

# Markedsrenteprodukter

- tendenser på det danske pensionsmarked

## Indholdsfortegnelse

Sammenfatning .....	3
1. Undersøgelsens baggrund .....	7
1.1. Undersøgelsens fokus og afgrænsning .....	8
2. Det aktuelle markedsbillede.....	9
2.1. Produkt- og udbetalingstyper .....	9
2.2. Udvikling mod flere markedsrenteprodukter .....	11
3. Finanstilsynets observationer .....	15
3.1. Produktegenskaber .....	15
3.1.1. Investeringer og valgmuligheder i forhold til risikoprofiler.....	15
3.1.2. Øvrige valgmuligheder i produkterne .....	17
3.1.3. Garantier m.v.....	17
3.1.4. Risici som kunder bærer i produkterne .....	17
3.1.5. Udbetalingsform og risikodækning.....	18
3.2. Investeringer .....	19
3.2.1. Produkter med og uden livscyklusjustering .....	19
3.2.2. Niveau for markedsrisiko.....	22
3.3. Pensionsudbetalinger .....	26
3.3.1. Den overordnede beslutning om udbetalingsprofil og stabilitet.....	26
3.3.2. Udbetalingsmetode og forudsætninger i beregningsgrundlaget.....	27
3.3.3. Fordeling af overskud og underskud på levetider.....	30
3.3.4. Stabilitet og udjævningsmekanisme .....	30
3.3.5. Udbetalinger fra egenkapitalen og særlige bonushensættelser .....	31
3.3.6. Historiske pensionsudbetalinger .....	31
3.4. Risikostyring af produktet.....	33
3.4.1. Produktegenskaber af betydning for pensionsudbetalingerne .....	34
3.4.2. Forhold som påvirker pensionen.....	34
3.4.3. Kvantificering og styring af risikoen i pensionsudbetalingerne.....	35
4. Finanstilsynets fokus.....	36
4.1. Fokusområde 1: Bestyrelsens stillingtagen til produktegenskaber .....	37
4.2. Fokusområde 2: Governance og risikostyring .....	37
4.3. Fokusområde 3: Kommunikation .....	39
Bilag A: Liste over figurer og tabeller .....	41
Bilag B: Liste over markedsorienterede og ikkemarkedsorienterede selskaber.....	42
Bilag C: Forudsætninger for brugen af selskabernes oplysninger om data .....	43

## Sammenfatning

Produktporteføljen på liv- og pensionsområdet har udviklet sig over de seneste år. Garanterede produkter, hvor selskaberne eksempelvis garanterer en årlig udbetaling og dermed bærer risikoen for tab på de finansielle markeder eller den økonomiske risiko forbundet med længere levetider, erstattes i stigende grad af ugaranterede produkter. I disse nyere produkter bærer kunderne selv risikoen. I dag går cirka to tredjedele af pensionsindbetalingerne til ugaranterede markedsrenteprodukter.

Udviklingen skyldes primært, at det lave renteniveau og de øgede levetider har sat de mere traditionelle livsforsikringsprodukter med garantier under pres. Der har gennem tiden været iværksat forskellige tiltag for at imødekomme nogle af de udfordringer, som har været forbundet med de garanterede produkter. Erhvervs- og vækstministeren indgik for eksempel i 2012 en aftale med pensionsbranchen om en ændring af rentekurven til diskontering af hensættelserne. I den forbindelse blev det aftalt, at selskaberne bl.a. skulle arbejde for at mindske omfanget af produkter med nominel rentegaranti.

Det voksende omfang af pensionsprodukter uden garantier letter presset på selskabernes solvens og giver større grader af investeringsfrihed, hvilket giver større mulighed for at skabe bedre forrentning af de indbetalte pensionsmidler. Samtidig kan større risikotagning være forbundet med større risiko for udsving i pensionen.

Finanstilsynet finder generelt, at der er fordele og ulemper ved både garanterede og ugaranterede produkter, herunder markedsrenteprodukter. For Finanstilsynet er det væsentligste, at forbrugerbeskyttelsen, herunder selskabernes håndtering af produkterne og de reguleringsmæssige rammer, er gode og tilstrækkelige uanset produkttype.

På den baggrund har Finanstilsynet gennemført en temaundersøgelse om de danske markedsrenteprodukter. Fokus har primært været på at indhente oplysninger om, hvordan pensionsudbetalingerne er tilrettelagt, og hvilke beslutninger der er truffet om udbetalingsforløbet og risikostyringen i forhold til dette. Undersøgelsen omfatter 14 selskaber og dækker samlet markedsrenteprodukter med aktiver for ca. 1.100 mia. kr. Størstedelen af kunderne med markedsrenteprodukter er ikke pensionerede, og antallet af kunder, som er i opsparingsfasen, udgør knap 95 pct. af det samlede antal kunder i markedsrenteprodukter.

### *Finanstilsynets observationer*

Undersøgelsen viser, at der i markedsrenteprodukter generelt er en vis forskel på produktens egenskaberne og selskabernes tilgang til risikostyring.

Undersøgelsen viser, at kunden i alt overvejende grad bærer risiciene i produkterne. Det betyder, at kunden kan opleve at få reduceret sin pension ved ugunstige investerings-, forsikrings- og omkostningsresultater.

Produkterne er typisk defineret ud fra en risikoprofil med udgangspunkt i investeringsrisikoen, f.eks. lav, middel eller høj risiko, og kunden har i mange produkter mulighed for at vælge mellem forskellige risikoprofiler. Markedsorienterede selskaber har generelt en større pro-

dukpalet og tilbyder flere valgmuligheder end ikkemarkedsorienterede selskaber. Der er enkelte ikkemarkedsorienterede selskaber, som ikke tilbyder kunden valgmuligheder i forhold til risikoprofil.

Størstedelen af selskaberne opererer med livscyklusjusteringer i deres største produkt. I produkter med livscyklusjustering ændrer selskabet investeringsporteføljen i takt med, at kunden bliver ældre, dvs. selskabet nedtrapper risikoen. I produkter uden livscyklusjustering, og hvor kunden kan vælge risikoprofil, har kunden typisk mulighed for selv at vælge en lavere risiko, når den pågældende bliver ældre.

Ved sammenligning af selskaberne ses der variation i risikoniveauet og overlap mellem risikoprofilerne lav, middel og høj. Overlap mellem risikoprofiler betyder, at en kunde kan have et produkt med en risikoprofil, der i ét selskab er klassificeret som høj, mens den tilsvarende risiko i andre selskaber er klassificeret som enten middel eller lav<sup>1</sup>.

Udbetalingsforløbet i et markedsrenteprodukt påvirkes bl.a. af tab og gevinster på investeringerne, der kan give anledning til udsving i pensionsudbetalingerne. Det er forskelligt, hvor stor vægt selskaberne lægger på stabilitet, og dermed hvilke beslutninger selskaberne har truffet i forhold til risikoniveauet i udbetalingsfasen og eventuel anvendelse af risikoreducerende teknikker.

Der er forskellige måder at mindske risikoen for udsving i pensionsudbetalinger på. Tilgangen til dette varierer selskaberne imellem. Mange selskaber anvender livscyklusjusteringer i forhold til investeringerne frem mod og eventuelt i udbetalingsperioden eller gør brug af udjævningsmekanismer, som har til formål at sikre en vis grad af stabilitet i pensionsudbetalingerne. Enkelte selskaber anvender hverken livscyklusjusteringer eller udjævningsmekanismer, men kunden har typisk mulighed for at vælge mellem forskellige risikoprofiler.

De fleste selskaber har besluttet, at udbetalingsprofilen forventet skal være flad eller stigende. Det vil sige, at pensionsudbetalingerne forventes at være konstante eller stigende gennem udbetalingsforløbet. Enkelte selskaber har besluttet, at pensionsudbetalingerne skal være faldende. De fleste selskaber angiver, at bestyrelsen har besluttet udbetalingsprofilen. Enkelte selskaber angiver dog, at der alene er tale om en implicit beslutning, da bestyrelsen er med til at fastlægge forudsætninger i beregningsgrundlaget.

I selskaber, hvor kunderne kan vælge mellem forskellige risikoniveauer, bruges der typisk de samme udbetalingsforudsætninger til alle selskabets produkter. Det betyder, at et selskabs produkter vil have forskellige forventede udbetalingsprofiler, da produkternes forventede afkast er forskellige. Der er derudover i nogle selskaber uoverensstemmelse mellem, hvad bestyrelsen har besluttet om udbetalingsprofilen, og hvad forudsætningerne, der udbetales pension efter, giver anledning til. De historiske pensionsudbetalinger viser, at der er stor forskel på, hvordan udbetalingerne har udviklet sig i produkterne. De fleste pensionsudbetalinger har været stigende.

---

<sup>1</sup> Forsikring & Pension har iværksat brancheinitiativer for at tage hånd om overlap mellem selskabernes risikoprofiler. Initiativerne er ikke trådt i kraft ved tidspunktet for markedsrenteundersøgelsen.

Omkring halvdelen af selskaberne foretager en eller anden form for risikoopgørelse i forhold til den forventede pension. Selskaberne ser typisk på kundens depot ved pensionering og ikke på pensionsudbetalingerne under udbetalingsforløbet. Generelt giver undersøgelsen ikke indtryk af, at bestyrelserne har besluttet konkrete rammer for, hvilken risiko der må være forbundet med pensionsudbetalingerne. Selskaberne har dog typisk fokus på den kortsigtede investeringsrisiko, som har effekt på pensionsudbetalingerne.

#### *Finanstilsynets fokus*

Pensionsopsparinger vil for de fleste kunder udgøre en vigtig del af forsørgelsesgrundlaget i alderdommen og skal i de fleste tilfælde erstatte en stabil arbejdsindtægt. Markedsrenteprodukter indebærer som udgangspunkt en større uforudsigelighed omkring pensionsudbetalingerne end mere traditionelle garanterede pensionsprodukter. Finanstilsynet finder, at det er vigtigt, at selskaberne løbende har fokus på, om produkterne opfylder formålet med pensionsopsparingen og er passende til den givne kundegruppe.

Finanstilsynet vil i tilsynet med markedsrenteprodukter fremover have særligt fokus på tre overordnede områder med henblik på at sikre forsikringstagerbeskyttelse: bestyrelsens stillingtagen til produktegenskaber, sikring af governance og risikostyring i forhold til de besluttede produktegenskaber og sikring af en ordentlig kommunikation til kunderne.

Finanstilsynet vil først og fremmest fokusere på, at selskabernes bestyrelser tydeligt tager stilling til og fastlægger egenskaber i de udbudte produkter med afsæt i produkternes målgrupper. Det indebærer blandt andet, at bestyrelsen tager stilling til udbetalingsforløbene, herunder udbetalingsprofilerne, dvs. om pensionsudbetalingerne forventeligt skal stige eller falde over årene, og hvilken risiko og stabilitet der skal være forbundet med pensionsudbetalingerne i løbet af udbetalingsforløbet. For at opnå en tydeligere definition af produktet og dets egenskaber finder Finanstilsynet det vigtigt, at bestyrelserne forholder sig til konkrete tolerancegrænser for kundens risiko for udsving i pensionen.

Finanstilsynet vil dernæst have fokus på, at selskaberne sikrer god governance og risikostyring i forhold til det besluttede produkt. Finanstilsynet finder, at dette skal ske med afsæt i produktet og de egenskaber, der er besluttet og kommunikeret til kunderne. Det er centralt, at selskaberne i risikostyringen inddrager alle de risici, som kunderne bærer. Finanstilsynet vil f.eks. se nærmere på selskabernes konkrete beslutninger og håndtering af livscyklusjusteringer og udjævningsmekanismer samt øge fokus på selskabernes metoder og forudsætninger bag investeringsstrategier og investeringsplanlægning. Finanstilsynet vil desuden se på, hvordan selskaberne overvåger og sikrer, at der er sammenhæng mellem de besluttede produktegenskaber og de anvendte beregningsforudsætninger for pensionsudbetalingerne.

Finanstilsynet vil endelig fokusere på, om selskaberne sikrer en kommunikation til kunderne om produkterne og de tilhørende risici, der giver den enkelte kunde mulighed for at foretage valg på et oplyst grundlag i opsparingsfasen og planlægge sin tilværelse som pensionist.

#### *Rapportens opbygning*

Kapitel 1 indeholder en beskrivelse af baggrunden for undersøgelsen samt undersøgelsens fokus og afgrænsning.

Kapitel 2 beskriver udviklingen fra gennemsnitsrenteprodukter til markedsrenteprodukter.

Kapitel 3 beskriver Finanstilsynets observationer på baggrund af undersøgelsen af danske markedsrenteprodukter i forhold til produktegenskaber, investeringer, pensionsudbetalinger og risikostyringen i forhold til pensionsudbetalinger.

Kapitel 4 indeholder en gennemgang af Finanstilsynets tilsynsmæssige fokusområder fremover.

I bilag A fremgår en liste over de figurer og tabeller, der indgår i rapporten. Bilag B indeholder en liste over de selskaber, der indgår i undersøgelsen, opdelt efter, om de er markedsorienteret eller ikkemarkedsorienteret. I bilag C fremgår en beskrivelse af forudsætninger for brugen af selskabernes oplysninger om data.

## 1. Undersøgelsens baggrund

Produktporteføljen på liv- og pensionsområdet har udviklet sig over de seneste år. Garanterede produkter, hvor selskaberne eksempelvis garanterer en årlig udbetaling og dermed bærer risikoen for tab på de finansielle markeder eller den økonomiske risiko forbundet med længere levetider, erstattes i stigende grad af ugaranterede produkter. I disse nyere produkter bærer kunderne selv risikoen. I dag går cirka to tredjedele af pensionsindbetalingerne til disse ugaranterede markedsrenteprodukter.

Udviklingen mod flere ugaranterede pensionsprodukter skyldes primært, at det lave renteniveau og de øgede levetider har sat de mere traditionelle livsforsikringsprodukter med garantier under pres. Størrelsen på hensættelserne er øget for at sikre, at selskaberne kan honorere garantierne, og solvensoverdækningen er samtidig faldet. Det betyder, at selskabernes investeringsmuligheder er blevet begrænset til investeringer med lavere risiko og dermed lavere forventet afkast til kunderne.

Ugaranterede produkter giver en større investeringsfrihed og dermed mulighed for at opnå en bedre forrentning af de indbetalte midler og dermed også en forventet større udbetalt pension til kunderne. Det er op til det enkelte selskab at fastlægge de egenskaber, som selskabet ønsker, de nyere ugaranterede produkttyper skal have. Det kan eksempelvis være, om der skal eller ikke skal sikres en vis stabilitet i de fremtidige pensionsudbetalinger, eller om kunden skal tilbydes investeringsmæssige valg og i givet fald hvilke.

De nyere ugaranterede produkttyper rummer som udgangspunkt en højere grad af uforudsigelighed end de mere traditionelle produkttyper. Har en kunde f.eks. et markedsrenteprodukt med en investeringsprofil, der indeholder en høj aktieandel, kan et større fald på aktiemarkederne betyde, at kunden får nedsat de fremtidige pensionsudbetalinger eller kan være nødsaget til at gå senere på pension, hvis kunden ønsker at opretholde niveauet for sin pensionsudbetaling. Derudover vil længere levetider betyde, at kunderne selv skal bære den økonomiske omkostning, der er forbundet med, at pensionsopsparingen skal strække sig over flere år end forudsat på tidspunktet for beregning af pensionen eller pensionsprognosen.

Finanstilsynet finder generelt, at der er fordele og ulemper ved både garanterede og ugaranterede produkter, herunder markedsrenteprodukter. For Finanstilsynet er det væsentligste, at forbrugerbeskyttelsen, herunder selskabernes håndtering af produkterne og de regelsmæssige rammer, er god og tilstrækkelig uanset produkttype.

Finanstilsynet har gennem de senere år sat fokus på udviklingen mod ugaranterede pensionsprodukter, herunder markedsrenteprodukter. Bl.a. udsendte Finanstilsynet i 2017 et diskussionsoplæg, "Pension når garantierne forsvinder". Baggrunden for Finanstilsynets fokus er et ønske om løbende at sikre god beskyttelse af pensionstagerne og afklare, om udviklingen tilsiger justeringer i den gældende regulering og det aktuelle tilsyn.

Forsikring & Pension har i forbindelse med debatten iværksat fire nye brancheinitiativer, der har til formål at sikre god forbrugerinformation. Pensionskunderne vil bl.a. fremover få pensionsprognoser med information om hele udbetalingsforløbet og usikkerheden i prognoserne. Et andet af brancheinitiativerne er information om investeringsrisikoen i markedsrenteprodukter via en risikomærkning.

Der er dermed et generelt fokus på nyere produkttyper. Markedet for disse er dog på nuværende tidspunkt fortsat i et tidligt stadie, idet antallet af pensionister med markedsrenteprodukter fortsat er relativt begrænset. Størstedelen af de pensionselskaber, der udbyder markedsrenteprodukter, og de kunder, der har et sådant produkt, har alene i begrænset omfang oplevet effekterne af den uforudsigelighed i særligt pensionsudbetalingerne, der som udgangspunkt karakteriserer markedsrenteprodukterne. De udsving, kunderne indtil videre har oplevet, har som udgangspunkt været i positiv retning, da afkastene de seneste år primært har været positive.

