



KONKURRENCE- OG FORBRUGERSTYRELSEN

KFST – uafhængig konkurrencemyndighed

VELFUNDERENDE MARKEDER

50 | AUGUST 2021

PENSIONSSÆLSKABERNES PRISER OG AFKAST

Der er store prisforskelle på kapitalforvaltning mellem pensionselskaber. Man kan imidlertid ikke forvente, at de højere priser for investering, som nogen selskaber tager, giver pengene igen i form af tilsvarende højere afkast.

For kommercielle selskaber kan en stor del af forskellene i prisen for kapitalforvaltning henføres til selskabernes avance. Disse avancer korrelerer ikke med højt afkast for kunderne.

Samtidig er historiske afkast typisk ikke en god indikator for fremtidig performance. Det er således næppe muligt at udpege selskaber, som vil få et relativt højt risikokorrigeret afkast fremadrettet.

Det fremgår af en analyse, som Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen har udarbejdet i regi af Konkurrencerådet. Artiklen bygger på analyser og data fra rapporten "Konkurrencen på markedet for pension", fra 2019, som indeholder en række anbefalinger til at forbedre konkurrencen på pensionsmarkedet.

1. Sammenfatning

Der er ikke nogen særlig sammenhæng mellem den pris, man som pensionsopsparer betaler for at få investeret sin opsparing, og det risikokorrigerede afkast pensionsopsparereren kan forvente at få efterfølgende.¹

Den pris, som danske pensionsopsparende betalte for at få investeret deres opsparing, udgjorde ca. 0,6 pct. af pensions-selskabernes formue i 2017, svarende til ca. 14 mia. kr. Det svarede til godt 60 pct. af den samlede betaling for at få administreret og forvaltet ordningerne.

Der er samtidig store forskelle på den pris på investering, som opsparende betaler hos de forskellige selskaber. Der kan være flere årsager til variationen i priser, herunder selskabernes investeringsstrategi samt et varierende fokus på effektiv drift.

For de kommercielle selskaber er der en stærk samvariation mellem de priser kunderne betaler og den avance, som selskaberne opnår på de aktiviteter, der vedrører investering af formuen. En høj pris er således typisk udtryk for en høj avance for disse selskaber.

Ingen af de danske pensions-selskaber har i perioden 2005-2017 skabt et signifikant højere afkast end gennemsnittet, når der kontrolleres for den risiko, som selskaberne tager. Det gælder uanset om afkastet måles som et bruttoafkast eller et nettoafkast (dvs. bruttoafkast korrigeret for investeringsomkostninger). Der er selskaber, som i de undersøgte perioder har haft højere nettoafkast end medianafkastet², men ikke signifikant flere end hvad man vilkårligt ville forvente, hvis alle selskaber var 'lige gode' til at skabe afkast (og givet de tilfældige udsving i afkastene, som altid vil forekomme).³ Disse resultater understøttes af en gennemgang af litteratur på området.

Analyserne peger således på, at det næppe er muligt med nogen sikkerhed at udpege selskaber, som vil få et relativt højt risikokorrigeret afkast fremadrettet. Det afspejler bl.a., at forskelle i historiske afkast ikke er en god indikator for fremtidig performance. Beslutningstagere – fx virksomheder der indgår aftale om firmapension på vegne af sine ansatte – bør således være tilbageholdende med at basere valget af pensions-selskab på historiske afkast. Det er mere relevant at være optaget af, at den pris, man som opsparer betaler for at få investeret sine pensionsmidler, ikke er for

høj. Det skal bl.a. ses i lyset af, at en høj pris ofte er udtryk for et betydeligt avanceelement, og dermed ikke bedre service eller større kvalitet i investeringerne (dvs. større sandsynlighed for et øget risikokorrigeret afkast). Der er dog samtidig indikationer på, at man skal være påpasselig med at vælge et selskab, der tidligere – og mere vedvarende – har fået et relativt lavt afkast.

