



# Sund konkurrence i pensionsbranchen

- afkast og omkostninger belyst med F&Ps regnskabsdatabase

**ANALYSERAPPORT 2020:4**

Forfatter:  
Helena Sahlholdt Fuglsbjerg & Andreas Østergaard Nielsen

**Forsikring  
& Pension**

## Indhold

|                                                             |   |
|-------------------------------------------------------------|---|
| Indledning og sammenfatning.....                            | 2 |
| Sammenhængen mellem afkast og investeringsomkostninger..... | 3 |
| Årlige afkast og omkostninger .....                         | 5 |

## Indledning og sammenfatning

Der er en sund konkurrence mellem pensionsselskaberne i Danmark. Det er det billede, som tegner sig, når man ser på sammenhængen mellem investeringsafkast og omkostninger i pensionsbranchen. Det er kun en blandt flere tilgange til at belyse konkurrencen på et marked. Men det er en relevant målestok, fordi markedet for pensionsordninger adskiller sig grundlæggende fra andre markeder.

Langt hovedparten af pensionsopsparingen sker i arbejdsmarkedspensioner, hvor alle centrale forhold så som opsparingsprocent og pensionsudbyder er fastlagt i overenskomsterne mellem arbejdsmarkedets parter. Hertil kommer firmapensionsordninger, hvor det typisk er arbejdsgiveren, der vælger pensionsselskab for sin virksomhed efter en udbudsrunde. Det giver et marked med stor konkurrence. Denne konkurrence har en afsmittende effekt på arbejdsmarkedspensionskasserne, der vanskeligt kan have højere omkostninger eller lavere afkast end kommercielle pensionsselskaber, uden at der vil komme et pres fra medlemmerne.

Selskabernes investeringsomkostninger er en vigtig konkurrenceparameter. Kapitalforvaltningen i pensionsbranchen er effektiv, hvis højere investeringsomkostninger i nogle selskaber afspejler, at en investeringsstrategi, der er forbundet med højere omkostninger, også resulterer i et højere bruttoafkast. Tilsvarende har selskaber med en investeringsstrategi med lavere omkostninger også et lavere bruttoafkast. Resultaterne i analysen indikerer, at kapitalforvaltningen er effektivt.

Konkurrencesituationen i pensionsbranchen analyseres over perioden 2016 til 2019 samt præsenterer centrale tal for afkast og omkostninger baseret på Forsikring & Pensions nye regnskabsdatabase. Hovedresultaterne viser:

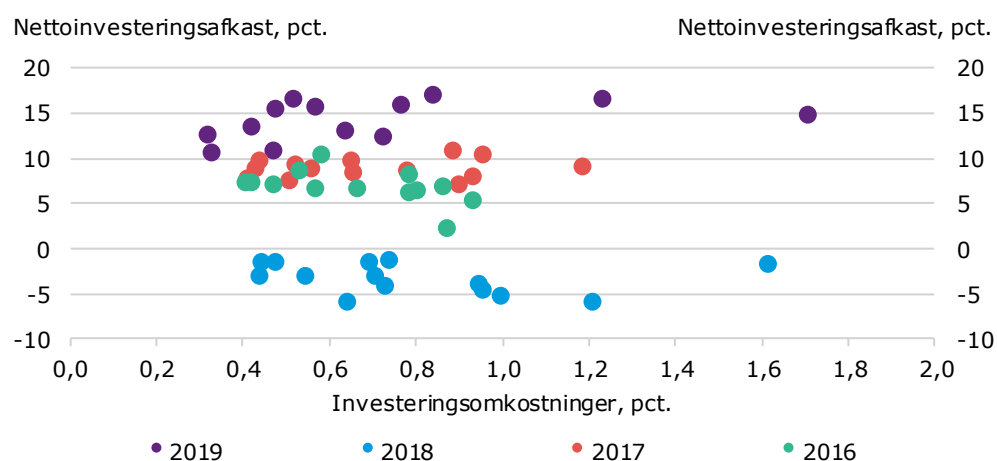
- Resultaterne af en statistisk model, som estimerer sammenhængen mellem investeringsafkast og -omkostninger, viser, at nettoinvesteringsafkastet og omkostningerne ikke korrelerede, mens der omvendt er en positiv korrelation mellem bruttoinvesteringsafkastet og investeringsomkostningerne. Nettoinvesteringsafkastet er et mål for afkast efter omkostninger.
- Estimatet, der udtrykker sammenhængen mellem investeringsafkastet efter omkostninger (nettoinvesteringsafkastet) og investeringsomkostninger, er ikke statistisk signifikant forskellig fra 0. Afkastet efter omkostninger er ikke korreleret med investeringsomkostningerne.
- Ligeledes er estimatet, der udtrykker sammenhængen mellem bruttoinvesteringsafkast og investeringsomkostninger, ikke statistisk signifikant forskellig fra 1. Det indikerer, at selskaber med højere omkostninger i gennemsnit opnår højere afkast før omkostninger.
- Perioden 2016-2019 har været præget af stor variation i investeringsafkastet fra år til år. Branchens gennemsnitlige nettoinvesteringsafkast var i 2019 ca. 12 pct. og 14 pct. for henholdsvis gennemsnits- og markedsrenteprodukter, mens det tilsvarende var -0,6 pct. og -3,1 pct. i 2018.
- Forskellene i afkastet fra år til år skyldes hovedsageligt forskelle i afkastet på de finansielle markeder. 2019 var fx et rigtig godt år for aktiemarkederne med meget store afkast, mens det modsatte var tilfældet i 2018.
- Omkostningerne på tværs af pensionsselskaber har været faldende de seneste fire år. I 2019 var branchens ÅOP 0,91 pct. og 0,81 pct. for henholdsvis gennemsnits- og markedsrenteprodukter. Det er det laveste niveau i perioden 2016-2019.