Som følge af udbredelsen af markedsrenteprodukter gennemførte Finanstilsynet i foråret 2019 en temaundersøgelse af samtlige danske pensionselskabers markedsrenteprodukter. Formålet med undersøgelsen var at give Finanstilsynet indblik i de generelle tendenser i forhold til produkttegenskaber og risikostyring.

Finanstilsynet redegør i denne rapport for de tendenser, som kan udledes af undersøgelsen. I forlængelse af dette fremgår Finanstilsynets fokus i tilsynet med markedsrenteprodukter fremover.

### 1.1. Undersøgelsens fokus og afgrænsning

Undersøgelsen omfatter selskabernes markedsrenteprodukter ultimo 2018. En del af de nyere gennemsnitsrenteprodukter er baseret på en garanti på 0 pct. og kan desuden være betinget garanterede eller ugaranterede, hvilket betyder, at garantiniveauet kan ændres i nedadgående retning, hvis en række forhold udvikler sig ugunstigt. Gennemsnitsrenteprodukter indgår dog ikke i undersøgelsen. Flere af de egenskaber, der gælder for pensionsudbetalingerne i markedsrenteprodukter, dvs. udsving og nedsættelse af udbetalingerne, kan i nogen grad også gælde for visse nyere gennemsnitsrenteprodukter.

Undersøgelsen omfatter blandt andet produkttegenskaber, investeringer, pensionsudbetalinger og bestyrelsens beslutninger om styringen af produktet. Finanstilsynet har i undersøgelsen særligt fokus på markedsrenteprodukternes egenskaber i udbetalingsfasen.

Finanstilsynet vurderer, at selskabernes kommunikation til kunderne om markedsrenteprodukter er central. Undersøgelsen dækker dog ikke den konkrete kommunikation fra selskaberne til kunderne i forhold til de undersøgte produkter. Finanstilsynet har i januar 2020 offentliggjort en undersøgelse om kundekommunikation i markedsrenteprodukter<sup>2</sup>.

Nærværende undersøgelse dækker både markedsorienterede og ikkemarkedsorienterede selskaber<sup>3</sup>. I rapporten omtales alle virksomheder som selskaber uanset selskabsform, og både kunder og medlemmer omtales som kunder.

Undersøgelsen har fokus på livrenteprodukter, det vil sige de produkter, hvor kunden modtager en pensionsudbetaling fra pensionstidspunktet og frem til sin død. Ratepensioner med lange løbetider minder på nogle punkter om livrenter, dog indeholder de ikke levetidsrisiko.

<sup>2</sup> Finanstilsynets rapport om information om privatisering af risici i markedsrenteprodukter: [https://www.finanstilsynet.dk/Tal-og-Fakta/Rapporter/2020/Pension\\_privatisering\\_af\\_risiko\\_210120](https://www.finanstilsynet.dk/Tal-og-Fakta/Rapporter/2020/Pension_privatisering_af_risiko_210120).

<sup>3</sup> Se bilag B.



Det er både i forhold til sumudbetalinger og ratepensioner i lighed med livrenter relevant for selskabet at se på styringen med afsæt i pensionsudbetalingerne.

Selskabernes klassificering af produkterne i undersøgelsen er ikke nødvendigvis i overensstemmelse med Forsikrings & Pensions nye initiativ om risikomærkning af markedsrenteprodukter. Finanstilsynet gør opmærksom på, at Forsikring & Pensions initiativ ikke var indfaset på tidspunktet for dataindsamlingen til undersøgelsen, som var ultimo 2018.

Selskaberne har som del af undersøgelsen indsendt data om deres produkter. Data er opgjort pr. ultimo 2018 og omfatter 14 selskaber og dækker samlet markedsrenteprodukter med aktiver for 1.097 mia. kr. svarende til mere end 95 pct. af markedet for markedsrenteprodukter, som omfatter i alt 3,1 mio. kunder. På markedet er der flere end 120 produkter, dog er størstedelen af markedsværdien og kunderne fordelt på en lille andel af de udbudte produkter.

Rapporten behandler alene et udvalg af de spørgsmål, som er stillet som led i undersøgelsen, og indeholder dermed ikke en opsamling på samtlige spørgsmål. I forhold til visse af de spørgsmål og emner, der behandles, har Finanstilsynet valgt at fokusere på selskabernes største produkter. Et selskabs største produkt er i undersøgelsen defineret som det af selskabets markedsrenteprodukter, hvor der er tilknyttet flest kunder, og hvor markedsværdien er størst. De produkter med flest kunder er i alle selskaber sammenfaldende med de produkter med størst markedsværdi.

Produkter i undersøgelsen omfatter både produkter, hvor selskabet vælger investeringer, og hvor kunden selv vælger investeringer. Fokus i rapporten er på de produkter, hvor selskabet vælger investeringer på vegne af kunden, eventuelt indenfor en given risikoprofil.

Produkter med forskellige risikoprofiler, f.eks. lav, middel og høj, indgår i undersøgelsen som særskilte produkter, dvs. tilfældet med en lav, en middel og en høj risikoprofil tæller som tre produkter.

Finanstilsynets forudsætninger for brugen af data fremgår af bilag C.

## **2. Det aktuelle markedsbillede**

### **2.1. Produkt- og udbetalingstyper**

Selskaberne udbyder overordnet to typer af produkter, nemlig gennemsnitsrenteprodukter og markedsrenteprodukter. Den væsentligste forskel på gennemsnitsrente- og markedsrenteprodukter er den metode, som benyttes ved tilskrivningen af det investeringsafkast, positivt eller negativt, som opnås i de enkelte år. I gennemsnitsrenteprodukter udjævnes afkast over årene i såvel opsparings- som udbetalingsfasen ved brug af kollektive buffere. Kollektive buffere er populært sagt indtjente midler fra de gode år, som holdes tilbage til at dække de dårlige år, sådan at selskabet kan tilskrive en bonus via depotrenten, der er nogenlunde konstant. Indeholder gennemsnitsrenteproduktet en garanti, vil produktet give anledning til en minimumsudbetaling uafhængigt af, om selskabet opnår et tilstrækkeligt afkast. Visse af de nyere gennemsnitsrenteprodukter indeholder ikke sådanne garantier.

I et markedsrenteprodukt bliver pensionsindbetalingerne forrentet med det afkast, der til enhver tid kan opnås ved investeringer på de finansielle markeder. I markedsrenteprodukter er det som udgangspunkt kunden, der bærer risikoen for udsving i investeringsafkastet og i forbindelse med øgede levetider. Det medfører, at der er udsving i kundernes opsparing og pensionsudbetalinger.

I markedsrenteprodukter vil udbetalingsforløbene bl.a. afhænge af de valg, selskabet har truffet, eksempelvis om der skal opbygges en buffer, som kan hjælpe til at modvirke eventuelle udsving i de faktiske afkast. Uforudsigeligheden i et markedsrenteprodukt er som udgangspunkt større end i et gennemsnitsrenteprodukt, men uforudsigeligheden afhænger til en vis grad af de konkrete produkttegenskaber.

Der findes forskellige former for pensionsudbetalinger, uanset om kunden har et gennemsnitsrente- eller et markedsrenteprodukt:

- Livrente, hvor udbetalingen som udgangspunkt sker livsvarigt.
- Ratepension, hvor udbetalingen finder sted i månedlige rater over 10-30 år.
- Sumudbetaling, herunder aldersopsparing, hvor udbetalingen kan ske som en engangsbetaling eller en betaling over flere omgange.

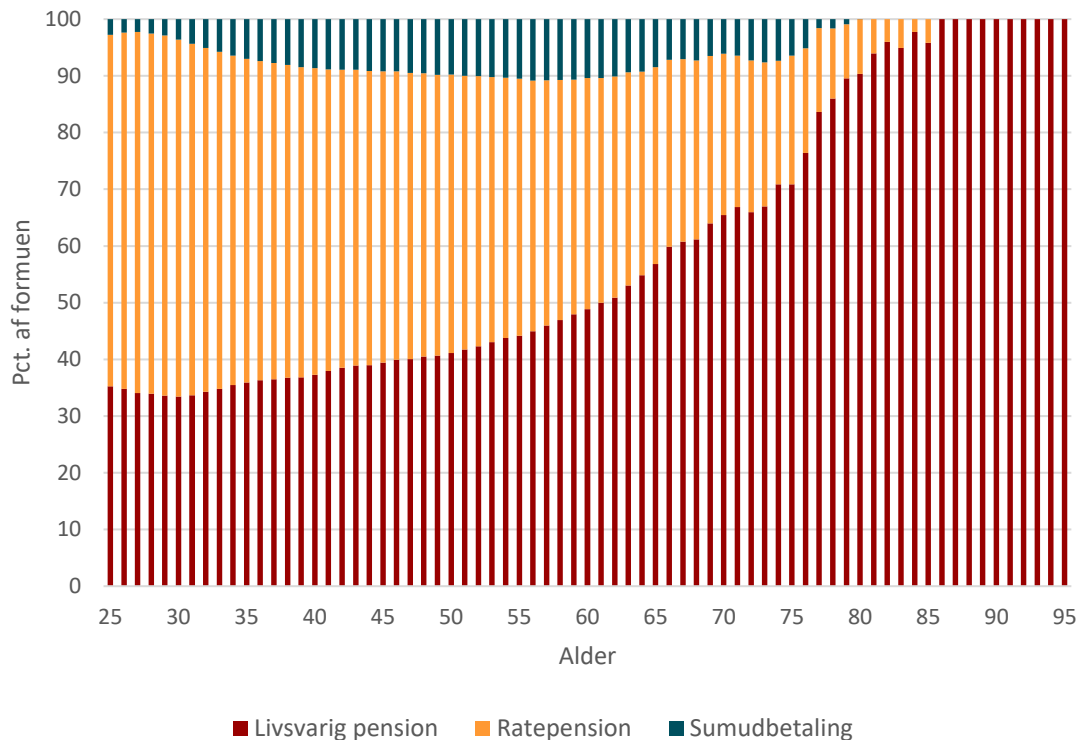
Livrenter bygger, i modsætning til sumudbetalinger og ratepension, på et risikofællesskab. Det betyder, at risikoen i form af den økonomiske belastning ved, at nogle kunder lever længere end gennemsnittet, bliver delt mellem kunderne, den såkaldte dødelighedsarv. Ved en kundes død indgår den afdødes resterende opsparing til dækning af udbetalingerne til de øvrige kunder. Livrenter indebærer dermed også som udgangspunkt, at udbetalingerne til en pensionstager fortsætter, selvom denne lever længere end gennemsnittet og uden risikofællesskabet ville have opbrugt sine egne midler.

Selskaberne udbyder både markedsrenteprodukter med sumudbetalinger, ratepension, livsvarige udbetalinger og en kombination af disse. I flere af produkterne er det muligt for den enkelte kunde at sammensætte udbetalingerne, som kunden ønsker det.

I markedsrenteprodukter udgør ratepensioner generelt set en stor andel af formuen for yngre kunder, mens livrenter udgør den største andel af formuen for ældre kunder, jf.

Figur 1. Figuren viser generelt udbetalingsformen som pct. af formuen i markedsrenteprodukter fordelt på alder.

**Figur 1: Udbetalingsform i markedsrenteprodukter fordelt på alder**

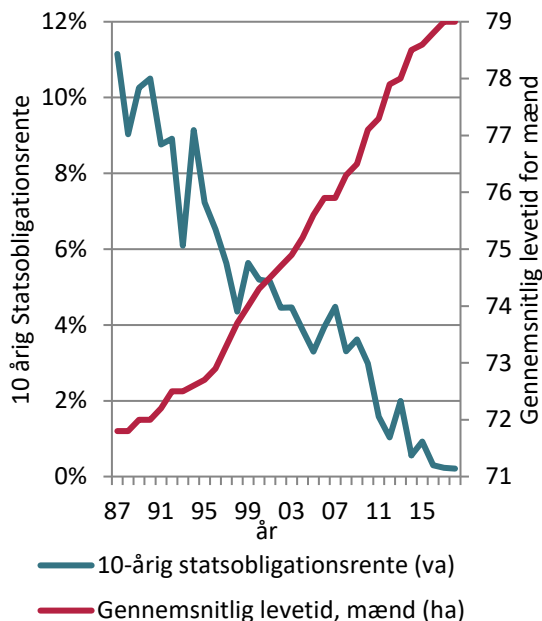


Kilde: Nationalbanken ultimo 2018.

## 2.2. Udvikling mod flere markedsrenteprodukter

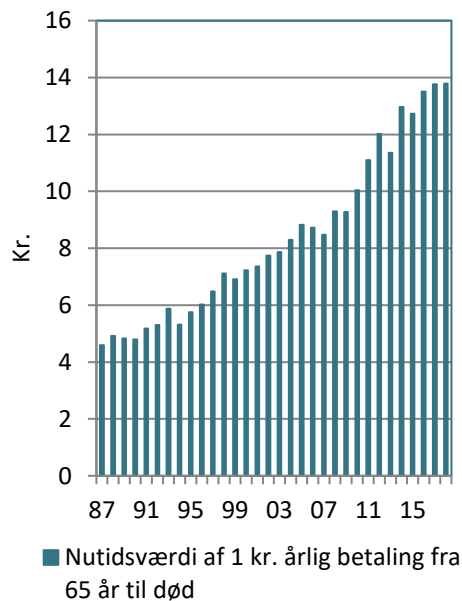
Det lave renteniveau og de øgede levetider har sat livsforsikringsprodukter med garantier under pres. Fra 2003 til 2018 er nutidsværdien af at udbetale 1 kr. årligt fra det 65. leveår til det forventede dødstidspunkt steget fra knap 8 kr. til knap 14 kr., jf. Figur 3. Der er dermed sket en markant stigning i det beløb, som selskaberne skal hensætte for at leve op til afgivne garantier. Figur 2 viser udviklingen i mellevealder og rente tilbage i tid, og Figur 3 viser udviklingen i nutidsværdien af én kr. årligt udbetalt fra alder 65 til død.

**Figur 2: Udviklingen i middellevetid og renteniveau**



Note: Det bemærkes, at den gennemsnitlige levetid er uden levetidsforbedringer.  
Kilde: Danmarks statistik, MPK3 og HISB7.

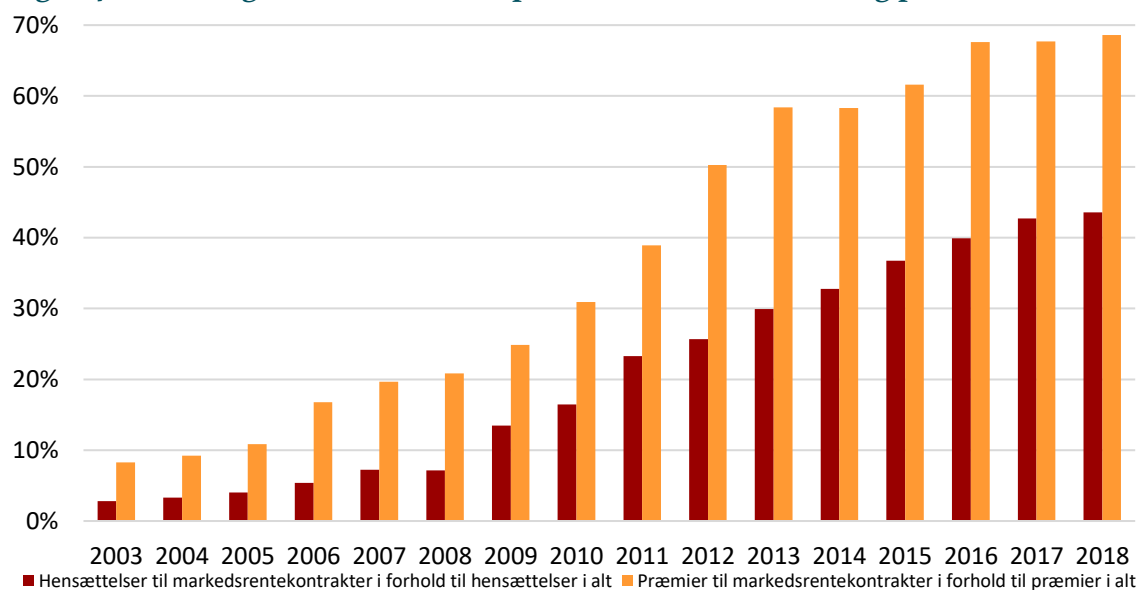
**Figur 3: Udviklingen af nutidsværdi af 1 kr. årlig udbetaling fra alder 65 til død**



Note: Nutidsværdien er beregnet på baggrund af forudsætningerne i Figur 2.  
Kilde: Finanstilsynets beregninger baseret på tal fra Danmarks Statistik.

Markedsrenteprodukter er over en årrække steget i andel af både præmier og hensættelser i forhold til det samlede marked, jf. Figur 4. Forskydningen fra de traditionelle, garanterede pensionsordninger til fordel for markedsrenteordninger fortsatte i 2018.

**Figur 4: Udviklingen i markedsrenteprodukter, hensættelser og præmier**



Kilde: Indberetninger fra selskaberne til Finanstilsynet.