I artiklen beskrives først de store forskelle i priser på investering mellem selskaber, og sammenhængen mellem de priser kunderne betaler for investering i de kommercielle selskaber og selskabernes avancer. Dernæst vises i afsnit 3, at de højere priser, som nogle selskaber tager år efter år, ikke kan forventes at give pengene igen i form af et tilsvarende højere afkast, mens afsnit 4 underbygger denne pointe ved at vise, at et historisk højt afkast er en ringe indikator for et fremtidigt højt afkast. I afsnit 5 illustreres, hvilken betydning prisforskellene mellem selskaberne har på opsparendes pension. Afslutningsvis er der i afsnit 6 fokus på anbefalingerne fra Konkurrencerådets pensionsanalyse i relation til priser og afkast.

2. Der er stor forskel på selskabernes priser på investering

De danske pensions-selskaber kan inddeles i hhv. arbejdsmarkedspensions-selskaber (AMP-selskaber) og kommercielle selskaber. AMP-selskaberne administrerer primært pensionsordninger for specifikke faggrupper, som er tegnet gennem overenskomst, mens de kommercielle selskaber administrerer firmapensionsordninger.

Udgifter til at investere pensionsformuen udgør størstedelen – og en stigende andel – af pensionsopsparendes samlede betaling. Således udgjorde prisen for investering ca. 63 pct. af opsparendes samlede betaling for administration og forvaltning af pensionsordningerne i 2017.

Der er betydelig forskel på, hvor meget pensionsopsparende betaler i de forskellige selskaber for at få investeret deres pensionsformuer. Således er selskaberne med de højeste priser på investering ca. dobbelt så dyre, som selskaberne med de laveste priser på investering, jf. figur 1. De tre billigste selskaber havde en gennemsnitlig pris på ca. 0,4 pct. af formuen i perioden 2014-2017, mens de tre dyreste selskaber havde en gennemsnitlig pris på ca. 0,8 pct.^{4,5}

1 Prisen er opsparendes betaling som pct. af hensættelser. Det svarer til ÅOP (Årlige Omkostninger i Procent). Prisen for investering/kapitalforvaltning er en del af den samlede pris/ÅOP, som opsparende årligt betaler for sin pensionsordning.

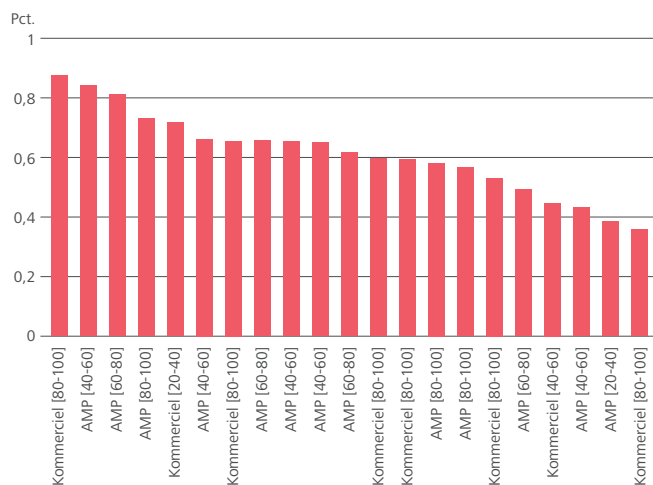
2 Medianafkastet er afkastet for det selskab, der afkastmæssigt ligger i midten – dvs. ca. halvdelen har større afkast og halvdelen har et mindre afkast.

3 Persistensanalysen, altså analysen af om selskaber skaber et vedvarende højt/lavt afkast, er baseret på gennemsnitsrenteprodukter.

4 Virkningen heraf kan for opsparende sammenlignes med effekten af en forøgelse af PAL-skatten fra 15,5 pct. til ca. 21 pct.

5 Prisniveauet for de enkelte selskaber er relativt stabilt over tid.

Figur 1: Pensionsselskabernes priser ved investering i perioden 2014-2017



Anm.: Parentesen under aksemærkerne angiver et interval for andelen af kapitalforvaltere, der enten er eksterne, men inden for samme koncern eller helt eksterne.