## Sammenhængen mellem afkast og investeringsomkostninger

Pensionsselskaberne har forskellige investeringsstrategier, og deres investeringsporteføljer er sammensat forskelligt. Der kan samtidig være forskellige omkostninger forbundet med forskellige investeringsstrategier. Aktivt forvaltede porteføljer, som blandt andet kan bestå af unoterede aktiver, vil typisk have højere investeringsomkostninger sammenlignet fx investeringer i passivt forvaltede fonde eller indeks. Både aktive og passive investeringsstrategier kan eksistere side om side, hvis højere omkostninger i nogle investeringer afspejler et højere forventet afkast. Det kan samtidig være et tegn på, at kapitalforvaltningen i branchen er effektiv og præget af konkurrence. Det vil blandt andet være tilfældet, hvis der ikke er selskaber, der systematisk kan præstere investeringsafkast, som er bedre eller ringere end resten af branchen. I den situation er bruttoinvesteringsafkastet korreleret med investeringsomkostningerne, mens nettoinvesteringsafkastet tilsvarende ikke vil være korreleret med investeringsomkostningerne. Det betyder, at hypotesen om effektive markeder afspejler sig i en positiv, proportional sammenhæng mellem bruttoinvesteringsafkastet og investeringsomkostningerne, mens der tilsvarende ikke er nogen systematisk sammenhæng mellem nettoinvesteringsafkastet og investeringsomkostningerne.

Nettoinvesteringsafkastet varierer fra år til år, men inden for et år er der mindre variation mellem selskaberne. Samlet set tegner der sig et billede af, at der ikke umiddelbart er en systematisk sammenhæng mellem nettoinvesteringsafkast og investeringsomkostninger, jf. figur 1.

**Figur 1. Sammenhæng mellem nettoinvesteringsafkast og investeringsomkostninger for markedsrenteprodukter, 2016-2019**



Anm.: Opgørelsen vedrører markedsrenteprodukter. Investeringsomkostninger er opgjort i pct. af selskabets hensættelser.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af Forsikring & Pensions regnskabsdatabase.

Forsikring & Pension har tidligere udgivet analysen "Sammenhæng mellem afkast og investeringsomkostninger", som analyserer korrelationen mellem investeringsafkast- og omkostninger i perioden 2012-2018 på baggrund af data fra sammenligningstjenesten Fakta om pension. Resultaterne indikerede, at kapitalforvaltningen i den danske pensionsbranche er effektiv.

I det følgende belyses konkurrencesituationen ved at gentage analysen for perioden 2016-2019 på baggrund af regnskabsoplysninger for markedsrenteprodukter

fra Forsikring & Pensions regnskabsdatabase. Forsikring & Pension har etableret en regnskabsdatabase for forsikrings- og pensionsbranchen for at kunne beskrive branchen på baggrund af centrale nøgletal og udarbejde analyser af udviklingen i branchen, jf. boks 1.