Indbetalingen til markedsbaserede ordninger udgjorde i 2018 i alt 68,6 pct. af de samlede indbetalinger, og markedsrenteordninger udgjorde ultimo året 43,6 pct. af de samlede pensionsmæssige hensættelser.

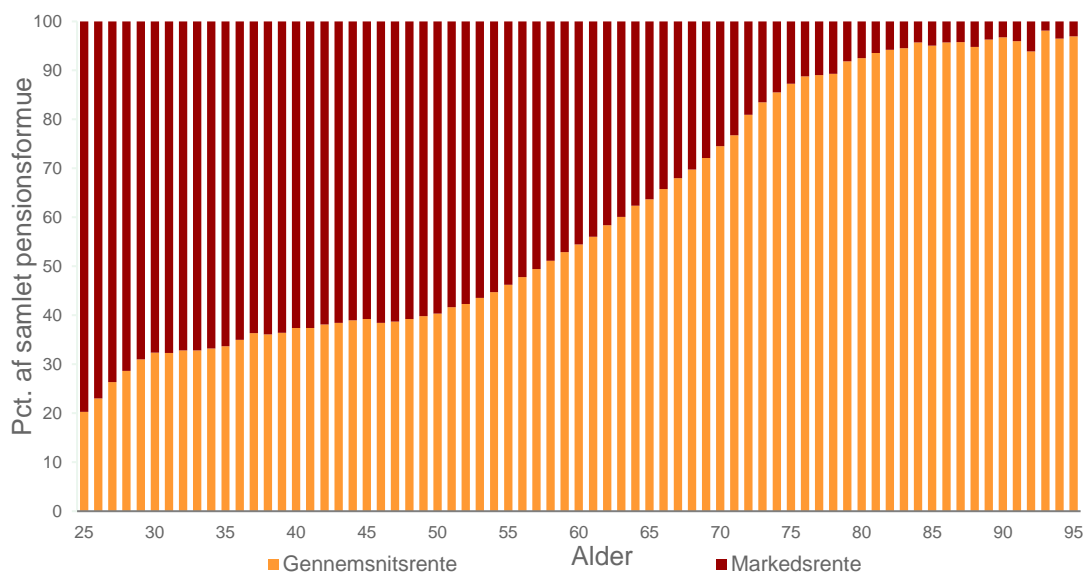
Markedsrenteprodukter bliver udbudt af både markedsorienterede og ikkemarkedsorienterede selskaber. Markedet på 1.100 mia. kr. er næsten ligeligt fordelt mellem de to virksomhedstyper med 592 mia. kr. og 507 mia. kr. i markedsværdi for hhv. markedsorienterede og ikkemarkedsorienterede selskaber.

De tre største produkter har en samlet markedsværdi pr. ultimo 2018 på 463 mia. kr. og dækker 1,5 millioner kunder, svarende til 42 pct. af den samlede markedsværdi og 49 pct. af det samlede antal kunder.

Markedsrenteproduktet som type er relativt nyt. Den største del af markedsværdien af aktiverne i produkterne tilhører derfor ikkepensionerede kunder. Denne undersøgelse viser, at de pensionerede kunder udgør 5,6 pct. af det samlede antal kunder med markedsrenteprodukter, mens samme gruppe har 9,8 pct. af aktivernes samlede markedsværdi.

Markedsrenteprodukter udgør som pct. af formuen den største andel for yngre kunder, mens gennemsnitsrenteprodukter som pct. af formuen udgør den største andel for ældre kunder, jf. Figur 5.

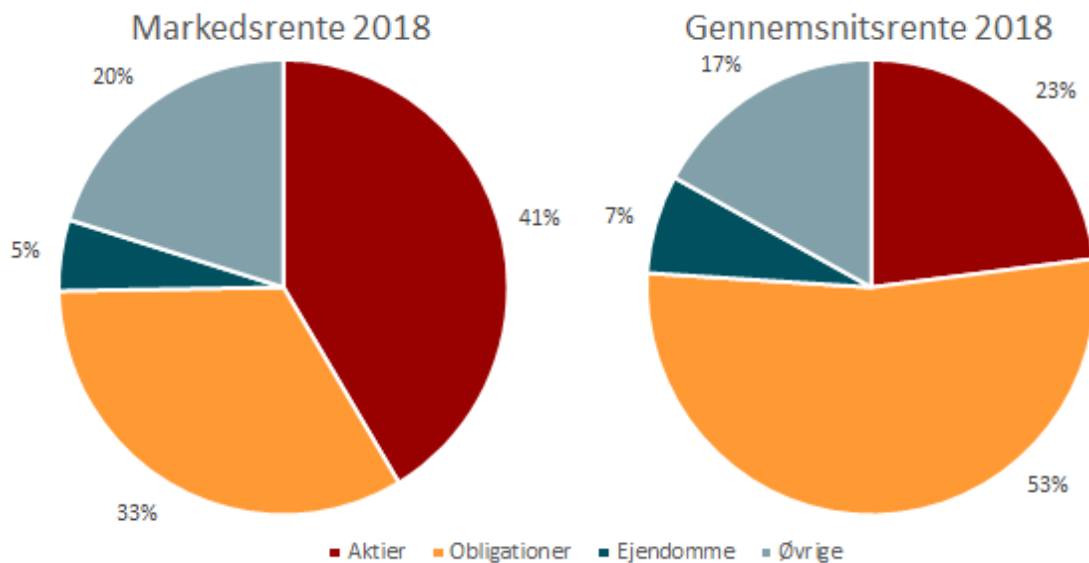
**Figur 5: Andel af formuen i markedsrente- og gennemsnitsrenteprodukter fordelt på alder**



Kilde: Nationalbanken.

Aktieandelen af investeringsaktiverne er generelt større i markedsrenteprodukter end gennemsnitsrenteprodukter, jf. Figur 6.

**Figur 6: Aktivfordelingen i henholdsvis gennemsnitsrente- og markedsrenteprodukter i 2018**

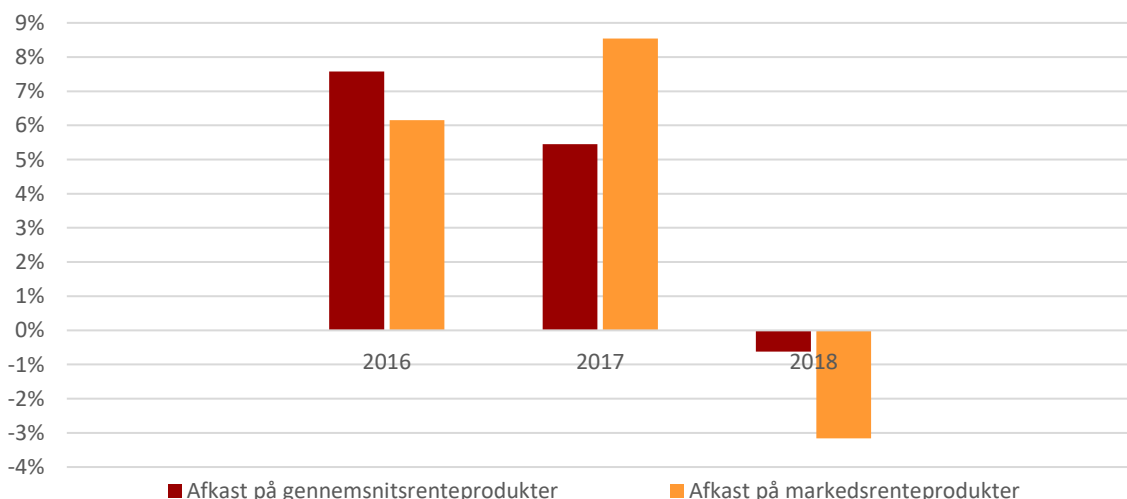


Note: Der er ændret i behandlingen af aktiver, som er investeret igennem fonde. Andelen i de fire kategorier er derfor forskellig fra tidligere opgørelser.

Kilde: Indberetninger fra selskaberne til Finanstilsynet.

Afkastene for hhv. markedsrenteprodukter og gennemsnitsrenteprodukter har været forskellige i årene 2016-2018, jf. Figur 7. I 2018 var afkastene i gennemsnitsrenteprodukterne mellem -5,8 pct. og 3,6 pct., mens de for markedsrenteprodukterne var mellem -6,3 pct. og -1,5 pct. Det højeste afkast i perioden 2016-2018 for et selskabs gennemsnitsrenteprodukter var på 11,3 pct. i 2016, mens det højeste afkast for et selskabs markedsrenteprodukter blev målt til 10,7 pct. i 2017.

**Figur 7: Det gennemsnitlige vægtede afkast for alle selskaber fordelt på produkt**



Note: Det gennemsnitlige afkast for branchen i det enkelte år er vægtet med hensættelserne til selskabets produkter på hhv. markedsrente og gennemsnitsrente. De gennemsnitlige afkast er beregnet ud fra de selskaber, der var på markedet det enkelte år. Tallene er alene afgivet for årene 2016, 2017 og 2018 grundet den data, Finanstilsynet har til rådighed.

Kilde: Regnskabsindberetninger fra selskaberne til Finanstilsynet.

### 3. Finanstilsynets observationer

Selskaberne har som led i undersøgelsen indsendt oplysninger af både kvalitativ og kvantitativ karakter. I det følgende redegør Finanstilsynet for de væsentligste forhold, der kan udledes af de indsendte oplysninger.

#### 3.1. Produktegenskaber

Finanstilsynet har spurgt til produkternes egenskaber og kundens valgmuligheder. Det omfatter spørgsmål om, hvilke risici kunden bærer, om produktet indeholder garantier, om selskabets brug af udjævningsmekanismer og om tilknyttede risikodækninger. I forhold til valgmuligheder er der bl.a. spurgt ind til kundernes muligheder for at vælge risikoprofil, investeringer og udbetalingsprofil.

#### Opsummering af observationer vedrørende produktegenskaber

- Markedsorienterede selskaber har generelt en bredere produktpalet end ikkemarkedsorienterede selskaber.
- Kun få produkter indeholder en form for garanti.
- Kunderne bærer i alt overvejende grad risikoen i produktet. Det betyder, at de typisk vil kunne opleve fald i pensionsudbetalingerne ved ugunstige investerings-, forsikrings- og omkostningsresultater.
- Selskaberne angiver typisk, at de bærer en risiko i forhold til visse risikodækninger, f.eks. præmiefritagelse ved invaliditet. Selskaberne kan dog justere præmien for dækningerne, hvormed dækningerne kun udgør en kortsigtet risiko for selskaberne. Produkterne indeholder derfor typisk kun i begrænset omfang et element, hvor selskaberne overtager risiko fra kunderne.
- I enkelte produkter er dækningen ved tab af erhvervsevne i et eller andet omfang bundet op på alderspensionen. Det betyder, at dækningsgraden ved invaliditet ikke er på et fast niveau, og at selve udbetalingerne i tilfælde af invaliditet også vil kunne svinge over tid, f.eks. i takt med udviklingen på de finansielle markeder.
- En overvægt af selskaberne giver kunderne mulighed for at vælge mellem forskellige risikoprofiler. Enkelte ikkemarkedsorienterede selskaber tilbyder ikke valgmuligheder. Produkterne er typisk klassificeret med en risikoprofil, som svarer til f.eks. lav, middel eller høj risiko.

#### 3.1.1. Investeringer og valgmuligheder i forhold til risikoprofiler

Finanstilsynet har i undersøgelsen bedt selskaberne oplyse om alle markedsrenteprodukter, dvs. forsikringsklasse III-produkter. Produkterne i undersøgelsen kan overordnet opdeles i:

- produkter, hvor selskabet vælger investeringssammensætningen på vegne af kunden. De mest udbredte markedsrenteprodukter er de produkter, hvor kunden har et valg mellem risikoprofiler, f.eks. lav, middel eller høj risiko.
- produkter, hvor kunden selv vælger investeringer eller investeringssammensætning. Kunden har typisk mulighed for at købe andele i fonde, og via en selvbetjeningsløsning

er det muligt for kunden at se, hvordan opsparingen er placeret. Disse produkter omtales ofte af selskaberne som "rene" unit-link produkter.

I de ikkemarkedsorienterede selskaber har kunden typisk ikke mulighed for selv at vælge investeringer, mens markedsorienterede selskaber typisk har ét eller flere produkter med mulighed for at vælge at investere i forskellige fonde. Ét selskab giver desuden kunderne mulighed for at vælge investeringer på enkeltpapirsniveau.

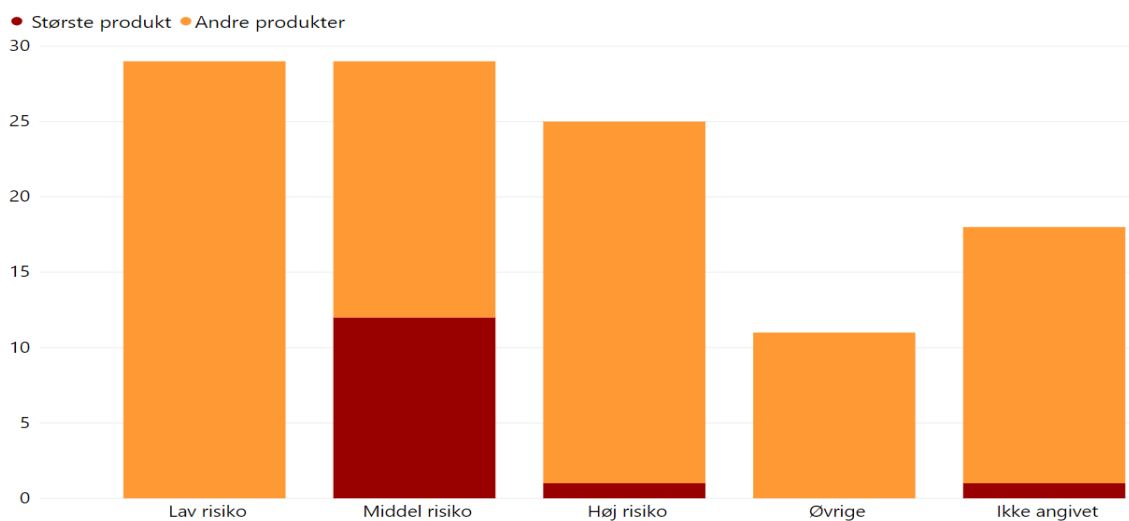
Undersøgelsen har fokus på de produkter, hvor selskabet vælger investeringer på vegne af kunden, da de udgør langt størstedelen af markedet. Produkter, hvor kunden selv vælger investeringer, fylder lige over 3 pct. af markedsværdien i undersøgelsen.

En overvægt af selskaberne giver kunderne mulighed for at vælge mellem forskellige risikoprofiler i relation til investeringer. Kun enkelte ikkemarkedsorienterede selskaber tilbyder ikke et valg.

De fleste selskaber klassificerer risikoprofilerne svarende til lav, middel eller høj risiko. Enkelte bruger også klassificeringerne meget lav og meget høj. Selskaberne klassificerer dermed typisk produkterne imellem tre og fem overordnede risikoprofiler.

Finanstilsynet observerer, at der er omkring samme antal produkter, som er klassificeret med lav og middel risiko, mens selskabets største produkt typisk er klassificeret med middel risiko, jf. Figur 8. De største produkter udgør samlet set ca. 68 pct. af markedet målt på markedsværdien. Selskabernes besvarelser viser, at middel risiko er den mest benyttede klassificering i ikkemarkedsorienterede selskaber for produkter, hvor selskabet vælger investeringer på vegne af kunden. Produkter med middel risiko udgør 70 pct. af markedsværdien af produkterne, mens 29 pct. ikke er klassificeret. For markedsorienterede selskaber udgør markedsværdien af produkter med middel risiko 54 pct., mens 22 pct. klassificeres som lav risiko, 14 pct. som høj risiko og 9 pct. ikke er klassificeret.

**Figur 8: Antal produkter fordelt på selskabernes risikoklassifikation**



Note: Figuren viser produkter, hvor selskabet vælger investerings sammensætningen på vegne af kunden. Risikoklassificeringen "Øvrige" indeholder produkter, der er klassificeret som andet end lav, middel eller høj risiko.

Kilde: Indberetning fra selskaber til Finanstilsynet i forbindelse med markedrenteundersøgelsen.



Der er ikke lovmæssige krav i forhold til selskabernes navngivning af et produkt, eller hvilken risiko et givet produkt skal indeholde.

### 3.1.2. Øvrige valgmuligheder i produkterne

Generelt har kunderne mulighed for at foretage forskellige valg ud over valg af risikoprofil, f.eks. i forhold til risikodækninger og udbetalingsform. Markedsorienterede selskaber tilbyder typisk kunderne flere valgmuligheder end ikkemarkedsorienterede selskaber.

Visse kunder har også mulighed for bl.a. tilkøb eller forhøjelse af dødsfaldsdækning, tilkøb af ydelsesgaranti og forhøjelse af invalidepension. Nogle selskaber angiver også, at kunderne kan vælge et andet opsparingsprodukt eller vælge udbetalingsform. Nogle kunder har også mulighed for at placere deres midler i forskellige produkter.

