

Valgfrihed ved investering af pensionsopsparing

af Niels Jørgen Larsen



Niels Jørgen Larsen
niels.jorgen.larsen@seb.se

Danskerne skal have bedre mulighed for at tilrettelægge sin pensionsopsparing, således at opsparingen i højere grad tilgodeser den enkeltes behov. I den forbindelse skal det gøres muligt for den enkelte at påvirke sammensætningen af porteføljen.

Et embedsmandsudvalg under økonomi- og erhvervsministeriet udgav i maj 2003 en rapport, som skulle analysere og give forslag til, hvordan valgfriheden i det danske pensionssystem kunne øges. Kapitel 9 i den omfangsrige rapport indeholder en beskrivelse af, hvordan der kan skabes større frihed for den enkelte til at få forvaltet sin egen pensionsopsparing.

Valgfrihed i investeringspolitikken

Den politiske fokus på pensionsopsparingen hænger naturligt sammen med, at pensionsopsparingen udgør en stigende del af den samlede opsparing. Dertil kommer, at valgfriheden i de danske pensionsordninger generelt set ikke er stor.

Rapporten konstaterer, at det kun i meget begrænset omfang er muligt med valgfrihed, hvis der samtidig skal ydes pensionsgaranti. Hidtil har det i Danmark været almindeligt, at få tilknyttet en rente- eller ydelsesgaranti til sin pensionsordning, primært, fordi garantien blev solgt som en gratis ydelse. Men som der udmærket argumenteres for i rapporten er disse garantier ikke gratis med mindre, at garantirenten er lav i forhold til markeds-

renten. Derfor bør det ikke være et stort offer at opgive garantiordninger til fordel for større valgfrihed for den enkelte.

Det konstateres desuden i rapporten, at det uden større vanskeligheder er muligt, at give pensionsopsparerne en større valgfrihed i investeringspolitikken – når blot den enkelte er parat til at fraskrive sig sin pensionsgaranti.

Den ideelle situation ved større valgfrihed er ifølge rapporten at:

1. Alle kunder med fordel kan benytte valgfriheden
2. Der ikke forudsættes et stort kendskab til de finansielle markeder

Niels Jørgen Larsen er cand. oecon. og direktør for Investeringsforeningen SEBinvest.

3. Valg af risiko-afkast-profil skal kunne give den enkelte kunde økonomiske gevinster
4. Valgfriheden skal kunne implementeres med lave omkostninger

Der opstilles forskellige modeller for valgfrihed, som kan supplere hinanden.

Model 1 er valgfrihed med hensyn til sammensætningen af investeringerne i markedsporteføljer opdelt efter aktiverens risiko.

Model 2 er puljevalg, hvor den enkelte kan investere i udvalgte puljer af aktier og obligationer.

Endelig er model 3 friheden til at vælge porteføljeforvalteren.

Den større frihed skal altså kunne begrundes over for den enkelte med muligheden for at opnå fordele, herunder større økonomiske gevinster, end de kan i det nuværende system, hvor investeringsstrategien er baseret på gennemsnitsvurderinger samt de lovgivningsmæssige placeringsregler.

Valgfriheden betyder, at pensionsopsparene ikke længere har investeringsfællesskab med andre opsparende, men alene et forsikringsmæssigt fællesskab.

Der er mange individuelle forhold, som har betydning ved valg af investeringsstrategi. Begrænsninger i investeringspolitikken vil derfor pr. definition altid medføre velfærdstab for de kunder, som ville have valgt en anden investeringsstrategi end pensionsinstituttet. Selv om valgfriheden ikke skulle føre til højere afkast, vil den økonomiske velfærd alligevel stige, fordi valgfriheden i den økonomiske teori tildeles en selvstændig værdi. Rapporten retfærdiggør ønsket om større valgfrihed ud fra denne velfærdstese, selvom valgfrihed må formodes at føre til større administrative omkostninger. Der kan argumenteres for, at den sandsynlige ændring i allokering af midlerne gennem større valgfrihed kan føre til større produktion og vækst. Men det vil formentlig kræve, at midlerne også kan anvendes som venturekapital eller direkte personligt i

forbindelse med iværksætteri eller virksomhedskøb. Dette forhold berøres indirekte, idet velfærdsgevinsten beregnes på baggrund af summen af den enkeltes valg af risikosammensætning contra pensionssekskabernes gennemsnitlige risikosammensætning. Hvis summen af den enkeltes valg giver en højere risikoprofil end pensionssekskabernes gennemsnit, vil det give et merafkast i beregningerne, og det kan kun skyldes, at de omlagte investeringer giver højere vækst.

Afkast og markedsrisiko og kendskabet til de finansielle markeder

Højere risiko må forventes at give højere afkast, ellers er der ingen grund til at påtage sig risikoen. Dette logiske forhold har fået mange investorer til at tage høje risici i deres investeringsvalg. Specielt pensionsopsparing appellerer til at tage store risici, fordi opsparingsforløbet er lang typisk 20 til 50 år. Målinger af afkast i et opsparingsforløb på f.eks. 20 år vil næsten altid vise, at aktier giver højere gennemsnitlig afkast end lange obligationer, som igen giver højere afkast end korte obligationer. MEN, der er ingen garanti herfor, idet der er perioder, hvor det ikke har været tilfældet. Der er således en reel risiko forbundet med at investere i højrisikoaktiver. Sammensætningen af en portefølje bliver derfor et spørgsmål om, hvor store chancer, den enkelte er parat til at løbe.