### Boks 1. Forsikring & Pensions Regnskabsdatabase

Forsikring & Pension har etableret en regnskabsdatabase, som bl.a. indeholder data om afkast og omkostninger på selskabsniveau for danske livsforsikringsselskaber og pensionskasser (firmapensionskasser medtages ikke). Regnskabsdatabasen består specifikt af oplysningerne fra selskabernes årsregnskaber, som indberettes til Finanstilsynet, samt selskabernes metodebeskrivelser vedr. beregning af ÅOK og ÅOP.

Formålet med regnskabsdatabasen er at bidrage med transparens og understøtte analyser om forsikrings- og pensionsbranchen. I denne analyses præsenteres fx omkostningsnøgletal fordelt på hhv. gennemsnit- og markedsrenteprodukter på brancheniveau og på tværs af selskaberne. Regnskabsdatabasen indeholder også regnskabsoplysninger fra skadesforsikringsselskaber og er fortsat under opbygning og udbygning.

Resultaterne i denne analyse indikerer, at kapitalforvaltningen i pensionsbranchen er effektiv. Sagt på en anden måde tyder resultaterne på, at nettoinvesteringsafkastet og omkostningerne er ukorrelerede, mens der omvendt er en positiv korrelation mellem bruttoinvesteringsafkastet og investeringsomkostningerne. Det skyldes, at det ikke kan afvises, at korrelationen nettoinvesteringsafkastet og investeringsomkostningerne er 0, mens det ligeledes ikke kan afvises, at bruttoinvesteringsafkastet og investeringsomkostningerne er korrelerede.

Analysen er baseret på to modeller, som adskiller sig ved at analysere sammenhængen mellem nettoinvesteringsafkast henholdsvis bruttoinvesteringsafkast og investeringsomkostningerne, jf. boks 2.

I den først model, hvor den afhængige variabel er nettoinvesteringsafkastet, er estimatet til investeringsomkostningerne 0,36. Estimatet er ikke statistisk signifikant forskellig fra 0. I den anden model, hvor den afhængige variabel er bruttoafkastet, er estimatet til investeringsomkostningerne 1,5. Estimatet er ikke statistisk signifikant forskellig fra 1, jf. tabel 1.

**Tabel 1. Sammenhæng mellem afkast og omkostninger, 2016-2019**

|                          | Nettoafkast |                    | Bruttoafkast |                    |
|--------------------------|-------------|--------------------|--------------|--------------------|
|                          | Estimat     | Estimat=0, p-værdi | Estimat      | Estimat=1, p-værdi |
| Investeringsomkostninger | 0,364       | 0,529              | 1,485        | 0,396              |
|                          | Estimat     | Estimat=0, p-værdi | Estimat      | Estimat=0, p-værdi |
| Dummy 2017               | 1,979       | 0,002              | 1,932        | 0,002              |
| Dummy 2018               | -10,245     | 0,000              | -10,293      | 0,000              |
| Dummy 2019               | 7,317       | 0,000              | 7,304        | 0,000              |
| Konstant                 | 6,479       | 0,000              | 6,587        | 0,000              |

Anm.: Analysen er udarbejdet for markedsrenteprodukter, og året 2016 er valgt som reference-år. Der indgår 55 observationer. Datasættet er ikke balanceret, fordi ikke alle selskaber indgår alle år. For nettoafkastet er det testet, om estimatet er forskellig fra 0. For bruttoafkastet der tilsvarende testet, om estimatet er forskellig fra 1.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af Forsikring & Pensions regnskabsdatabase.

Det bemærkes, at der er en vis usikkerhed forbundet med koefficienterne til investeringsomkostninger. Det skyldes blandt andet, at datagrundlaget er begrænset til en fireårig periode.