Det er typisk ikke muligt for kunderne selv at bestemme, om pensionsudbetalingerne skal have en forventet stigende, flad eller faldende udbetalingsprofil. Det er dermed som udgangspunkt selskabet, der beslutter, hvilken udbetalingsprofil det enkelte produkt skal have. I enkelte selskaber har kunderne dog mulighed for at foretage valg om den forventede udbetalingsprofil. Valget kan enten ske direkte gennem valg af rente i grundlaget, der udbetales efter, eller indirekte gennem valg af en anden risikoprofil, som typisk vil medføre, at både udbetalingsprofilen og risikoen bliver ændret.

Enkelte selskaber tilbyder, at kunden kan flytte fra et markedsrenteprodukt til et gennemsnitsrenteprodukt ved pensionering. For ét selskab er overførsel til et gennemsnitsrenteprodukt udgangspunktet, men kunden har dog mulighed for at bevare en del af opsparingen i markedsrenteproduktet.

Ét selskab flytter ved pensionering automatisk kunderne til selskabets produkt med middel risiko, uanset at kunderne i opsparingsfasen har valgt et andet risikoniveau.

### 3.1.3. Garantier m.v.

Nogle selskaber udbyder markedsrenteprodukter, som har tilknyttet en garanti eller form for garanti, f.eks. en nominel ydelsesgaranti eller en udbetalingsssikring. Selskaber, der udbyder produkter tilknyttet en garanti af en form, er typisk markedsorienterede selskaber, som har et større udvalg af produkter. Markedsandelen for disse produkter er ca. 5 pct.

### 3.1.4. Risici som kunder bærer i produkterne

Markedsrenteprodukterne indeholder typisk investeringsrisici, forsikringsrisici og risici forbundet med omkostningerne. Hvilke konkrete risici, den enkelte kunde bærer, afhænger af det specifikke produkt og de tilknyttede investeringer og risikodækninger.

- Markedsrisici: Risici forbundet med, at værdien af pensionen eller de investerede aktiver ændrer sig som følge af ændringer på de finansielle markeder. Det kan f.eks. være ændringer i rente, valuta- og aktiekurser. Andre risici forbundet med investeringer, f.eks. kredit- og modpartsrisici, påhviler typisk også kunden.

- Forsikringsrisici: Risici forbundet med dødelighed, invaliditet og levetid, dvs. risici som følge af ændringer i f.eks. forventede levetider eller en højere invaliditetsrate blandt kunderne.
- Omkostningsrisici: Risici forbundet med niveauet for eller ændringer i omkostninger.

Undersøgelsen viser, at kunderne i hovedparten af produkterne bærer alle eller størstedelen af de risici, der er forbundet med ordningen. I alle produkterne bærer kunderne investeringsrisikoen, og der er kun i få tilfælde mulighed for at tilkøbe en garanti. I livrenteprodukter bærer kunderne levetidsrisikoen, dvs. den økonomiske risiko, der er forbundet med, at kunderne lever længere end forventet. En række selskaber oplyser desuden, at kunderne bærer øvrige forsikringsrisici, f.eks. invaliderisikoen.

I størstedelen af selskaberne bærer kunderne risikoen for, at omkostningerne stiger. Dog findes der enkelte selskaber, som selv bærer denne risiko. Den største forskel mellem selskaberne i forhold til omkostninger er, om udgiften til dækning af risikoen for operationelle hændelser er indeholdt i omkostningerne, som dækkes af kunderne.

Finanstilsynet har som en del af undersøgelsen spurgt selskaberne om, hvori produkternes forsikringselement består, dvs. i forhold til hvilket eller hvilke elementer risikoen er overført fra kunden til selskabet.

For produkter med en form for garanti tilknyttet udtrykker selskaberne, at denne garanti udgør forsikringselementet.

Lidt over halvdelen af selskaberne oplyser, at risikodækningerne udgør produkternes forsikringselement. Et eksempel på en risikodækning er dækning ved tab af erhvervsevne. Nogle selskaber angiver, at præmiefritagelse udgør forsikringselementet. Præmiefritagelse vil sige, at en kundes alderspension opretholdes på trods af manglende præmiebetaling på grund af tab af erhvervsevne.

Enkelte selskaber angiver forsikrings- og risikofællesskabet som forsikringselementet. Et forsikrings- og risikofællesskab indebærer, at kunder, der ikke rammes af en forsikringsbegivenhed, betaler for kunder, der rammes af en forsikringsbegivenhed. Et eksempel på en forsikringsbegivenhed er tab af erhvervsevne. Risikoen deles dermed mellem kunderne, men risikoen overføres ikke fra kunden til selskabet.

### **3.1.5. Udbetalingsform og risikodækning**

Produkterne dækker både ratepensioner, sumudbetalinger og livrenter. Den konkrete risiko i et produkt afhænger af produktets sammensætning af udbetalingsformer. F.eks. vil et livrenteprodukt indeholde levetidsrisiko, dvs. den økonomiske risiko forbundet med længere levetider, da pensionsudbetalingerne fortsætter, så længe kunden lever.

Stort set alle produkter har tilknyttede risikodækninger som f.eks. dækning ved tab af erhvervsevne. I enkelte produkter er dækningen ved tab af erhvervsevne i et eller andet omfang bundet op på alderspensionen. Det betyder, at dækningsgraden ikke er på et fast niveau, og at udbetalingerne i tilfælde af invaliditet vil kunne svinge over tid, f.eks. i takt med

udviklingen på de finansielle markeder. I mange produkter er udgangspunktet for dækningen ved tab af erhvervsevne dog en procentdel af kundens løn. Finanstilsynet har gennem det løbende tilsyn med selskaberne konstateret, at der er selskaber, hvor dækningen kun er en fast del af lønnen på tidspunktet for forsikringshændelsen, dvs. på det tidspunkt, hvor en person mister evnen til at arbejde, men at udbetalingerne efterfølgende kan svinge.

### 3.2. Investeringer

Finanstilsynet har spurgt selskaberne om, hvordan de investerer. Det omfatter spørgsmål om brug af og tilgang til livscyklusjusteringer. De ønskede oplysninger dækker også den kortsigtede investeringsrisiko i kundens investeringsportefølje.

#### Opsummering af observationer vedrørende investeringer

- Størstedelen af selskaberne opererer med livscyklusjusteringer i deres største produkt. I disse produkter sker der en nedtrapning af investeringsrisikoen i takt med, at kunden bliver ældre.
- Der er en vis variation i og altså forskellige tilgange til livscyklusjusteringer. Nogle selskaber starter risikonedtrapningen allerede, når kunden er i 40'erne. Nogle selskaber stopper risikonedtrapningen omkring kundens pensioneringstidspunkt, hvorimod en overvægt fortsætter risikonedtrapningen ind i udbetalingsfasen.
- I produkter uden livscyklusjusteringer med mulighed for at vælge mellem forskellige risikoprofiler har kunden typisk mulighed for selv at vælge en lavere risiko, når kunden bliver ældre.
- Ved sammenligning af selskaberne ses der variation i risikoniveauet og overlap mellem risikoprofilerne lav, middel og høj. Overlap mellem risikoprofiler betyder, at en kunde kan have et produkt forbundet med en risikoprofil, der i ét selskab er klassificeret som høj, mens tilsvarende risiko i andre selskaber er klassificeret som enten middel eller lav.

#### 3.2.1. Produkter med og uden livscyklusjustering

Investering af pensionsindbetalingerne skal sikre en løbende forrentning af pensionsopsparingen. Afkast kan både være positivt og negativt og tilskrives løbende gennem både opsparings- og udbetalingsfasen. Pensionsopsparing er derfor udsat for investeringsrisiko i hele produktets levetid. Valget af investeringsrisiko er afgørende for pensionens forrentning og i sidste ende for størrelsen af pensionsopsparingen og de pensionsudbetalinger, som kunden modtager.

##### *Produkter med livscyklusjusteringer*

Størstedelen af selskaberne udbyder produkter, hvori de gør brug af livscyklusjusteringer. I disse produkter er der som udgangspunkt forskel på sammensætningen af de investeringer, der indgår i hhv. opsparings- og udbetalingsfasen. Kundernes risikovillighed ændrer sig typisk i takt med, at kunderne bliver ældre. I produkter med livscyklusjusteringer sker der derfor en risikonedtrapning af investeringsporteføljen i takt med, at kunderne bliver ældre. Ændringer i investeringsporteføljen over tid for den enkelte kunde kan desuden være udtryk for hensyntagen til bl.a. investeringernes likviditet og løbetid i relation til kundens alder.

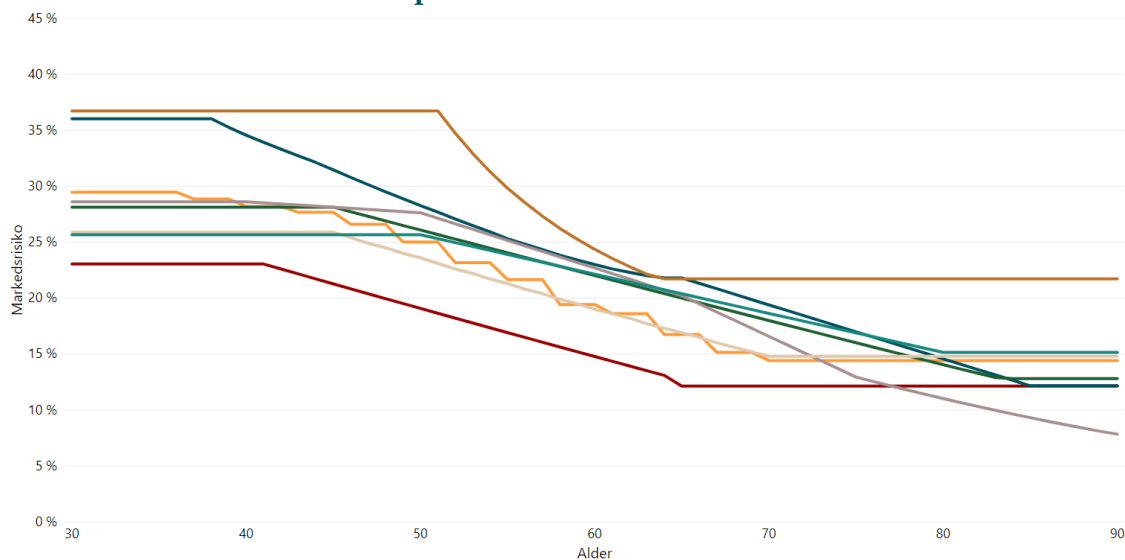
I undersøgelsen ses det, at selskaberne nedtrapper risikoen forskelligt. For selskaber med flere livscyklusprodukter kan der desuden være forskelle i tilgangen mellem de enkelte produkter i selskabet.

- I nogle livscyklusprodukter starter risikonedtrapningen allerede, når kunden er omkring 40 år. I andre produkter begynder risikonedtrapningen først, når kunden er tættere på det forventede pensioneringstidspunkt. I en række selskaber sker risikonedtrapning ofte og over en længere periode, mens den i andre selskaber er mere koncentreret på en kortere årrække.
- I nogle livscyklusprodukter stopper risikonedtrapningen omkring pensioneringstidspunktet. Selskabet fastholder herefter investeringsrisikoen frem til kontraktens udløb. Ved livrenteprodukter vil det altså sige, indtil kunden dør. I andre produkter fortsætter risikonedtrapningen dog ind i udbetalingsfasen. I enkelte tilfælde fortsætter risikonedtrapningen til efter, at kunden er fyldt 80 år.

Det varierer, hvordan de selskaber, som bruger livscyklusjusteringer i deres største markedsrenteprodukt, risikonedtrapper, jf. Figur 9. Figur 9 viser udviklingen i markedsrisikoen fra alder 30 til 90 i selskabernes investeringsporteføljer. Risikoprofilerne i produkterne er forskellige, dog har de fleste af produkterne en risikoprofil svarende til middel. Nogle selskaber tilbyder desuden produkter med livscyklusjusteringer, som forløber anderledes, f.eks. ved at risikonedtrapningen er mere koncentreret omkring årene op til pensioneringstidspunktet.

Investeringsrisikoen i Figur 9 og i de efterfølgende figurer i afsnit 3.2 er opgjort ved hjælp af Solvens II-standardformlen for markedsrisiko, der bruges til at opgøre selskabernes solvenskapitalkrav. Risikoen er opgjort til 99,5 pct. Value-at-Risk på et års sigt. Figuren tager udgangspunkt i selskabernes strategiske investeringsporteføljer ultimo 2018. Det ses generelt i undersøgelsen, at der ultimo 2018 for størstedelens vedkommende ikke er væsentlige forskelle mellem de strategiske og de faktiske investeringsporteføljer. I enkelte selskaber og produkter ses dog større forskelle.

**Figur 9: Markedsrisiko for 8 selskaber, som anvender livscyklusjusteringer i selskabets største markedsrenteprodukt**



Note: Risikoen er opgjort ved hjælp af Solvens II-standardformlen for markedsrisiko. Figuren inkluderer ikke samtlige selskaber, som anvender livscyklusjusteringer i selskabets største markedsrenteprodukt. Det skyldes bl.a. manglende data.

Kilde: Indberetning fra selskaber til Finanstilsynet i forbindelse med markedsrenteundersøgelsen.

Finanstilsynet observerer generelt i undersøgelsen, at graden af risikonedtrapningen er forskellig fra selskab til selskab. For selskaber med produkter, hvor kunderne kan vælge mellem forskellige risikoprofiler, vil risikonedtrapningerne typisk ligne hinanden og være forholdsvis parallelle. Der er dog også selskaber, hvor risikonedtrapningen i et produkt med en høj risikoprofil er stejlere end risikonedtrapningen i produkter med en lav eller middel risikoprofil, og hvor afstanden mellem høj og lav risiko dermed mindskes frem mod udbetalingsfasen. Der er også selskaber, hvor risikonedtrapningen påbegyndes ved forskellige aldre afhængig af risikoprofil. Endelig er der ét selskab, hvor risikonedtrapningen i forskellige produkter er relativt forskellig på tværs af risikoprofiler.

Selskabernes praktiske tilgang til risikonedtrapningen er forskellig. Typisk sker risikonedtrapningen ved en løbende tilpasning af produktets investeringsportefølje, bl.a. hvad angår aktivtyper og investeringernes likviditet og løbetid. Der er desuden forskel på, om risikonedtrapningen sker lineært eller ikkelineært. Risikonedtrapningen sker oftest som et fald i andelen af kapitalandele og en stigning i obligationer. Selskabernes konkrete tilgang til den valgte livscyklusjustering kan se anderledes ud i selskabernes egne opgørelser, end figurene i dette afsnit viser. Det skyldes, at Solvens II-standardformlen for markedsrisiko er grundlaget i figurene.

#### *Produkter uden livscyklusjusteringer*

Nogle selskaber, hovedsagligt de selskaber, der har en bred produktpalet, har typisk også en række markedsrenteprodukter uden livscyklusjusteringer. Disse omfatter typisk produkter, hvor kunden selv vælger investeringer, men det kan også være produkter, hvor kunden kan vælge en risikoprofil. Enkelte selskaber benytter og tilbyder ikke livscyklusjusteringer.

I produkter uden livscyklusjustering har kunden samme investeringsrisiko i hele produktets løbetid. Disse produkter har for de yngre aldersgrupper typisk en lavere andel af aktier end produkter med livscyklusjusteringer, mens allokeringen til aktier er næsten den samme omkring pensioneringstidspunktet. Herefter har produkter uden livscyklusjusteringer sammenlignet med produkter med livscyklusjusteringer en større andel af aktier.

Selskaber, der har produkter uden livscyklusjusteringer, tilbyder typisk produkter med forskellige risikoprofiler. Kunden har derfor umiddelbart selv mulighed for at foretage en risikonedtrapping ved at skifte til et produkt med et lavere risikoniveau.

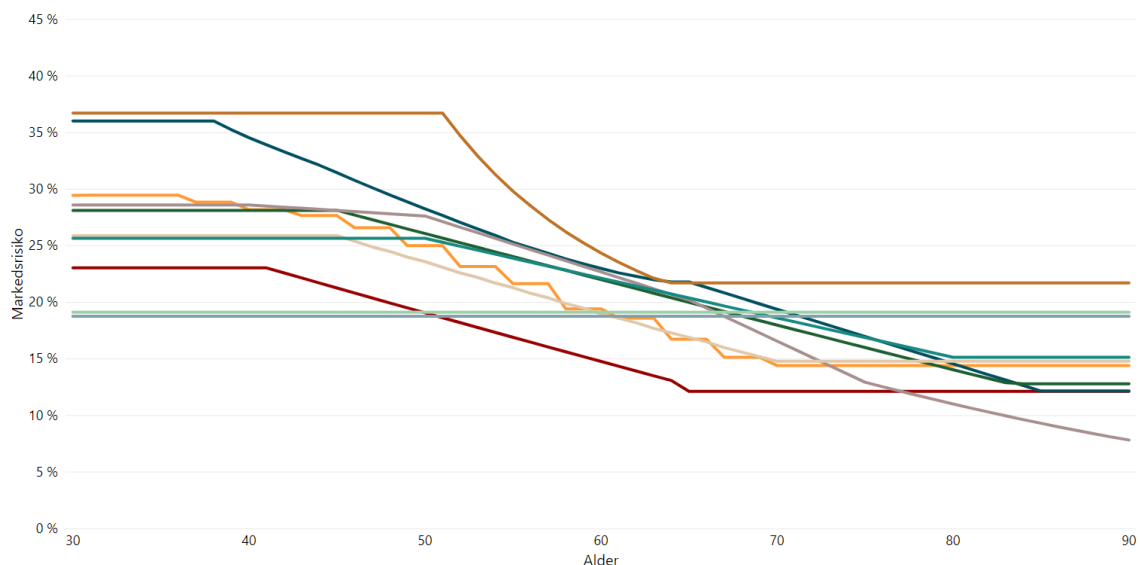
### 3.2.2. Niveau for markedsrisiko

De fleste selskaber giver kunden mulighed for at vælge mellem forskellige risikoprofiler. Der er også produkter, hvor risikoprofilen ikke klassificeres som f.eks. lav, middel eller høj, men besluttet af selskabet eller blot afspejler kundens eventuelle eget valg af investeringer.

