspapir "Pension når garantierne forsvinder", s. 17-18.
- 3) "Større valgfrihed i pensionsopsparingen", Økonomi- og Erhvervsministeriet, Beskæftigelsesministeriet, Finansministeriet og Skatteministeriet, 2003.
- 4) <http://www.forsikringogpension.dk/presse/nyheder/2014/Sider/Pensionselskaberne-har-220-mia--kr--investeret-i-dansk-erhvervsliv.aspx>
- 5) Tallet er et uvægtet gennemsnit for selskaber (6 selskaber), som har haft markedsrenteprodukter i hele perioden (2008-16).
- 6) Præmissen for sammenligningen er, at størrelsen af de kollektive reserver i gennemsnitsrenteprodukterne er nogenlunde uændret set over hele sammenligningsperioden. I 2008 blev det samlede kollektive bonuspotentiale i pensionsbranchen reduceret med 69 mio. kr. I perioden 2009-15 er det forøget med i alt 65 mia. kr. Kilde: http://www.forsikringogpension.dk/presse/Statistik_og_Analyse/statistik/pension/branchetal/Documents/Resultatopgørelsen%20for%20pensionsbranchen.pdf
- 7) Alle pensionselskaber (15 selskaber), som har haft gennemsnitsrenteprodukter i hele perioden (2008-16).
- 8) Finanstilsynets diskussionspapir "Pension når garantierne forsvinder", s. 18-19.
- 9) Burton G. Malkiel, (1973): "A Random Walk Down Wall Street": The Time-tested Strategy for Successful Investing. New York: W.W. Norton.
- 10) John Y. Campbell and Luis M. Veceira (2005) "The Term Structure of the Risk-Return Tradeoff," Financial Analysts Journal, Vol. 61, No. 1, January/February 2005.
- 11) James Poterba and Lawrence Summers (1988): "Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications", Journal of Financial Economics, 1988, vol. 22, issue 1.
- 12) L. Pastor & R.F. Stombaugh: "Are Stocks Really Less Volatile in the Long Run?", Journal of Finance (2012), pp. 431-478.
- 13) Forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed (gennemførelse af solvens II- og omnibus II-direktivet fremsat af erhvervs- og vækstministeren 21. januar 2015.
- 14) Bekendtgørelse om frister for indberetninger af de kvantitative indberetningsskemaer for gruppe 1-forsikringselskaber m.v. og Bekendtgørelse om rapporter om solvens og finansiel situation for gruppe 1-forsikringselskaber m.v.



**forsikring
& pension**

Philip Heymans Allé 1, 2900 Hellerup,
Tlf. 41 91 91 91, www.forsikringogpension.dk