## Boks 2. Metode

Analysen bygger på egne beregninger fra Forsikring & Pensions regnskabsdatabase, specifikt brutto- og nettoinvesteringsafkast samt investeringsomkostninger i pct. af hensættelserne for markedsrenteprodukter over årene 2016-2019. Der opstilles følgende to regressionsmodeller:

$$(1) \text{ Nettoinvesteringsafkast} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Investeringsomkostninger} + \beta_2 D_{\text{år}} + \varepsilon$$

$$(2) \text{ Bruttoinvesteringsafkast} = \delta_0 + \delta_1 \text{ Investeringsomkostninger} + \delta_2 D_{\text{år}} + \gamma$$

Modellerne giver hver især anledning til at undersøge følgende hypoteser:

Model 1:  $H_0: \beta_1 = 0$ ,  $H_1: \beta_1 \neq 0$  som betyder, at under  $H_0$  kan selskabernes ikke præstere et nettoinvesteringsafkast, som systematisk er større end omkostningerne forbundet med at tilvejebringe afkastet.

Model 2:  $H_0: \beta_1 = 1$ ,  $H_1: \beta_1 \neq 1$  som betyder, at under  $H_0$  kan selskabernes ikke præstere et bruttoinvesteringsafkast, som systematisk er forskellig fra omkostningerne forbundet med at tilvejebringe afkastet.

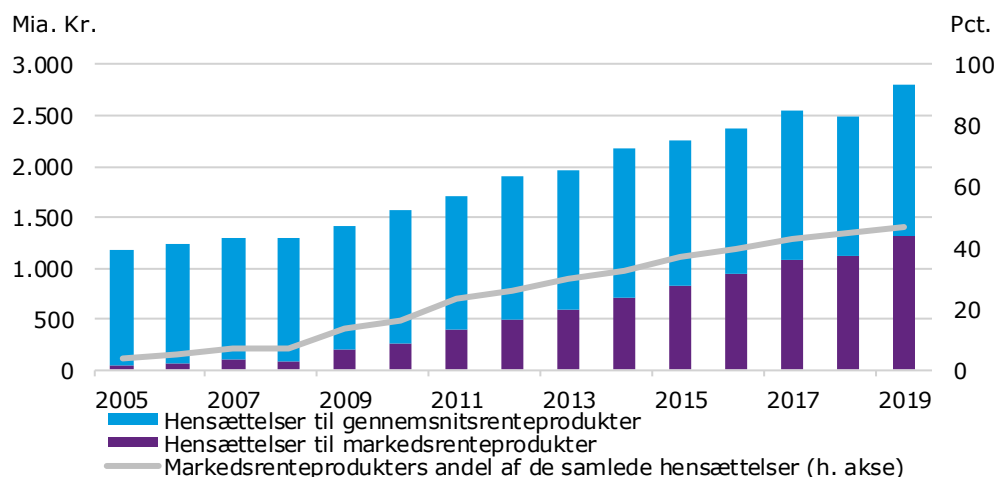
Et effektivt kapitalmarked præget af sund konkurrence er foreneligt med nulhypoteserne i de to modeller.

## Årlige afkast og omkostninger

Historisk set er den danske pensionsbranche kendetegnet ved, at gennemsnitsrenteprodukter med garanti har været det dominerende produkt. Gennemsnitsrenteproduktet dominerer fortsat hensættelserne i 2019 til trods for, at der gradvist sker et skift fra gennemsnitsrenteprodukter til markedsrenteprodukter, fordi de fleste pensionsindbetalinger i dag sker til markedsrenteprodukter.

Ud af de samlede hensættelser udgør hensættelserne til markedsrenteprodukter 47 pct. i 2019, jf. figur 2.

**Figur 2. Udviklingen i hensættelser fordelt på produkttype, 2005-2019**



Anm.: Firmapensionskasser indgår i de samlede hensættelser.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af Forsikring & Pensions regnskabsdatabase og Finanstilsynet.

Afkastet i pensionsbranchens varierer betydeligt fra år til år. Det skyldes blandt andet variationen i afkastet på de aktiver, som pensionsselskaberne investerer i. Nogle aktiver i investeringsporteføljen, som fx aktier, er mere volatile end andre, som fx obligationer eller ejendomsinvesteringer. Forskellene i afkast fra år til år er hovedsageligt drevet af udviklingen på de finansielle markeder. Omkostningerne forbundet med at forvalte pensionsopsparingen består overordnet af investeringsomkostninger og administrationsomkostninger. Investeringsomkostningerne udgør den største del af omkostningerne.

Pensionsopsparingen kan overordnet placeres i to produkttyper. Gennemsnitsrente- og markedsrenteprodukter. For begge produkter er det også muligt at tilkøbe en garanti, der sikrer en givet afkast, jf. boks 3.