Selskaberne fastsætter risikoen i investeringsporteføljen med afsæt i aftalen med kunden. Forskellige forhold kan spille ind i fastlæggelsen af risikoniveauet, eksempelvis om selskabet gør brug af udjævningsmekanismer. I det følgende sammenlignes forskellige produkters markedsrisiko i investeringsporteføljen. Der inddrages i den forbindelse ikke overvejelser om effekten på risikoen for nedsættelse af pensionsudbetalingerne af eventuelle udjævningsmekanismer.

Risikoniveauet for det største produkt i de forskellige selskaber varierer generelt, jf. Figur 10. Det gælder særligt frem til pensionering, men også efter dette tidspunkt er der en vis spredning. I figuren skelnes der ikke mellem produkter med og uden livscyklusjusteringer eller mellem produkter med forskellige risikoprofiler. De fleste selskabers største produkt er klassificeret med en middel risiko.

**Figur 10: Markedsrisiko for ti selskabers største produkt**

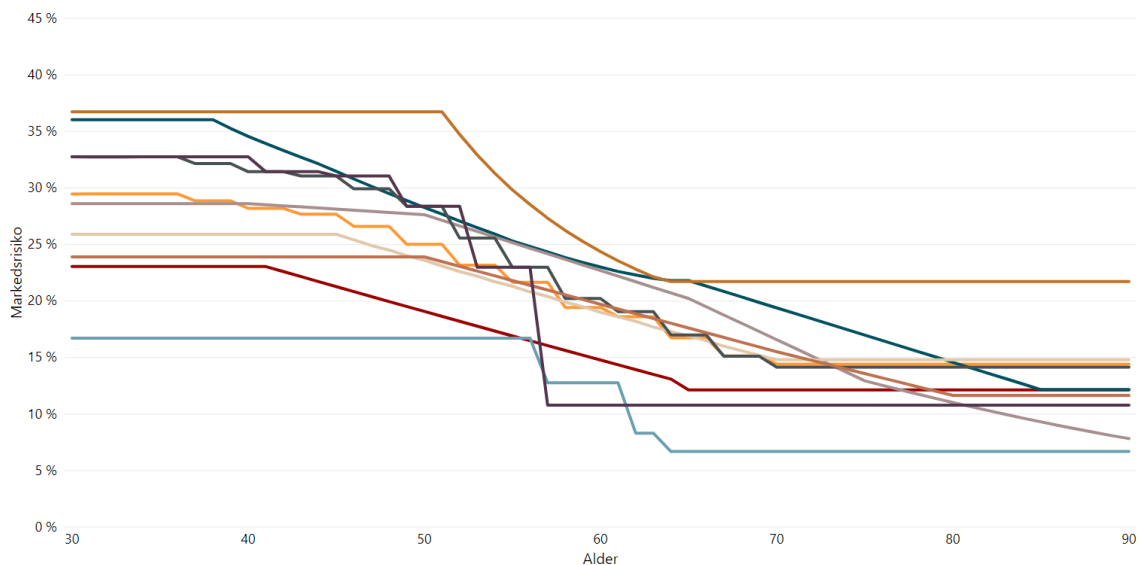


Note: Risikoen er opgjort ved hjælp af Solvens II-standardformlen for markedsrisiko. I figuren indgår både produkter med og uden livscyklusjusteringer. Figuren inkluderer ikke samtlige selskabers største produkt. Det skyldes bl.a. manglende data.

Kilde: Indberetning fra selskaber til Finanstilsynet i forbindelse med markedsrenteundersøgelsen.

Risikoen varierer også i produkter, som selskaberne klassificerer som livscyklusprodukter med middel risiko, jf. Figur 11. Variationen kan bl.a. skyldes, at selskabernes tilgang til livscyklusjusteringerne hen over aldre er forskellig, f.eks. i forhold til hvornår risikonedtrapningen starter og graden af risikonedtrapning. Figuren viser, at spredningen i risiko er relativt stor. For alder 65 spænder markedsrisikoen mellem 7 og 22 pct.

**Figur 11: Markedsrisiko for produkter med livscyklusjustering klassificeret med middel risiko**

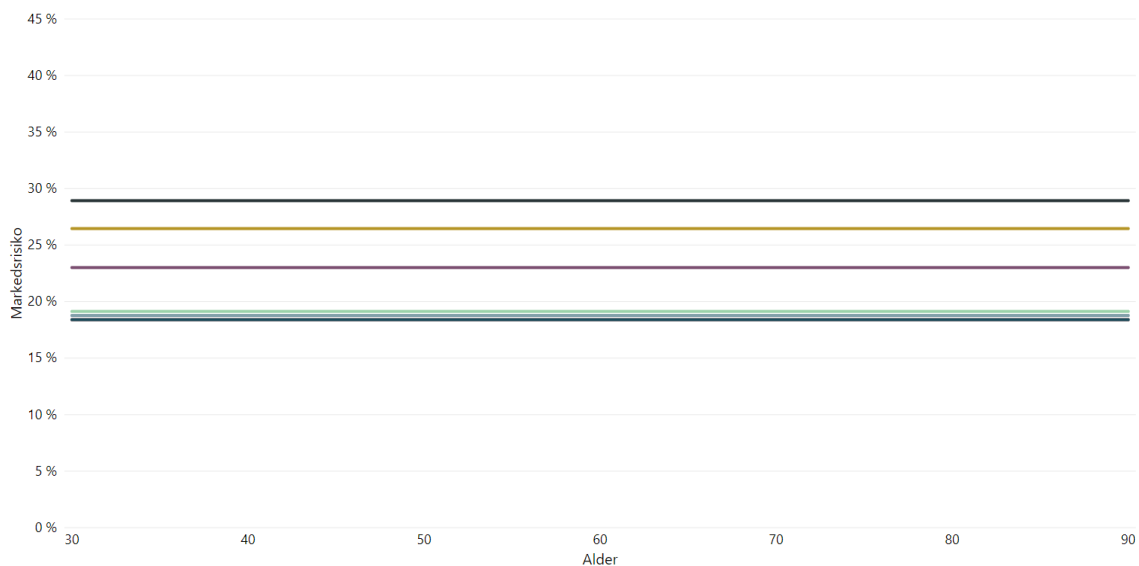


Note: Risikoen er opgjort ved hjælp af Solvens II-standardformlen for markedsrisiko. Figuren viser udvalgte produkter med en middel risikoprofil. Selskaber, der har flere produkter med middel risiko, kan optræde flere gange. Figuren inkluderer ikke alle selskabers produkter med middel risiko. Det skyldes bl.a. manglende data.

Kilde: Indberetning fra selskaber til Finanstilsynet i forbindelse med markedsrenteundersøgelsen.

For produkter uden livscyklusjusteringer er der også forskelle i markedsrisikoen indenfor risikoprofilen middel risiko, jf. Figur 12. Markedsrisikoen spænder mellem 18 og 29 pct.

**Figur 12: Markedsrisiko for produkter uden livscyklusjusteringer klassificeret med middel risiko**



Note: Risikoen er opgjort ved hjælp af Solvens II-standardformlen for markedsrisiko. Figuren viser udvalgte produkter med en middel risikoprofil. Selskaber, der har flere produkter med middel risiko, kan optræde flere gange. Figuren inkluderer ikke produkter med middel risiko fra samtlige selskaber. Det skyldes bl.a. manglende data.  
 Kilde: Indberetning fra selskaber til Finanstilsynet i forbindelse med markedsrenteundersøgelsen.

#### *Forholdet mellem de forskellige risikoprofiler*

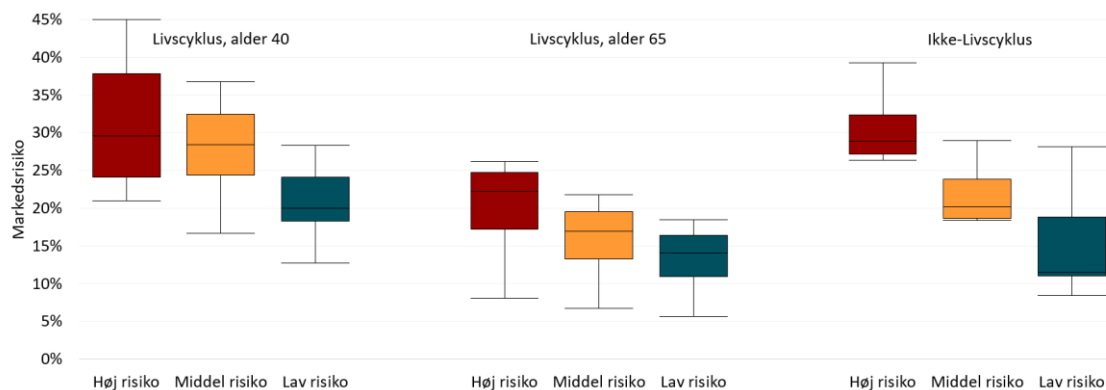
Der er et vist overlap i risikoniveauet på tværs af produkter klassificeret med hhv. lav, middel og høj risikoprofil, jf. Figur 13. Overlap mellem risikoprofiler betyder, at en kunde kan have et produkt med en risikoprofil, der i ét selskab er klassificeret som høj, mens tilsvarende risiko i andre selskaber er klassificeret som enten middel eller lav.

Figur 13 viser markedsrisikoen for produkter, der er klassificeret med enten lav, middel eller høj risikoprofil. Figuren dækker produkter med livscyklusjusteringer for alder 40 og 65 og produkter uden livscyklusjusteringer. Den markerede boks viser de 50 pct. midterste observationer, og den vandrette streg i boksen viser medianen. De største og mindste observationer er markeret som yderpunkter i form af vandrette streger.

På tværs af risikoprofiler illustrerer de markerede bokse som forventet, at risikoen generelt er højest i produkter med en høj risikoprofil og lavere i produkter med lavere risikoprofiler. Figur 13 viser også, at boksens størrelse varierer over alder, dvs. spændet er forskelligt for de 50 pct. midterste observationer.



**Figur 13: Markedsrisiko for produkter klassificeret med lav, middel eller høj risiko**



Note: Risikoen er opgjort ved hjælp af Solvens II-standardformlen for markedsrisiko. Figuren viser udvalgte produkter med en hhv. høj, middel eller lav risikoprofil. Figuren indbefatter ikke samtlige produkter på markedet. Det skyldes bl.a. manglende data. Selskaber med flere produkter med forskellige risikoprofiler vil optræde flere gange.  
Kilde: Indberetning fra selskaber til Finanstilsynet i forbindelse med markedsrenteundersøgelsen.

Figur 13 illustrerer et væsentligt overlap mellem hhv. lav, middel og høj risikoprofil for produkter med livscyklusjustering. Der er f.eks. produkter klassificeret med en høj risikoprofil, som har samme risiko som produkter, der er klassificeret med en middel eller lav risikoprofil. Den markerede boks i figuren, dvs. de 50 pct. midterste observationer, viser et fuldt overlap mellem høj og middel risiko for alder 40. For alder 65 overlapper middel risiko delvist både høj og lav risiko for de 50 pct. midterste observationer. Figuren viser desuden, at spændet mellem den største og mindste observation for hver af risikoprofilerne er større for alder 40 end for alder 65. Spændet såvel som niveauet for markedsrisiko i de forskellige risikoprofiler aftager generelt på tværs af begge aldersgrupper.

I produkter uden livscyklusjustering er markedsrisikoen den samme for alle aldre. Her ses en tydeligere forskel mellem lav, middel og høj risikoprofil. De observationer, der ligger uden for de 50 pct. midterste, overlapper dog stadig.

En sammenligning af produkter med og uden livscyklusjusteringer viser, at der er et større overlap mellem produkter med livscyklusjusteringer i aldre 40 og 65. Det kan bl.a. skyldes, at selskaberne risikonedtrapper på forskellige måder. Niveauet for markedsrisiko for produkter uden livscyklusjusteringer i middel eller høj risiko ligger højere end for produkter med livscyklusjusteringer for alder 65 i middel eller høj risiko.

Omfanget af risikooverlappet mellem de forskellige risikoprofiler kan afhænge af metoden for opgørelse af investeringsrisikoen. Figur 13 viser investeringsrisikoen opgjort ved hjælp af Solvens II-standardformlen for markedsrisiko. Med udgangspunkt i standardafvigelser (baseret på Forsikring & Pensions offentliggjorte standardafvigelser) for produkter med livscyklusjusteringer opstår der for de midterste 50 pct. observationer først risikooverlap mellem risikoprofiler i udbetalingsfasen, når der ses på de samme produkter, som indgår i Figur 13. Overlap mellem risikoprofilerne i observationer udenfor de midterste 50 pct. forekommer dog stadig i opsparingsfasen. Effekten af Forsikring & Pensions initiativer til klassifikation af risikospænd for de forskellige risikoprofiler er ikke trådt i kraft på tidspunktet for dataindsamlingen i denne undersøgelse.

### 3.3. Pensionsudbetalinger

Finanstilsynet har spurgt selskaberne, hvordan de fastsætter pensionsudbetalinger. Det gælder eksempelvis, hvilke levetidsforudsætninger og beregningsrenter det enkelte selskab bruger til beregningen af pensionsudbetalinger, og om disse er forsigtigt, realistisk eller uforsigtigt fastsat. I forlængelse af dette er der bl.a. spurgt ind til selskabernes forventede udbetalingsprofiler. Finanstilsynet har desuden spurgt ind til selskabernes faktiske udbetalinger, hvor store nedsættelser og stigninger kunderne har oplevet, og hvordan pensionsudbetalingerne har udviklet sig de seneste ti år.

#### Opsummering af observationer vedrørende pensionsudbetalinger

- Det er forskelligt, hvor stor vægt selskaberne lægger på stabilitet i udbetalingsfasen. Enkelte selskaber udtrykker, at risikoen for udsving i eller nedsættelse af pensionsudbetalingerne er nødvendig eller uundgåelig.
- Alle selskaber fastsætter pensionsudbetalinger på baggrund af et beregningsgrundlag, og omkring halvdelen af selskaberne bruger udjævningsmekanismer, som i forskellig grad har til formål at sikre en vis stabilitet i pensionsudbetalingerne.
- De fleste selskaber angiver, at bestyrelsen har besluttet, hvordan udbetalingsprofilen skal være. Enkelte selskaber angiver dog, at der alene er tale om en implicit beslutning, da bestyrelsen er med til at fastlægge forudsætninger i beregningsgrundlaget.
- De fleste selskaber angiver, at de har besluttet, at pensionsudbetalingerne i forventning skal være konstante eller stigende i udbetalingsfasen. Enkelte selskaber angiver, at de har besluttet, at pensionsudbetalingerne skal være faldende.
- Et flertal af selskaberne forudsætter levetider, som er realistiske i forhold til forventningerne.
- Stort set alle selskaber benytter samme beregningsrente for alle deres produkter. Da produkterne har forskellige forventede afkast, vil de få forskellige udbetalingsprofiler.
- Der er i nogle selskaber uoverensstemmelse mellem, hvad bestyrelsen har besluttet omkring udbetalingsprofilen, og hvad udbetalingsforudsætningerne giver anledning til.
- De historiske pensionsudbetalinger viser, at der er stor forskel på, hvordan udbetalingerne har udviklet sig i produkterne. De fleste pensionsudbetalinger har været stigende.
- Omkring halvdelen af selskaberne har særlige bonushensættelser eller udbetaler et lignende pensionstillæg.

#### 3.3.1. Den overordnede beslutning om udbetalingsprofil og stabilitet

For stort set alle produkter gælder, at det er op til selskaberne at træffe beslutning om den enkelte kundes udbetalingsprofil og stabiliteten af pensionsudbetalingerne. Det gælder både for produkter, hvor kunden selv vælger investeringer, og produkter, hvor selskabet vælger investeringer, og hvortil der er knyttet en bestemt risikoprofil. De fleste selskaber angiver, at bestyrelsen har besluttet, hvordan udbetalingsprofilen skal være. Enkelte selskaber angiver dog, at der alene er tale om en implicit beslutning, da bestyrelsen er med til at fastlægge forudsætninger i beregningsgrundlaget.

Der er stor variation i de forventede udbetalingsprofiler og grader af stabilitet, som de forskellige bestyrelser fastlægger. Nogle af bestyrelserne træffer deres valg på baggrund af undersøgelser og analyser af kundernes behov.