Anm.: Prisen er beregnet som de samlede årlige omkostninger til investering delt med de samlede hensættelser

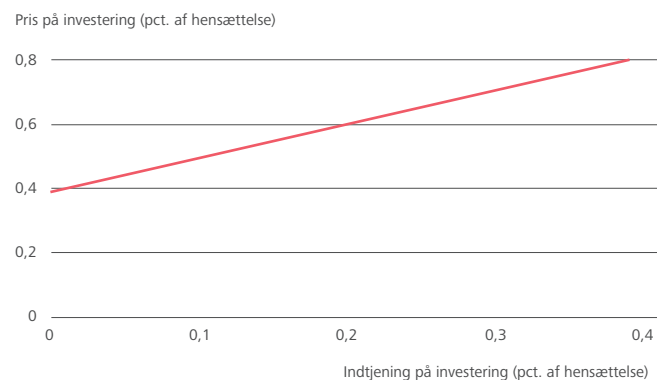
Anm.: "Kommerciel" er kommercielle selskaber, mens "AMP" er arbejdsmarkeds-pensionsselskaber.

Kilde.: Data indleveret af de danske pensionsselskaber i forbindelse med Konkurrencerådets analyse af konkurrencen på pensionsmarkedet.

De kommercielle selskabers gennemsnitlige avance udgjorde ca. 37 pct. af prisen på investering i 2017. Det svarer til, at prisen for at få investeret formuen var omkring 60 pct. højere end selskabernes faktiske investeringsomkostninger.

Samtidig er der en klar tendens til, at de kommercielle selskaber, som tager en høj pris for investering, også har en høj avance i denne del af forretningen, jf. figur 2. Hvis det antages, at selskabernes procentuelle avancer var ens, ville variationen i priserne på investeringer blandt de kommercielle selskaber alt andet lige falde med ca. 90 pct.⁶

Figur 2: Sammenhæng mellem kommercielle selskabers avance og pris på investering i 2017



Anm.: Der er foretaget en lineær regression af prisen på investering i de kommercielle selskaber som funktion af deres avance på denne del af forretningen for de selskaber, hvor der foreligger data. Koefficienten er 1,06, og hypotesen om, at den skulle være 0, kan afvises på et 1 pct. signifikansniveau.

Anm.: Af diskretionshensyn er datapunkterne, som grafen bygger på, ikke vist.

Kilde.: Data indleveret af de danske pensionsselskaber i forbindelse med Konkurrencerådets analyse af konkurrencen på pensionsmarkedet.

Ud over de kommercielle selskabers direkte avance, kan både de kommercielle selskaber og AMP-selskaberne være omfattet af et indirekte avanceelement, som følger af, at pensionsselskaberne i forskellig grad benytter sig af eksterne kapitalforvaltere til at investere pensionsformuen. Således blev ca. to tredjedele af pensionsselskabernes aktiver i 2017 forvaltet af kapitalforvaltere, der enten er inden for samme koncern, eller som er helt eksterne.⁷ Selskabernes andel af eksternt kapitalforvaltning er vist i figur 1 (under labels til x-aksen). Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen har ikke data for eksterne kapitalforvalteres avancer.

Der kan også være andre årsager til, at nogle selskaber har højere priser end andre. Selskaberne kan fx have forskellige investeringsstrategier, hvor nogle selskaber investerer relativt mere i omkostningstunge aktivklasser som fx alternative investeringer, mens andre selskaber er mere risikoaverse og har en større andel af investeringer i fx statsobligationer. Nogle selskaber har en mere aktiv – og typisk dyrere – investeringsstrategi, hvor de i højere grad udvælger specifikke aktiver at investere i, mens andre har en mere passiv – og typisk billigere – investeringsstrategi, hvor investeringerne i højere grad følger markedet som helhed.

Prisforskellene på investering på tværs af selskaberne kan imidlertid også skyldes, at nogle selskaber har mindre fokus på effektiv drift end andre. Dette kan bl.a. komme til udtryk ved, at pensionsselskaberne ikke fuldt ud realiserer skalafordele i denne del af forretningen.⁸

⁶ Dette er beregnet som R2 værdien fra en lineær regression af pris som funktion af avance. Ifølge denne regression udgør avancerne således 89 pct. af variationen i priserne. Et lignende udtryk for samvariation er Pearson korrelationskoefficienten, som er 0,94.