### Boks 3. Gennemsnitsrenteprodukter og markedsrenteprodukter

Gennemsnitsrenteprodukter kendetegnes ved, at pensionskunden kan forvente en løbende jævn forrentning af pensionen. Kundens pensionsdepot forrentes med kontorenten. Markedsafkastet, som selskaber opnår, udjævnes mellem årene, da der opbygges (kollektive) reserver i år, hvor markedsafkastet overstiger kontorenten, og der tæres på reserverne i år, hvor markedsafkastet er mindre end kontorenten. Modsat er markedsrenteprodukter kendetegnet ved, at det afkast, som kunden får, er markedsafkastet, som de investerede aktiver opnår i et givent år.

Der er garanterede og ugaranterede produkter. Garantien sikrer, at kunden for en fastsat minimumsydelse ved pension. I praksis er der ofte tilknyttet en ydelsesgaranti til gennemsnitsrenteprodukter, mens markedsrenteprodukter tit er uden garantier. Det er muligt at tilkøbe ydelsesgaranti til markedsrenteprodukter, ligesom det er muligt at have et gennemsnitsrenteprodukt uden ydelsesgaranti.

Investeringsrisikoen, og hvem der bærer den risiko, afhænger af, om der er en garanti eller ej. Det er selskabet, som bærer investeringsrisikoen, hvis produktet har en ydelsesgaranti, fordi kunden er garanteret et givent afkast. Omvendt bærer kunden hovedsageligt investeringsrisikoen, hvis der ikke er en ydelsesgaranti.

Investeringsafkastet og de tilhørende investeringsomkostninger er forskellige for markedsrente- og gennemsnitsrenteprodukter. Investeringerne forbundet med markedsrenteprodukter er i nogle tilfælde mere omkostningstunge, da de i højere grad er placeret i unoterede aktiver. Det omfatter fx mindre likvide alternative investeringer såsom investeringer i ejendomme og infrastruktur.

Omkostningerne, som kunderne betaler, kan opgøres ved ÅOP, som er de samlede årlige omkostninger i procent af de samlede hensættelser, jf. boks 4.

Uanset produkttypen afspejler det samlede afkast i første række udviklingen på de finansielle markeder fra år til år. For eksempel var afkastet på noterede aktier i bred forstand usædvanligt højt i 2019. Det er medvirkende til, at det samlede afkast for alle branchens investeringer opnåede et højt nettoinvesteringsafkast. For markedsrenteprodukter var nettoinvesteringsafkastet 13,9 pct. i 2019, jf. tabel 2.

Over perioden 2016-2019 er pensionsbranchens gennemsnitlige ÅOP for markedsrenteprodukter højest i 2018 med 0,87 pct. og lavest i 2019 med 0,81 pct. Investerings- og administrationsomkostningerne udgør henholdsvis 0,61 pct. og 0,19 pct. i 2019, jf. tabel 2.

**Tabel 2. Nettoinvesteringsafkast og omkostninger for markedsrenteprodukter**

|                             | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                             | Pct.        | Pct.        | Pct.        | Pct.        |
| Nettoinvesteringsafkast     | 6,81        | 8,44        | -3,12       | 13,86       |
| Investeringsomkostninger    | 0,64        | 0,68        | 0,72        | 0,61        |
| Administrationsomkostninger | 0,17        | 0,14        | 0,15        | 0,19        |
| Garantibetalinger           | 0,01        | 0,01        | 0,01        | 0,01        |
| ÅOP                         | 0,82        | 0,83        | 0,87        | 0,81        |

Anm.: Investerings- og administrationsomkostninger og garantibetalinger er opgjort i pct. af selskabets hensættelser. Det gennemsnitlige afkast og omkostninger for branchen er vægtet med selskabernes andel af branchens samlede hensættelser.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af Forsikring & Pensions regnskabsdatabase.

Investeringsomkostningerne i pct. af hensættelserne er en smule mindre for gennemsnitsrenteprodukter end markedsrenteprodukter. ÅOP for gennemsnitsrenteprodukter er omvendt en smule højere end for markedsrenteprodukter, hvilket blandt andet skyldes risikoforrentning, som er en betaling til pensionsselskaber for at påtage sig risikoen for at leve op til ydelsesgarantierne for de garanterede produkter.