Der er både selskaber, som ønsker stigende, flade og faldende udbetalingsprofiler i forventning. En overvægt af selskaber ønsker dog en svagt nominelt stigende eller en flad udbetalingsprofil. Valget af en stigende udbetalingsprofil bunder hos nogle selskaber i et ønske om en vis sikring af købekraft.

I forhold til en flad udbetalingsprofil, dvs. nominelt konstante pensionsudbetalinger, lægger selskaberne typisk ikke vægt på sikring af købekraft. Selskabernes forventning er dermed et fald i pensionsudbetalingernes realværdi. Enkelte selskaber ønsker en faldende udbetalingsprofil og dermed nominelt faldende pensionsudbetalinger. Selskaberne har bl.a. oplyst, at baggrunden for valget om enten en flad eller faldende forventet udbetalingsprofil er, at kunderne har behov for større udbetalinger i starten af pensionisttilværelsen.

Enkelte selskaber udtrykker, at risikoen for udsving i eller nedsættelse af pensionsudbetalingerne er nødvendig eller uundgåelig.

Nogle selskaber har besluttet at indlægge en grad af sikkerhed og stabilitet i pensionsudbetalingerne. Det sker f.eks. gennem de anvendte forudsætninger og gennem udjævningsmekanismer. Blandt disse selskaber er der nogle, hvor kunden enten bliver flyttet eller har mulighed for at vælge at skifte til et gennemsnitsrenteprodukt eller til et produkt med en tilknyttet garanti.

Selskabernes oplysninger i undersøgelsen tyder på, at det enkelte selskab typisk har en generel holdning til udbetalingsprofilen for kunderne. Dette er også tilfældet for selskaber med flere produkter, uanset at der er tale om forskellige risikoprofiler og dermed forskellige forventede afkast og udbetalingsprofiler. Der er desuden kunder, som har mulighed for at placere deres midler i forskellige gennemsnitsrente- såvel som markedsrenteprodukter. Den forventede udbetalingsprofil vil for disse kunder afhænge af den enkelte kundes valg.

### **3.3.2. Udbetalingsmetode og forudsætninger i beregningsgrundlaget**

De beslutninger, som bestyrelsen overordnet træffer i forhold til udbetalingsprofilen, skal understøttes af de konkrete forudsætninger, som selskabet fastsætter til beregningen af pensionsudbetalingerne.

#### *Beregningsgrundlag med tilhørende forudsætninger om bl.a. rente og levetid*

Selskaberne udbetaler pensioner på baggrund af et beregningsgrundlag, som bestemmer størrelsen på pensionsudbetalingen. Det enkelte selskab fastsætter en beregningsrente i grundlaget, som typisk afspejler selskabets forventninger til udviklingen i investeringerne. Selskabets grundlag til beregning af pensionsudbetalingerne tager hermed højde for det investeringsafkast, som kunden forventes at opnå i udbetalingsfasen. I grundlaget, der fastsætter pensionsudbetalingerne i en livrente, benytter selskabet desuden antagelser om kundens forventede levetid for at indregne, hvor mange år selskabet skal udbetale pensionen over. Beregningsgrundlaget indeholder også antagelser om de forventede omkostninger.

Selskabets valg af forudsætninger i beregningsgrundlaget har betydning for den udbetalingsprofil, kunden oplever. Selskabet har mulighed for at fastsætte forudsætningerne om bl.a. investeringsafkast og levetider, så udbetalingsprofilen bliver enten flad, stigende eller faldende:

- *En flad udbetalingsprofil:* Forudsætningerne følger bedste bud og dermed den mest realistiske forventning til udviklingen. Realistiske forudsætninger tilsiger en flad udbetalingsprofil.
- *En stigende udbetalingsprofil:* Forudsætningerne er forsigtige (betryggende) i forhold til forventningen til udviklingen. Brug af forsigtige (betryggende) forudsætninger, hvor selskabet f.eks. antager et lavere investeringsafkast end det forventede, tilsiger en stigende udbetalingsprofil.
- *En faldende udbetalingsprofil:* Forudsætningerne er uforsigtige (ubetryggende) i forhold til forventningen til udviklingen. Brug af uforsigtige (ubetryggende) forudsætninger, hvor selskabet f.eks. antager et højere investeringsafkast end det forventede, tilsiger en faldende udbetalingsprofil.

Pensionsudbetalingen, som kunden modtager det første år som pensionist, vil være højest ved en faldende udbetalingsprofil og lavest ved en stigende udbetalingsprofil.

Den faktiske udvikling på både langt og kort sigt må forventes i større eller mindre grad at afvige fra det, der er forudsat i beregningsgrundlaget. Det betyder, at der både er risiko for, at pensionsudbetalingerne svinger, og for at udbetalingsprofilen i løbet af udbetalingsfasen udvikler sig anderledes end ønsket og forventet.

#### *Forudsætninger om levetider*

Selskabets bedste skøn over de forventede levetider er udtryk for selskabets mest realistiske bud på de fremtidige levetider inklusive levetidsforbedringer. Fastsætter selskabet levetidsforudsætninger i beregningsgrundlaget, som svarer til selskabets bedste skøn, er forudsætningerne realistiske. Fastsætter selskabet derimod forudsætninger, som giver anledning til længere eller kortere levetider end bedste skøn, er forudsætningerne forsigtige eller uforsigtige. Giver forudsætningerne f.eks. anledning til længere levetider end bedste skøn, betyder det, at pensionen forudsættes at række i flere år, hvormed pensionsudbetalingen det enkelte år bliver mindre. Levetidsforudsætningerne har dermed betydning for størrelsen på pensionsudbetalingerne og den forventede udbetalingsprofil.

Et flertal af selskaberne har fastsat realistiske levetidsforudsætninger. Selskaberne tager ved fastsættelsen af levetidsforudsætningerne dermed typisk udgangspunkt i deres bedste skøn over de forventede levetider.

Få selskaber har fastsat levetidsforudsætninger, som er forsigtige i forhold til det, selskabet forventer. Ingen selskaber oplyser, at de generelt har uforsigtige levetidsforudsætninger.

#### *Forudsætninger om investeringer*

Selskabet kan, på samme måde som det gælder for levetidsforudsætningerne, sætte beregningsrenten forsigtigt, realistisk eller uforsigtigt. Er beregningsrenten realistisk, svarer den til

det forventede afkast af investeringsporteføljen, mens renten er sat forsigtigt, hvis den er mindre end det forventede afkast, og uforsigtigt, hvis den er større end det forventede afkast.

Stort set alle selskaber benytter samme beregningsrente for alle selskabets produkter, uanset at der er tale om forskellige risikoprofiler, som indebærer forskellige forventninger i forhold til afkast. Det medfører, at den forventede udbetalingsprofil er forskellig fra produkt til produkt, da forskellige produkter har forskellige investeringsstrategier og dermed forventede afkast. Den samme beregningsrente for forskellige produkter vil give en kunde med et givent depot den samme pensionsudbetaling det første år, uafhængigt af hvilket af selskabets produkter kunden har valgt, men den efterfølgende forventede udvikling vil være forskellig fra produkt til produkt.

Typisk vil selskaberne f.eks. have en stigende forventet udbetalingsprofil for alle produkter, men stigningstakten vil være forskellig i produkterne. Der ses dog også eksempler på, at den forventede udbetalingsprofil er faldende for et produkt og flad for et andet produkt i samme selskab.

Nogle få selskaber har valgt en lavere rente på et eller flere produkter med garanti eller udbetalings sikring. Ét selskab har desuden forskellige beregningsrenter til produkter med forskellige risikoprofiler, dvs. produktet med den laveste risiko har den laveste beregningsrente og omvendt.

De fleste selskaber har en beregningsrente på mellem 2 og 4 pct. Den højeste beregningsrente er 4,5 pct., mens den laveste er 0 pct. Ét selskab har dog et produkt, hvor en del af udbetalingen fastsættes med en rente på 6 pct.

Flest selskaber har valgt en rente, der er forsigtig i forhold til det forventede afkast, lidt færre har valgt en realistisk rente, og kun få selskaber har produkter, hvor renten er uforsigtig i forhold til det forventede afkast.

De forventede afkast på langt sigt med samfundsforudsætningerne ligger på mellem knap 3 pct. og 6 pct.

#### *Sammenhæng mellem forudsætninger og den besluttede udbetalingsprofil*

Der er for de fleste selskaber overensstemmelse mellem den overordnede udbetalingsprofil, som bestyrelsen har besluttet, og den udbetalingsprofil, som afkast- og levetidsforudsætningerne giver anledning til. F.eks. sikrer selskaberne en ønsket stigende udbetalingsprofil gennem en forsigtig fastsat beregningsrente og en realistisk fastsat levetid. Profilen fastsættes dermed for flere selskaber gennem renteelementet.

Der er i nogle selskaber uoverensstemmelse mellem, hvad bestyrelsen har besluttet omkring udbetalingsprofilen, og hvad forudsætningerne i beregningsgrundlaget giver anledning til.

Selskaberne oplyser, at de løbende og som minimum årligt overvåger sammenhængen mellem strategien og forudsætningerne i beregningsgrundlaget.

Besvarelsene viser, at der ikke er selskaber, der aktuelt har fastsat klare kriterier for, hvornår de skal justere beregningsforudsætningerne.

### 3.3.3. Fordeling af overskud og underskud på levetider

I et livrenteprodukt indgår kunderne i et risikofællesskab. Det betyder, at kunder, der dør tidligt, efterlader midler til kunder, der lever længere. Dør der flere eller færre kunder end antaget i et selskabs beregningsgrundlag, vil der opstå henholdsvis over- eller underskud.

Et selskab kan enten lade sådanne over- og underskud tilfalde egenkapitalen eller føre over- og underskud tilbage til kunderne. Tilfalder over- og underskud egenkapitalen, tjener selskabet penge, når der er overskud, og taber som udgangspunkt penge, når der er underskud. Der er dog tale om ugaranterede produkter, hvor selskabet kan ændre forudsætningerne i beregningen af de fremadrettede pensionsudbetalinger. Selskabet kan derfor ændre et underskudsgivende beregningsgrundlag, så det (igen) giver overskud, og selskabet tjener penge. Omkring en tredjedel af selskaberne anvender en tilgang, hvor over- og underskud tilfalder egenkapitalen.

Fører selskabet over- og underskud tilbage til kunderne, justerer selskabet kundernes pensionsudbetalinger for at tage højde for de opståede over- og underskud. De fleste selskaber benytter denne metode, men det er forskelligt, hvordan selskaberne fører over- og underskuddene tilbage til kunderne. Et selskab oplyser, at det justerer præmierne i løbet af året, så resultatet går i nul. Andre selskaber justerer det efterfølgende års pensionsudbetalinger.

Så længe der er tale om naturlige, usystematiske variationer fra år til år mellem selskabets forudsætninger og den faktiske udvikling, vil udgangspunktet være, at over- og underskuddene tilfalder egenkapitalen eller kunderne afhængig af, hvilken af ovenstående tilgange selskabet benytter. Sker der derimod systematiske ændringer, som betyder, at selskabet får nye forventninger til den fremtidige udvikling i levetiderne, vil udgangspunktet være, at selskabet ændrer levetidsforudsætningerne i beregningsgrundlaget, så de igen stemmer med den ønskede grad af realisme i beregningsgrundlaget. Dette vil dog afhænge af selskabets strategi på området.

### 3.3.4. Stabilitet og udjævningsmekanisme

Selskaberne kan forsøge at mindske udsvingene og sandsynligheden for fald i pensionsudbetalingerne ved hjælp af en udjævningsmekanisme. En sådan mekanisme virker ved, at et selskab tilbageholder en del af kundens pensionsmidler, som f.eks. kan udjævne fremtidige negative investeringsafkast, så kunden som pensionist ikke oplever de samme fald i pensionsudbetalingerne som i tilfældet uden en udjævningsmekanisme.

Omkring halvdelen af selskaberne benytter en udjævningsmekanisme. Selskaberne konstruerer udjævningsmekanismerne på forskellige måder, og det er forskelligt, i hvor høj grad udjævningsmekanismerne sikrer stabilitet. For nogle selskaber er målet alene at sikre kunderne mod mindre udsving i pensionsudbetalingerne som følge af markedsbevægelser, og for andre selskaber er målet i højere grad at sikre kunderne mod både pludselige og varige større fald i pensionsudbetalingerne.

Der findes forskellige metoder til at udjævne, f.eks. tilbageholdelse af en vis andel af pensionsopsparingen ved pensionering og udjævning af de investeringsmæssige afkast over tid.

Enkelte selskaber gør brug af forsigtige forudsætninger i beregningsgrundlaget for at mindske risikoen for, at pensionsudbetalingerne senere skal nedsættes. Selskaberne kan f.eks. sætte beregningsrenten forsigtigt, dvs. under det forventede afkast. Selskaberne vil i den situation kunne mindske eller helt undgå en nedsættelse af pensionsudbetalingerne, når det faktiske afkast ligger under det forventede afkast. Er beregningsrenten i et produkt på baggrund af det forventede afkast eksempelvis 3 pct., og er det faktiske afkast et givent år kun 2,5 pct., vil selskabet skulle nedsætte pensionsudbetalingerne. Har selskabet brugt en forsigtig beregningsrente på 2 pct., vil selskabet ikke skulle nedsætte pensionsudbetalingerne i situationen med et faktisk afkast på 2,5 pct. Den forventede opregulering af pensionsudbetalingen vil dog blive reduceret fra 1 til 0,5 pct.

### 3.3.5. Udbetalinger fra egenkapitalen og særlige bonushensættelser

Kunden kan i forbindelse med pensionsudbetalingen modtage et tillæg fra kapitalgrundlaget. Tillægget kan bestå af udlodninger fra egenkapitalen eller særlige bonushensættelser. Det kan enten tilgå kunden som et løbende tillæg til pensionsudbetalingerne, eller selskabet kan overføre et samlet beløb til kundens depot ved pensionering, hvormed tillægget indgår som en del af den beregnede pensionsudbetaling.

Omkring halvdelen af selskaberne oplyser, at de i forbindelse med pensionsudbetalingen også udbetaler et tillæg fra egenkapitalen eller særlige bonushensættelser. Særlige bonushensættelser er den mest udbredte tilgang til at udbetale pensionstillæg.

Særlige bonushensættelser har af historiske årsager udgjort 5 pct. af indbetalingerne i gennemsnitsrenteprodukter. Samme procentsats er også den mest udbredte blandt markedsrenteprodukter med særlige bonushensættelser. Enkelte selskaber har en sats under 5 pct.

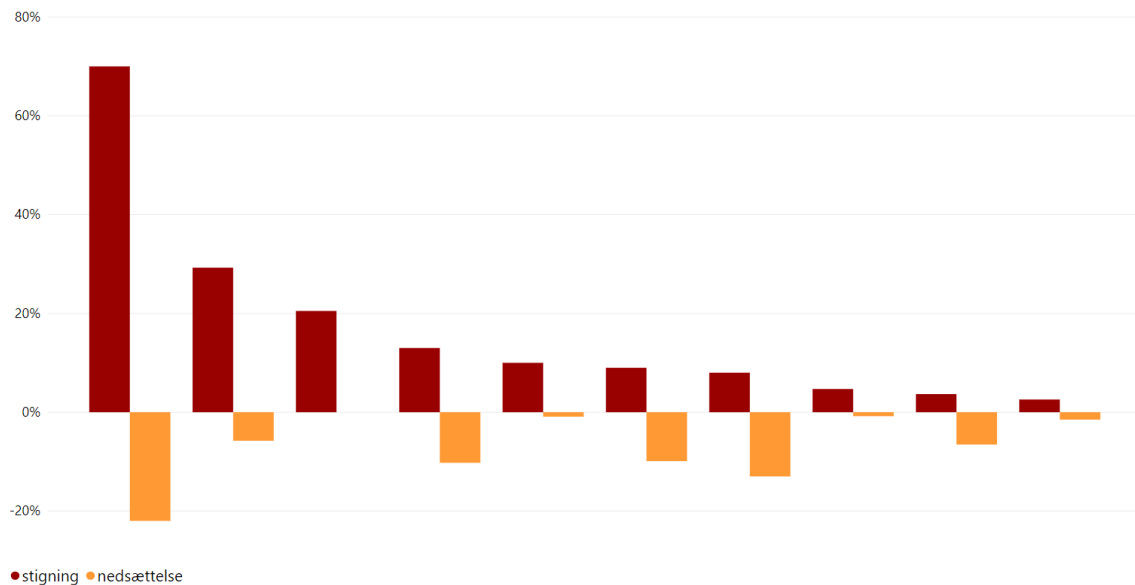
### 3.3.6. Historiske pensionsudbetalinger

Finanstilsynet har bedt selskaberne om at oplyse om de historisk oplevede største fald og stigninger i pensionsudbetalingerne og om udbetalingsforløb ti år tilbage, som er repræsentative for selskabets kunder.