Det er meget vigtigt, at investor er klar over de risici, han eller hun påtager sig ved at investere. Alt for mange har i tidens løb investeret ude af trit med deres temperament/psyke. Det giver sig bl.a. udslag i, at man køber, når kurserne er steget gennem lang tid og sælger, når kurserne er faldet gennem lang tid. Dette giver naturligvis en meget dårlig performance. For den usikre investor er det derfor vigtigt, at få sammensat en portefølje, som ikke varierer for voldsomt i afkast fra år til år.

En dygtig rådgiver vil ofte ved simple spørgsmål kunne afsløre en persons risikovillighed. Den forsigtige opsparer vil herefter blive anbefalet at investere størstedelen af sin opsparing i obligationer og kun en lille andel i aktier. Omvendt vil højrisikooopspareren blive tilbudt op til 100 pct. i aktier eller tilsvarende højrisikoaktiver.

Den øvede investor, som løbende følger markedsudviklingen, vil typisk være interesseret i at kunne ændre i risikosammensætningen flere gange årligt afhængig af, om hans/hendes forventninger til markedsudvikling ændres. Disse strategiske eller taktiske omlægninger kan suppleres med gevinsthjemtagning, ved salg af enkeltaktiver, der er steget meget over en periode for at købe i aktiver, som er blevet billigere relativt i samme periode. Det kan også være, at få rensset ud i aktiver, som ikke ser ud til at performe som forventet til fordel for aktiver, som ser mere lovende ud.

Løbende skift i investeringspolitikken er ikke så enkelt som det lyder til. Det har mange også blandt de professionelle porteføljeformidlere måtte sande. Selv en meget grundig analyse af markedsforholdene kan vise sig at være forkerte. Forholdene der påvirker markederne er simpelthen så komplekse, at en sikker prognose ikke lader sig gennemføre.

Aktiv investeringspolitik ingen garanti for høje afkast

Investorer i pengeinstitutternes pensionsordninger samt i Unit Link ordninger har allerede i dag mulighed for at investere mere aktivt enten ved at handle i enkeltpapirer (kun pengeinstitutternes pensionsordninger) eller ved at handle i investeringsforeninger, der i dag udbyder fonde, som dækker stort set alle aktivtyper, regioner og sektorer.

Hyppige handler kan kun anbefales, hvis investor mener at besidde særlige evner i at forudsige kortsigtede kursudsving. For at fore-

havendet skal lykkes ud over, hvad almindelig held bringer med sig, kræves, at man besidder mere information om aktivet, regionen eller sektoren end den man handler med. Markedet er ikke perfekt med hensyn til informationsspredning, men det er tæt på. Derfor er det mere held end forstand, når en meget aktiv investeringspolitik giver merafkast.

Aktiv investeringspolitik er dog en nødvendighed for markedets overlevelse. Det vil sige, der skal være nogle, som reagerer på den løbende informationsstrøm. Det er ikke muligt kun at have passive investorer, der kun reagerer, når prisen er kendt. Hvem skal så udføre den første handel og stille den første pris? Professionelle investorer og porteføljeformidlere bør altid være aktive investorer, som løbende holder øje med markedsinformationen og byder ind, hvis de finder, at prisen ikke reagerer som den skal på informationen. Da der er tale om en subjektiv vurdering, vil samme information kunne udløse både et køb og et salgssignal i markedet. Mere enkle informationer som f.eks. en meddelelse om en opjustering af et selskabs forventede årsresultat vil dog normalt udløse købssignaler, dog ikke lige stærkt hos alle. Derfor vil sælgere dukke op, når de mest positive købere har afgivet et pristilbud.

Det danske pensionssystem

Det danske pensionssystem er sammensat af en række ordninger:

- Folkepensionen, der sikrer alle danskere en indkomst i pensionsalderen. Der er ingen opsparing i forbindelse med folkepensionen, som finansieres direkte via skatten.
- Supplerende lovbestemte ordninger som ATP og Den særlige Pensionsopsparing (SP), som næsten alle i den erhvervsaktive alder indbetaler til. Det er opsparingsordninger, som skal fungere som en slags supplement til folkepensionen.

- Arbejdsmarkedspensionerne, som over 90 pct. af lønmodtagerne bidrager til i kortere eller længere perioder, og som skal sikre sammenhæng mellem pensionsindkomst og arbejdsindkomst. Disse ordninger er også fuldt opsparingsfinansieret.
- Individuelle pensionsordninger, der sikrer fleksibilitet i pensionsdækningen. Godt 1 mio. danskere har individuelle pensionsordninger.