Det gennemsnitlige nettoinvesteringsafkast for gennemsnitsrenteprodukter er 11,9 pct. i 2019 mod -0,6 pct. i 2018, mens det gennemsnitlige ÅOP for branchen er 0,91 i 2019, jf. tabel 3.

Investeringsomkostningerne udgør den største del af omkostningerne. Investeringsomkostningerne er 0,51 pct. i 2019. Administrationsomkostningerne er 0,18 pct. Risikoforrentningen for gennemsnitsrenteprodukter er 0,22 pct. i 2019.

**Tabel 3. Nettoinvesteringsafkast og omkostninger for gennemsnitsrenteprodukter**

|                             | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                             | Pct.        | Pct.        | Pct.        | Pct.        |
| Nettoinvesteringsafkast     | 6,90        | 5,12        | -0,60       | 11,91       |
| Investeringsomkostninger    | 0,61        | 0,56        | 0,53        | 0,51        |
| Administrationsomkostninger | 0,20        | 0,19        | 0,20        | 0,18        |
| Risikoforrentning           | 0,33        | 0,29        | 0,20        | 0,22        |
| ÅOP                         | 1,13        | 1,05        | 0,93        | 0,91        |

Anm.: Investerings- og administrationsomkostninger samt eventuel risikoforrentning eller garantibetalinger er i pct. af selskabets hensættelser. De samlede gennemsnit er vægtet med selskabernes andel af branchens samlede hensættelser.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af Forsikring & Pensions regnskabsdatabase.

## Boks 4. Opgørelser af afkast og omkostninger

De samlede omkostninger, som pensionskunderne betaler for at få forvaltet pensionsopsparingen, udtrykkes med to mål, ÅOK og ÅOP. Det er hhv. de årlige omkostninger i kroner og i procent af hensættelserne. Omkostningerne er summen af investeringsomkostninger, administrationsomkostninger, risikoforrentning for gennemsnitsrente samt garantibetaling for markedsrente målt, jf. tabel a.

**Tabel a. Opgørelse af omkostninger**

|   |                                        |
|---|----------------------------------------|
|   | Investeringsomkostninger               |
| + | Administrationsomkostninger            |
| + | Risikoforrentning for gennemsnitsrente |
| + | Garantibetaling for markedsrente       |
| = | ÅOP/ÅOK                                |

*Investeringsomkostninger* er omkostninger forbundet med forvaltningen af pensionsopsparingen. Det er omkostninger til interne eller eksterne parter, der står for forvaltningen. Investeringsomkostningerne afhænger til dels af investeringsstrategien, herunder de aktiver der investeres i. En aktiv investeringsstrategi vil typisk resultere i højere investeringsomkostninger end en passiv investeringsstrategi, som fx kan være investeringer i indeksfonde. Tilsvarende har unoterede aktiver typisk højere investeringsomkostninger end noterede.

*Administrationsomkostninger* dækker bl.a. over personaleudgifter, husleje mv.

*Risikoforrentning* (også kaldet risikotillæg eller driftsherretillæg) er betalingen, som et selskab opkræver fra pensionskunderne for at stille selskabets egenkapital til rådighed for at kunne honorere garantien.

*Garantibetalinger* for markedsrenteprodukter er betalinger, der fratrækkes kundens depot, buffer eller afkast. Det er tilkøb af en garanti, som forsikrer kunden mod udsving i markedet.

*Nettoinvesteringsafkastet* er det afkast, som kunder med markedsrenteprodukter får, efter alle omkostningerne er trukket fra. For gennemsnitsrenteprodukter er nettoinvesteringsafkastet det afkast, selskabet har opnået i et givent år, efter omkostninger er trukket fra. Afkastet tilskrives kontorenten eller reserveverne. *Bruttoinvesteringsafkastet* kan defineres som afkastet før omkostninger:

$$\text{Bruttoinvesteringsafkast} = \text{Nettoinvesteringsafkast} + \text{ÅOP}$$

I opgørelsen af ÅOP på brancheniveau er omkostningerne til hhv. markedsrente- og gennemsnitsrenteprodukter lagt sammen for hvert enkelt selskab og vægtet med selskabets respektive hensættelser til markedsrente- og gennemsnitsrenteprodukter.