#### *Størrelsen af historiske nedsættelser af og stigninger i pensionsudbetalinger*

Der er stor variation i størrelsen af historiske nedsættelser af og stigninger i pensionsudbetalingerne i selskabernes største produkt. Generelt har der været væsentlig større stigninger end nedsættelser, jf. Figur 14. Figuren viser den største stigning og nedsættelse i selskabernes største produkt. En rød søjle og den efterfølgende orange søjle hører til samme produkt og viser henholdsvis den største stigning og nedsættelse i produktet. Nogle produkter er relativt nye. Nedsættelserne og stigningerne kan derfor være små eller ikkeeksisterende. Nogle produkter har oplevet store nedsættelser eller stigninger, f.eks. fordi en police med et meget lille depot og dermed en meget lille pensionsudbetaling er blevet ramt af en relativt høj omkostningsstigning.

**Figur 14: Historiske nedsættelser af og stigninger i pensionsudbetalinger**



Note: Figuren viser den største stigning og nedsættelse på et enkelt år for ti selskabers største produkt. Figuren indbefatter ikke samtlige produkter på markedet. Det skyldes bl.a. manglende data.  
 Kilde: Indberetning fra selskaber til Finanstilsynet i forbindelse med markedsrenteundersøgelsen.

#### *Udsving i historiske pensionsudbetalinger*

Der er stor forskel på, hvordan udbetalingerne i en række produkter har udviklet sig over en tiårsperiode: Ét produkt er faldet næsten 20 pct., mens et andet er steget næsten 300 pct., jf. Figur 15. Noget af forklaringen skal findes i, at der er forskellig risiko i de viste produkter. Produktet, der er steget mest, er et produkt, hvor kunden selv kan vælge investeringer, og hvor kunden har mulighed for at vælge meget risikofyldte aktiver. Generelt viser figuren dog, at der er store spænd, men at der er en overvægt af stigende udbetalingsprofiler.

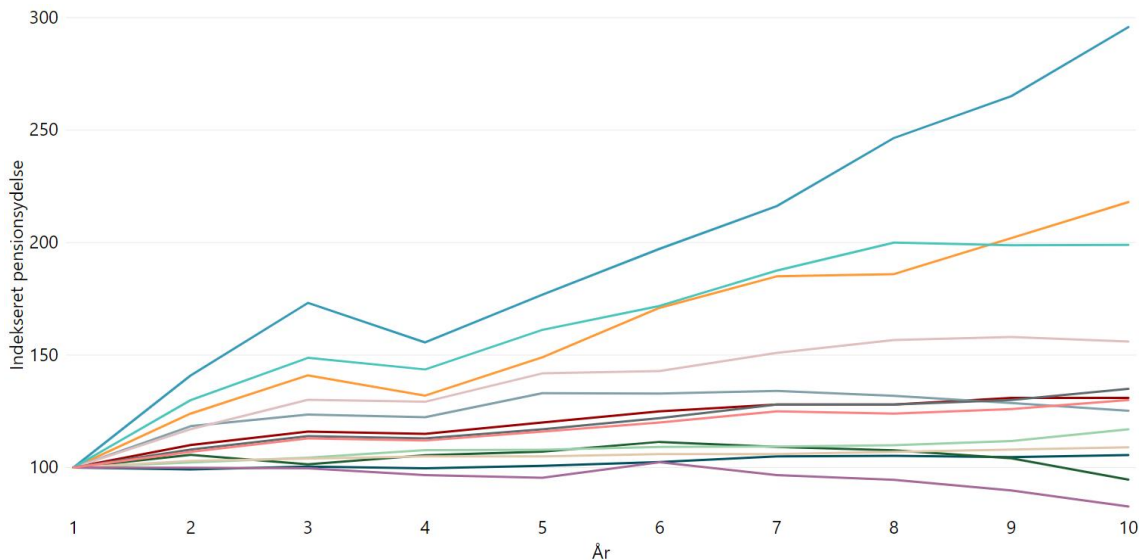
Figur 15 viser den historiske udvikling i pensionsudbetalingerne i forskellige produkter for kunder, som selskaberne anser for repræsentative i de pågældende produkter. I figuren er udbetalingen vist normeret til 100 det første år som pensionist for en 65-årig i 2009. Herefter er det udbetalingen i andet år for den samme pensionist som 66-årig i 2010 osv. Er udbetalingen f.eks. 120 i andet år, betyder det, at udbetalingen er vokset med 20 pct. i forhold til første år. Ikke alle produkter har givet anledning til udbetalinger over ti år. Der er for sammenlignelighedens skyld i figuren kun medtaget produkter, som har ti års historik. Figuren indeholder på den baggrund kun et mindre antal produkter, og disse er ikke nødvendigvis repræsentative for det samlede marked. Der kan være flere årsager til, at udbetalingerne i produkterne udvikler sig, som de gør. Et fald kan både skyldes, at tingene går som forventet (selskabet kan have besluttet faldende udbetalinger gennem valget af parametre) og en udvikling, der ikke er som forventet, f.eks. dårlige afkast eller længere levetider.

Figuren viser, at produkterne til en vis grad udvikler sig ens. Det skyldes formentlig, at der ses på de samme år. Har det f.eks. været et godt år for aktierne, vil produkter med en stor andel aktier sandsynligvis alle være steget. Det kan også skyldes, at nogle af produkterne er fra samme selskab og dermed ligner hinanden sådan, at f.eks. en stor del af aktiverne i selskabets lav- og middlrisikoprodukter er ens.



Figuren viser dog samtidig, at nogle produkter falder, når alle andre stiger, ligesom nogle produkter stiger, når andre falder.

**Figur 15: Historisk udvikling i pensionsudbetalingerne over ti år i udvalgte produkter for repræsentativt valgte kunder**



Note: Figuren viser pensionsudbetalingerne i forskellige produkter for kunder, som selskaberne betragter som repræsentative. Dette inkluderer produkter med forskellige risikoprofiler, produkter med garanti og produkter, hvor kunden vælger investeringer. Finanstilsynet har alene modtaget data med ti års historik på pensionsudbetalinger for få produkter. Disse betragter selskabet som repræsentative for de kunder, der har modtaget pensionsudbetalinger fra det givne produkt.

Kilde: Indberetning fra selskaber til Finanstilsynet i forbindelse med markedsrenteundersøgelsen.

### 3.4. Risikostyring af produktet

Finanstilsynet har spurgt selskaberne om baggrunden for eventuelle ændringer i pensionsudbetalinger, og hvordan de enkelte selskaber måler og styrer risikoen forbundet med produktet.

#### Opsummering af observationer vedrørende risikostyring i forhold til produktet

- Udsving i pensionsudbetalingerne følger bl.a. af de konkrete tab og gevinster på investeringer eller som følge af længere levetider end forventet.
- Selskaberne gør brug af forskellige tilgange til at reducere risikoen i pensionsudbetalingerne. Selskaberne bruger typisk livscyklusjustering eller udjævningsmekanismer. I nogle produkter benytter selskaberne ikke umiddelbart sådanne risikoreducerende foranstaltninger, men kunden har i disse tilfælde typisk mulighed for at vælge mellem forskellige risikoprofiler.
- Selskaberne har typisk fokus på den kortsigtede markedsrisiko i investeringsporteføljen. Omkring halvdelen af selskaberne bruger mere langsigtede opgørelser af risiko og ser på kundens forventede depot ved pensionering. Generelt omfatter disse opgørelser sjældent risikoen for udsving i de konkrete pensionsudbetalinger.
- Der er umiddelbart ingen selskaber, som lader til at styre produkterne ud fra konkrete rammer for den risiko, selskabet ønsker eller kan acceptere i pensionsudbetalingerne.

Ved pensionering modtager kunden første pensionsudbetaling. Pensionsudbetalingerne forventes derefter at fortsætte ud fra den udbetalingsprofil, der er fastsat for produktet. Størrelsen af pensionsudbetalingen vil som udgangspunkt i større eller mindre grad afvige fra det forventede.

### 3.4.1. Produkttegenskaber af betydning for pensionsudbetalingerne

Produktets egenskaber har betydning for det udbetalingsforløb, som den enkelte kunde oplever. Kunden har typisk mulighed for at vælge den overordnede risikoprofil for de tilknyttede investeringer. Det er dog i høj grad selskabet, der fastlægger de konkrete produkttegenskaber, eksempelvis om der skal gøres brug af udjævningsmekanismer, og om pensionsudbetalingerne skal understøtte en sikring af købekraft.

Flere selskaber benytter livscyklusjusteringer eller udjævningsmekanismer eller begge dele for at nedsætte risikoen for, at kunderne oplever udsving eller større fald i pensionsudbetalingerne.

Hvad angår selskabernes største produkt, benytter selskaberne i vid udstrækning livscyklusjusteringer. Derimod bruger alene lidt under halvdelen af selskaberne en udjævningsmekanisme, jf. Tabel 1. Særligt markedsorienterede selskaber bruger ikke udjævningsmekanismer. Enkelte selskaber bruger hverken udjævningsmekanisme eller livscyklusjustering i deres største produkt. Kunden har dog i disse konkrete produkter mulighed for at vælge risikoprofil.

**Tabel 1: Brug af livscyklus og udjævning i selskabers største produkt**

	Med livscyklusjustering	Uden livscyklusjustering
<b>Antal produkter med udjævningsmekanisme</b>	5	1
<b>Antal produkter uden udjævningsmekanisme</b>	6	2

Note: Tabellen dækker samtlige selskabers største markedsrenteprodukt. Selskaberne kan have andre produkter, som ikke har samme egenskaber. Overfører et selskab en kunde fra et markedsrenteprodukt til et gennemsnitsrenteprodukt ved pensionering, er dette placeret som værende et produkt med udjævning.

Kilde: Oplysninger fra selskaber til Finanstilsynet i forbindelse med markedsrenteundersøgelsen.

### 3.4.2. Forhold som påvirker pensionen

I markedsrenteprodukter kan flere forhold påvirke kundens pensionsudbetaling. Ved beregning af pensionsudbetalingen benytter selskabet en række forudsætninger om den forventede udvikling i bl.a. investeringer, levetid og omkostninger. Kunderne kan opleve større eller mindre udsving i pensionsudbetalingerne som følge af disse forudsætninger. Ændringer i pensionsudbetalingen kan f.eks. gennemføres i forlængelse af konkrete realisationer i de enkelte år, som afviger fra det forventede. Kunderne kan desuden opleve ændringer som følge af, at selskabet gennemfører justeringer i de benyttede forudsætninger for at tilpasse selskabets langsigtede forventninger. Begge justeringer medfører som udgangspunkt ændringer af pensionsudbetalingerne.

Det er op til det enkelte selskab, hvornår det konkret gennemfører justeringer i de forudsætninger, der danner udgangspunkt for pensionsudbetalingerne. Nogle selskaber vælger f.eks.

at opdatere og eventuelt ændre pensionsudbetalinger månedligt i takt med, at de oplever de relevante realisationer. De fleste selskaber justerer dog som udgangspunkt alene på årsbasis og afventer udviklingen i de relevante størrelser hen over et helt år. Ved årlige opdateringer kan der blive tale om, at selskabet må foretage større op- eller nedjusteringer på én gang sammenlignet med en løbende justering.

Når selskaberne på den baggrund justerer kundens pensionsudbetalinger, hvilket ifølge besvarelserne typisk sker årligt, kan en genberegning af kundens pensionsudbetaling, f.eks. som følge af længere realiserede levetider end ventet, isoleret set medføre et fald i udbetalingen. Et sådant fald kan i visse situationer opvejes af et afkast, der er bedre end forventet. Det er derfor ikke sikkert, at den enkelte kunde samlet set vil kunne mærke en ugunstig realisation på den udbetalte pension.

De løbende realisationer, som selskabet erfarer, medfører ikke nødvendigvis ændringer i forventningerne til den fremtidige udvikling.

#### *Andre forhold*

Selskaberne angiver, at kunderne særligt har oplevet op- og nedskrivninger i pensionsudbetalingerne som følge af de opnåede investeringsafkast eller justeringer af de forventede levetider. Generelt kan Finanstilsynet dog nævne, at ændringer i selskabets strategier og risikostyringstilgange også medfører justeringer i pensionsudbetalingerne. Det kan f.eks. være tilfældet, hvis selskabet beslutter at justere risikonedtrapningen i et livscyklusprodukt, eller hvis selskabet beslutter at ændre udbetalingsprofilen eller en eksisterende udjævningsmekanisme.

### **3.4.3. Kvantificering og styring af risikoen i pensionsudbetalingerne**

For at belyse kundernes risiko foretager selskaberne forskellige risikomålinger. Risikoopgørelserne giver det enkelte selskab et bedre indblik i, hvilken risiko selskabet påtager sig på vegne af kunderne.

Generelt viser besvarelserne, at selskaberne har fokus på den kortsigtede investeringsrisiko. Det gælder både i opsparings- og udbetalingsfasen, dvs. for forskellige aldersgrupper. En række selskaber opgør den kortsigtede investeringsrisiko på investeringsporteføljen som eksempelvis sandsynligheden for tab på investeringerne målt som Value-at-Risk ved 95 pct. på et års sigt. Nogle selskaber ser også på længere perioder. For nogle selskaber er den kortsigtede investeringsrisiko udgangspunktet for de rammer, som bestyrelsen fastsætter for risikotagning.

En kunde kan opleve risikoen gennem ændringer i pensionsudbetalingerne. Denne risiko er særligt for yngre kunder langsigtet, da pensionen først kommer til udbetaling langt ude i fremtiden. Risikoen for udsving i pensionen er særligt relevant for kunder, der nærmer sig pensionstidspunktet, eller hvis pensionen er under udbetaling. For produkter med udjævning er det typisk i pensionisttilværelsen, at effekten af udjævningsmekanismen viser sig. Risikoen for udsving i pensionen er dog relevant for alle aldre, bl.a. for at kunden kan planlægge sin pensionisttilværelse.

Finanstilsynet observerer, at ud over den kortsigtede investeringsrisiko er selskabernes tilgange til måling af risikoen i pensionsudbetalingerne forskellig og generelt mindre udbredt. Omkring halvdelen af selskaberne gør brug af mere langsigtede opgørelser af risiko. Nogle selskaber måler eksempelvis risikoen for fald i pensionsopsparingen frem mod og på pensioneringstidspunktet. Enkelte selskaber opgør desuden risikoen for nedsættelser af pensionsudbetalingerne for en kunde, som bliver pensioneret i dag. Selskaberne bruger bl.a. disse opgørelser som konsekvensanalyser af strategiske beslutninger eller til løbende belysning af, hvilken risiko der aktuelt er taget.

Flere selskaber med produkter, der ikke er omfattet af udjævningsmekanismer, oplyser, at risikoen i pensionsudbetalingerne i høj grad svarer til risikoen i investeringsporteføljen. Nogle selskaber forklarer, at dette er årsagen til, at der ikke sker en særskilt risikomåling i forhold til pensionsudbetalingerne.

Finanstilsynet observerer generelt, at investeringsrisici er fokus i de forskellige risikomålinger. Kun enkelte selskaber inkluderer risikoen for f.eks. stigende levetider.

Umiddelbart giver besvarelserne indtryk af, at ingen selskaber styrer produkterne ud fra konkrete rammer for den risiko, der kan accepteres eller ønskes i kundernes pensionsudbetalinger.

#### **4. Finanstilsynets fokus**

De pensionsopsparinger, som selskaberne forvalter, vil for mange kunder komme til at udgøre en vigtig del af forsørgelsesgrundlaget i alderdommen. For andre vil det i højere grad udgøre en supplerende indtægt i pensionisttilværelsen. Pensionsudbetalingerne vil dog for størstedelen af kunderne i et eller andet omfang skulle erstatte en stabil arbejdsindtægt. Der er derfor tale om produkter, der spiller en væsentlig rolle for den enkelte kunde. Finanstilsynet finder, at det er vigtigt, at selskaberne løbende har fokus på, om produkterne opfylder formålet med pensionsopsparingen og er passende til den givne kundegruppe.

Finanstilsynet vurderer desuden, at det er væsentligt at sætte fokus på, at særligt udbetalingsforløbet i de nyere markedsrenteprodukter som udgangspunkt er anderledes end det, der kendes fra de traditionelle garanterede pensionsprodukter. Pensionsudbetalingerne kan ikke på samme måde forventes at være stabile, og for visse produkter kan de enkelte udbetalinger variere en del i størrelse henover udbetalingsforløbet. Finanstilsynet anerkender, at de nyere ugaranterede pensionsprodukter giver god mulighed for at påtage sig større risiko med deraf følgende forventning om højere afkast til kunderne og alt andet lige højere pensionsudbetalinger. Finanstilsynet vurderer dog, at kunderne til gengæld som udgangspunkt får en pensionsordning forbundet med større uforudsigelighed i de årlige pensionsudbetalinger. Denne uforudsigelighed afhænger dog af, hvordan det konkrete produkt er sammensat.

Finanstilsynet ønsker at komme tættere på selskabernes håndtering af markedsrenteprodukterne. Finanstilsynets fokusområder kan opdeles i tre overordnede dele:

- 1. Bestyrelsens stillingtagen til og fastsættelse af de ønskede produkttegenskaber i lyset af målgruppen for produktet**

2. Selskabets governance og risikostyring i forhold til det definerede produkt
3. Selskabets kommunikation til kunderne om produktet og dets risici.

Finanstilsynet vurderer, at disse fokusområder er væsentlige for at sikre en god forbrugerbeskyttelse.