Det er for de fleste en meget vanskelig og kompliceret opgave at skaffe sig et fuldt overblik over ens samlede pensionsopsparing, da den typisk er fordelt på alle ovennævnte systemer. Derudover er der mange andre forhold, som spiller en rolle for planlægning af pensionsopsparing. Nedenstående liste indeholder blot nogle af de væsentligste faktorer:

1. Forventet levealder
2. Forventet livsindkomst
3. Forsørgelsesforpligtelser
4. Forventet størrelse af den offentlige pension samt eventuel efterløn
5. Forventet størrelse af den ”tvungne pension” i ATP og SP
6. Forventet størrelse af den ”tvungne arbejdsmarkedspension”
7. Egen frivillig pensionsopsparing
8. Egen øvrige opsparing
9. Markedsforventninger
10. Forventet afkast (realt) af opsparingen – afhænger af investeringsstrategi
11. Skattereglerne

Der er i Danmark særskilt beskatning af afkast af pensionsmidler. Beskatningen er generelt lempeligere end beskatningen af afkast af frie midler, hvilket spiller en rolle for omfanget af Pensionsopsparing. Til gengæld beskattes afkastet af pensionsmidler ens (med en enkelt undtagelse) uanset, grundlaget for afkastet.

Derydes både fra forsikringselskaber, pen-

sionsselskaber og pengeinstitutter rådgivning omkring de mulige opsparingsformer, dækningsbehov samt de overvejelser, som der bør gøres i forbindelse med tilrettelæggelse af opsparingsforløbet. Med den øgede valgfrihed er der kommet mere fokus på det forhold, at rådgiveren ofte samtidig er sælger og provisionsaflynet af selskabet. Det giver åbenlyse interessekonflikter mellem rådgiveren og kunden. Konflikten er for så vidt den samme, som hvis man går ind hos en volvo-forhandler for at få generel rådgivning om bilkøb. Løsningen er for så vidt også den samme, idet kunden altid skal sørge for at få oplysninger og dokumentation omkring produktets indhold og sammensætning, samt omkostninger, prisfastsættelse etc.

Valgfrihed og information

Valgfrihed bliver som tidligere nævnt almindeligvis opfattet som et gode. Det danske pensionssystem vil da også med stor sikkerhed blive mere fleksibelt. Valgfriheden har imidlertid også omkostninger bl.a., fordi det stiller større krav til information, råd og vejledning. I pensionsmarkedsrådets rapport fra juli 2004 om kundeinformation stilles der spørgsmålstejn ved, om borgerne har den fornødne kompetence til at tage stilling til de komplekse forhold. Erfaringerne fra de hidtidige forsøg på området har vist, at mere end 75 pct. vil forholde sig passive, med mindre de får en meget grundig vejledning. Det bliver derfor en omkostningstung affære at skulle aktivere alle, derfor er det vigtigt, at der altid tilbydes en attraktiv grundordning til alle de mange, som ikke ønsker at benytte sig af det frie valg.

Det ændrer imidlertid ikke ved, at valgfrihed kræver en meget klar og velstruktureret dialog med borgerne. Der skal med andre ord være balance mellem valgmuligheder, overskuelighed og informationsstrøm. Erfaringer

fra andre lande og produkter tyder på, at valgmulighederne skal begrænses, hvis de skal have den nødvendige effekt. I forbindelse med investeringsvalg er det således vigtigt, at der ikke tilbydes alt for mange muligheder. Den danske SP-ordning, der starter med frit valg fra januar 2005, udbyder mere end 150 fonde. Det kan resultere i, at færre vil benytte sig af valgfriheden, fordi tilbuddet allerede fra starten virker uoverskuelig.

Investeringsbeslutninger stiller normalt så store krav til information, at kun de færreste har tid og lyst til at skaffe sig denne indsigt. Det vil øge risikoen for at der bliver truffet valg på et ufuldstændigt grundlag, således at borgerne påtager sig risici, som de faktisk ikke ønsker.

Konklusionen bliver derfor, at større valgfrihed på pensionsområdet bør være et tilbud til alle. Men det er vigtigt, at man går varsomt frem og kun tilbyder enkle letforståelige produkter. Der bør derudover stilles minimumskrav til spredning, og der skal lægges loft for risikoen i porteføljen.

Litteraturhenvisninger

1. Større valgfrihed i pensionsopsparingen: Økonomi- og Erhvervsministeriet, Beskæftigelsesministeriet, Finansministeriet og Skatteministeriet, maj 2003
2. Pensionsmarkedsrådets rapport om kundeinformation, 2. juli 2004.

Årsberetning for Forsikring og Pension 2004

Formanden, Adm.dir. *Holger Dock*, AP Pension, gav ved F&P årsmøde 18. november 2004 i København den mundtlige årsberetning.

Denne har tidligere i uddrag været omtalt i Forsikring nr. 21, 24 november 2004. Den fulde ordlyd af den skriftlige årsberetning findes på www.Forsikringenshus.dk under F&P, årsberetning.

Årsberetningen omhandler udviklingen for hele forsikringsområdet i Danmark. Der omtales markedsudviklingen i skadesforsikring, liv og pension, den dominerende arbejdsmarkedspensioner, individet i fællesskabet, den manglende forenkling i lovgivningen samt tiltag vedrørende forebyggelse.