#### 4.1. Fokusområde 1: Bestyrelsens stillingtagen til produktegenskaber

Finanstilsynet vil have fokus på at sikre, at bestyrelserne i tilstrækkelig grad tager stilling til de ønskede produktegenskaber for de enkelte målgrupper for produkterne.

Det er som udgangspunkt op til bestyrelsen i det enkelte selskab at beslutte, hvilke egenskaber der skal kendetegne det udbudte markedsrenteprodukt. Finanstilsynet finder, at der er behov for, at bestyrelsen i den forbindelse tager klart stilling til de ønskede produktegenskaber, så selskaberne har et udgangspunkt for, hvordan produkterne og kundernes risici skal styres. Det indebærer, at bestyrelserne f.eks. tager stilling til udbetalingsforløbet, herunder hvordan udbetalingsprofilerne skal være, dvs. om pensionsudbetalingerne forventes at stige eller falde over årene, og til, hvilken risiko og stabilitet der skal være i pensionsudbetalingerne henover udbetalingsforløbet. Der er behov for, at bestyrelserne tager stilling til, om og hvordan de risici, der er forbundet med markedsrenteprodukter, skal mindskes, eksempelvis om selskaberne skal benytte udjævningsmekanismer eller livscyklusjustering i forhold til investeringerne.

Finanstilsynet finder, at det er vigtigt, at bestyrelserne fastsætter risikotolerancegrænser med udgangspunkt i kundernes risiko for udsving i pensionen for at opnå en tydeligere definition af produktet og dets egenskaber.

#### 4.2. Fokusområde 2: Governance og risikostyring

Finanstilsynet vil have fokus på, at selskaberne sikrer god governance og risikostyring i forhold til det besluttede produkt, og på, at selskaberne sikrer overholdelse af prudent personprincippet for investeringerne. Det skal bl.a. ske ved at tage afsæt i det, som kunderne er stillet i udsigt, og med afsæt i produktet og de egenskaber, der er besluttet og kommunikeret til kunderne.

Finanstilsynet finder det centralt, at selskaberne i risikostyringen inddrager alle de risici, som kunderne bærer på både kort, mellemlangt og langt sigt – og dermed i hele produktets levetid.

I det følgende gennemgås nogle af de områder, som understøtter et sådant fokus.

##### *Risikostyring med inddragelse af kundens risiko*

Finanstilsynet vurderer, at det er i kundernes interesse, at kundernes risiko i markedsrenteprodukter generelt indgår i selskabernes risikostyring. Finanstilsynet har dermed fokus på, at selskaberne ikke blot identificerer, måler, styrer, overvåger mm. deres egne risici, men også kundernes risici. Fokus vil være på, hvordan selskaberne sikrer en tilstrækkelig styring af alle de risici, som kunderne bærer, og at dette sker i overensstemmelse med det besluttede produkt og det, kunderne er stillet i udsigt.

Finanstilsynet vil i den forbindelse bl.a. se på, hvilke risikoopgørelser og følsomhedsanalyser selskabet benytter for at belyse risikoen for og størrelsesordenen af et fald i pensionsudbetalingerne. Finanstilsynet vil også se på, hvordan bestyrelsen fastsætter rammer i forhold til kundernes risici.

#### *Investeringer i produkter med og uden livscyklusjusteringer*

Finanstilsynet vil øge fokus på de metoder og forudsætninger, som selskaberne gør brug af, når de beslutter investeringsstrategier og planlægger investeringer. Fokus vil desuden være på selskabernes baggrund for den valgte risiko og det forventede afkast i forhold til det enkelte produkts egenskaber og det, som kunderne er stillet i udsigt.

Finanstilsynet vurderer, at der i markedsrenteprodukter kan være en øget risiko forbundet med illikvide investeringer. En sådan risiko følger bl.a. af en typisk større andel i illikvide investeringer, brugen af livscyklusjusteringer, eventuel mulighed for kunden til løbende at vælge om til et andet produkt eller en anden risikoprofil samt, i forlængelse af dette, muligheden for at skifte til et andet selskab. Finanstilsynet vurderer, at mange illikvide aktiver er forbundet med en større usikkerhed i forhold til den løbende værdiansættelse. Værdiansættes investeringsaktiverne ikke på et tilstrækkeligt informeret og opdateret grundlag, kan f.eks. en justering af investeringsallokeringen mellem aldersgrupper i et livscyklusprodukt medføre, at nogle kunder køber eller sælger aktiver for dyrt eller billigt. Finanstilsynet har derfor særligt fokus på risikoen for omfordeling som følge af risikoen forbundet med værdiansættelsen.

Finanstilsynet vil desuden både have fokus på, hvordan selskaberne styrer likviditeten i de illikvide investeringer, og på, hvordan de styrer det samlede omfang af illikvide investeringer i investeringsporteføljen. Finanstilsynet vil også se på, hvilke styringsværktøjer selskaberne bruger til risikostyring i forhold til illikvide investeringer, og på den generelle likviditetsstyring af ind- og udgående betalinger, f.eks. om selskabet finder det relevant at foretage forskellige stresstest. Finanstilsynet er opmærksomt på, at der generelt er flere kunder i opsparings- end udbetalingsfasen.

Produkter uden livscyklusjusteringer, dvs. hvor kunden som udgangspunkt har et produkt med samme investeringsportefølje gennem hele løbetiden af produktet, kan medføre risiko for, at pensionen på længere sigt ikke forrentes bedst muligt, eller for, at kunden oplever meget ustabile pensionsudbetalinger. Det skyldes, at der for unge er risiko for, at der ikke tages tilstrækkelig risiko, hvilket medfører et tilhørende lavt forventet afkast. For ældre er der risiko for, at risikoniveauet er for højt i forhold til at sikre stabile pensioner. Finanstilsynet vil, hvor det er relevant, inddrage denne problemstilling.

Finanstilsynet finder, at brugen af livscyklusjusteringer kan ses som udtryk for, at selskaberne har overvejet, hvilket risikoniveau der forekommer passende til en given aldersgruppe. Selskaberne anvender dermed en form for risikoreduktion over alder og forsøger at vælge et risikoniveau, som for alle aldersgrupper sikrer bedst muligt afkast.

Finanstilsynet vurderer, at der er forhold, som selskaberne skal være opmærksomme på, når de benytter livscyklusjusteringer. Finanstilsynet vil bl.a. se på, hvordan selskaberne håndterer, at livscyklusjusteringen for forskellige aldersgrupper sker på en hensigtsmæssig måde. Det gælder f.eks. i forhold til risikoniveauet og likviditeten af investeringsporteføljen ved en given alder og i forhold til, om risikonedtrapningen sker koncentreret på enkelte tidspunkter,

sådan at der kan være øget risiko for tab som følge af eventuelle udsving i de finansielle markeder.

#### *Produkter med udjævningsmekanismer*

Brugen af udjævningsmekanismer indebærer, at selskaberne arbejder med et vist fokus på at sikre stabilitet i pensionsudbetalingerne. Formålet med at bruge udjævningsmekanismer er at skabe en lavere risiko for fald i pensionsudbetalingerne. Den underliggende risiko forsvinder dog ikke, og selv ved produkter med udjævningsmekanismer kan risikoen slå igen med justeringer af pensionsudbetalingerne til følge. Hvor meget stabilitet, der kan opnås, afhænger af den konkrete tilgang til udjævning.

Selskaberne benytter forskellige udjævningsmekanismer med forskellige beskyttelsesniveauer. Finanstilsynet vil fremover have fokus på de konkrete udjævningsmekanismer i selskaberne og på, hvordan styringen af disse er tilrettelagt i forhold til den stabilitet, som selskabet ønsker.

I en udjævningsmekanisme tilbageholder selskabet typisk opsparingsmidler, der ellers ville være udbetalt som pension. Det medfører risiko for, at kunden dør fra en større del af sin opsparing. Finanstilsynet vil have fokus på, at udjævningsmekanismer er udformet på en måde, som sikrer rimelig behandling af kunderne, så de f.eks. ikke dør fra uforholdsmæssigt mange midler.

#### *Overvågning og sikring af sammenhæng mellem besluttede produkttegenskaber og styring af pensionsudbetalinger*

Finanstilsynet finder, at selskaberne skal sikre sammenhæng mellem de besluttede produkttegenskaber og styringen af produktet. De forudsætninger, selskaberne benytter til fastsættelse af pensionsudbetalingerne, skal understøtte bestyrelsens overordnede beslutninger om produkttegenskaber, og selskaberne skal løbende overvåge, at dette er tilfældet. Risikoen ved ikke at sikre sammenhæng mellem det, som bestyrelsen har besluttet, og styringen heraf, er f.eks., at kunden kan opleve en anden udbetalingsprofil end den, som bestyrelsen har besluttet, og som selskabet har kommunikeret til kunden.

Finanstilsynet vil have fokus på, at selskaberne sikrer en systematisk overvågning af de forudsætninger, de benytter i beregningsgrundlaget og i eventuelle udjævningsmekanismer. Fokus vil desuden være på, hvilke processer og rammer selskaberne har opsat i forhold til eventuelt at ændre de forudsætninger, som de benytter til at fastsætte pensionsudbetalingerne, og hvordan de sikrer, at konsekvenserne af beslutninger i den forbindelse er gennemskuelige.

Finanstilsynet vil endelig have fokus på beregningsgrundlaget og dermed de forudsætninger, som selskaberne benytter til at fastsætte pensionsudbetalingerne, og som er anmeldt til Finanstilsynet, jf. § 20 i lov om finansiel virksomhed og bekendtgørelse om anmeldelse af det tekniske grundlag m.v. for livsforsikringsvirksomhed.

### **4.3. Fokusområde 3: Kommunikation**

Finanstilsynet vil have fokus på, at selskaberne sikrer grundig kommunikation til kunderne om produkterne og de risici, der knytter sig til dem.

Finanstilsynet har i en undersøgelse, der blev offentliggjort i januar 2020<sup>4</sup>, set på, hvordan selskaberne kommunikerer om markedsrenteprodukter og de risici, som kunderne bærer i disse produkter. Finanstilsynet konkluderer blandt andet, at selskaberne ikke beskriver usikkerheden ved produkterne særligt tydeligt. Selskaberne kommunikerer eksempelvis usikkerheden ved prognoser dårligt, hvis overhovedet. På samme måde er der kun meget sparsom information om den økonomiske risiko ved forøgede levetider.

Finanstilsynet er opmærksom på, at materialet i undersøgelsen stammer fra 2017. Der kan derfor være sket en udvikling, idet Forsikring & Pension efterfølgende har lanceret nye initiativer til at sikre god information til kunderne om deres pensionsordninger.

Finanstilsynet forventer at følge op med en ny undersøgelse i 2021, som bl.a. skal inddrage effekterne af de nye initiativer fra Forsikring & Pension. Det er vigtigt, at selskaberne løbende har fokus på at informere pensionstagerene fyldestgørende om de risici, der er forbundet med pensionsprodukterne. Det gælder særligt i forhold til pensionsprodukter, hvor udbetalingerne kan svinge, og hvor kunden bærer risikoen ved disse udsving.

---

<sup>4</sup> Finanstilsynets rapport om information om privatisering af risici i markedsrenteprodukter: [https://www.finanstilsynet.dk/Tal-og-Fakta/Rapporter/2020/Pension\\_privatisering\\_af\\_risiko\\_210120](https://www.finanstilsynet.dk/Tal-og-Fakta/Rapporter/2020/Pension_privatisering_af_risiko_210120).



## Bilag A: Liste over figurer og tabeller

### *Figurer*

Figur 1: Udbetalingsform i markedsrenteprodukter fordelt på alder .....	11
Figur 2: Udviklingen i middelelevetid og renteniveau .....	12
Figur 3: Udviklingen af nutidsværdi af 1 kr. årlig udbetaling fra alder 65 til død .....	12
Figur 4: Udviklingen i markedsrenteprodukter, hensættelser og præmier .....	12
Figur 5: Andel af formuen i markedsrente- og gennemsnitsrenteprodukter fordelt på alder .....	13
Figur 6: Aktivfordelingen i henholdsvis gennemsnitsrente- og markedsrenteprodukter i 2018 .....	14
Figur 7: Det gennemsnitlige vægtede afkast for alle selskaber fordelt på produkt 2016-2018.....	14
Figur 8: Antal produkter fordelt på selskabernes risikoklassifikation .....	16
Figur 9: Markedsrisiko for 8 selskaber, som anvender livscyklusjusteringer i selskabets største markedsrenteprodukt .	21
Figur 10: Markedsrisiko for ti selskabers største produkt.....	22
Figur 11: Markedsrisiko for produkter med livscyklusjustering klassificeret med middel risiko .....	23
Figur 12: Markedsrisiko for produkter uden livscyklusjusteringer klassificeret med middel risiko .....	24
Figur 13: Markedsrisiko for produkter klassificeret med lav, middel eller høj risiko .....	25
Figur 14: Historiske nedsættelser af og stigninger i pensionsudbetalinger .....	32
Figur 15: Historisk udvikling i pensionsudbetalingerne over ti år i udvalgte produkter for repræsentativt valgte kunder .	33

### *Tabeller*

Tabel 1: Brug af livscyklus og udjævning i selskabers største produkt .....	34
---	----

## **Bilag B: Liste over markedsorienterede og ikkemarkedsorienterede selskaber**

Et markedsorienteret selskab udbyder produkter til individuelle virksomheder og privatpersoner, mens et ikkemarkedsorienteret selskab primært udbyder sine produkter på baggrund af kollektive overenskomster.

### *Markedsorienterede selskaber med markedsrenteprodukter*

- AP PENSION LIVSFORSIKRINGSAKTIESELSKAB
- Danica Pension
- PFA PENSION, FORSIKRINGSAKTIESELSKAB
- PKA+Pension forsikringsselskab A/S
- Skandia Link Livsforsikring A/S
- Topdanmark Livsforsikring A/S
- Velliv, Pension & Livsforsikring A/S

### *Ikkemarkedsorienterede selskaber med markedsrenteprodukter*

- Danske civil- og akademiingeniørers Pensionskasse
- Industriens Pensionsforsikring A/S
- MP Pension
- PensionDanmark
- Pensionskassen for teknikum- og diplomingeniører
- Pædagogernes Pension - pensionskassen for pædagoger
- Sampension Livsforsikring A/S

## **Bilag C: Forudsætninger for brugen af selskabernes oplysninger om data**

Finanstilsynet kategoriserer i hele rapporten data ud fra de oplysninger, som selskaberne har leveret i forbindelse med undersøgelsen. I tilfælde af manglende informationer har Finanstilsynet indhentet tilgængelige informationer om produkter fra selskabernes hjemmesider. I de risikofigurer, der præsenteres i rapporten, er produkter, hvor kunden selv har mulighed for at vælge konkrete investeringer eller investeringsfonde, ikke medtaget.

Rapporten bygger bl.a. på de indsendte indberetninger fra selskaberne i forbindelse med undersøgelsen. Finanstilsynet tager forbehold for fejl i de indsendte data fra selskaberne. Data har dog gennemgået visse valideringer og kontroller, og Finanstilsynet vurderer derfor, at tallene er retvisende. Data er dog afgivet på et gradueringsniveau, som Finanstilsynet ikke tidligere har modtaget. Det er derfor ikke alle oplysninger, der kan verificeres.

Ved brugen af data til at vise investeringsrisiko over kunders alder er det for de selskaber, hvor alderen er sat i forhold til kundens pensionering, forudsat, at kunder i alle aldre pensioneres ved alder 65.

Produkter, hvor kunden automatisk overgår til et gennemsnitsrenteprodukt ved pensionering, indgår ikke i figurer i afsnit om investeringer og udbetalinger.

I undersøgelsen arbejdes der med aldre i spændet 30-90 år. Som udgangspunkt har selskaberne indberettet en investeringsrisiko for hver enkelt alder. Dækker de indberettede data ikke hver enkelt alder i hele aldersspændet 30-90 år, antages det i rapporten, at risikoen er den samme for de enkelte aldre fra alder 30 til første oplyste datapunkt. Det samme gælder fra det sidst oplyste datapunkt til alder 90.

Er et produkt indberettet med investeringsrisiko fordelt på aldersintervaller i stedet for enkelte aldre, er det antaget, at investeringsrisikoen er konstant indenfor intervallerne.

For aldre, hvor der ikke er oplyst en risiko, antages det i rapporten, at risikoen er den samme som for den foregående alder.

De foretagne antagelser er ikke nødvendigvis i overensstemmelse med den praksis, selskaberne har for de enkelte produkter. Derfor kan selskabernes faktiske livscyklusjustering i produkterne afvige fra den, der er fremstillet i de viste figurer i rapportens afsnit 3.2.

I forhold til data på konkrete udbetalingsprofiler ses der i rapporten på selskabets egne valg af repræsentative historiske udbetalinger. Finanstilsynet har ikke indberetninger eller informationer, som kan udfordre disse valg og verificere, om de er repræsentative for de pensionsudbetalinger, som selskabets kunder har modtaget. Data relateret til historiske udbetalinger er begrænset af, at der for mange markedsrenteprodukter endnu ikke har været en periode på ti år med pensionsudbetalinger.