⁷ Egne beregninger baseret på data indsamlet fra selskaberne samt data fra Finanstilsynet.

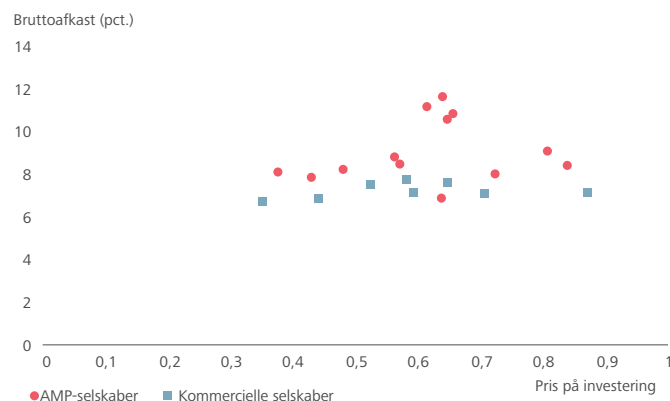
⁸ For uddybning af dette henvises til Konkurrencerådets analyse "Konkurrencen på markedet for pension" fra dec. 2019.

3. Sammenhæng mellem investeringspriser og afkast

Der er ikke nogen klar sammenhæng mellem den pris, som opsparerer betaler for investering af pensionsmidlerne, og det afkast de får. Det er overordnet illustreret i figur 3, som viser at pensionselskaber med høje investeringspriser ikke har genereret et højere bruttoafkast i årene 2014-2017.⁹ Der er i denne periode således ikke en tendens til, at en højere pris fører til et tilsvarende højere afkast.

Investeringsprisen, som kunderne betaler, indeholder som nævnt et væsentligt avanceelement. Hvis afkastet sammenlignes med de omkostninger, som selskaberne selv har ved investering, er billedet imidlertid omtrent det samme. Der er således heller ikke en tendens til, at de selskaber, der selv bruger flere penge på investeringsrelaterede aktiviteter, har opnået større afkast i den periode, analysen dækker.

Figur 3: Sammenhæng mellem selskabernes årlige priser på investering og bruttoafkast i perioden 2014-2017



Anm.: "AMP-selskaber" er arbejdsmarkedspensionsselskaber.

Anm.: Bruttoafkastet er nettoafkastet plus investeringsomkostninger. Bruttoafkastprocenten er bruttoafkastet som pct. af hensættelser.

Anm.: Data inkluderer markedsrenteprodukter og gennemsnitsrenteprodukter for kunder gennem ansættelsesvilkår og individuelle vilkår. Anm.: Figuren viser, at der ikke er nogen klar sammenhæng mellem investeringspris og bruttoafkast. Dette billede er også gældende, hvis der isoleret set ses på hhv. markedsrenteprodukter og gennemsnitsrenteprodukter.

Anm.: Alle pensionsselskaber med datamæssig kvalitet er inkluderet.

Kilde: Data indleveret af de danske pensionsselskaber i forbindelse med Konkurrencerådets analyse af konkurrencen på pensionsmarkedet.

Der er foretaget en gennemgang af den litteratur, som undersøger sammenhængen mellem priser på investering/forvaltning og afkast. Denne gennemgang bekræfter overordnet – med visse nuancer – at det risikostyret bruttoafkast ved at bruge flere penge på investering (aktiv investering) almindeligvis ikke kan kompensere for de øgede omkostninger hertil, se boks 1.

Boks 1: Internationale erfaringer med afkast for aktiv og passiv investering

Der findes enkelte studier, der peger på, at aktive investorer kan have særlige "stock-picking skills", som gør dem i stand til at generere overnormale afkast. De fleste nyere videnskabelige artikler når imidlertid frem til, at et eventuelt bruttomerafkast ved en mere aktiv – og dermed dyrere – kapitalforvaltning ikke kan kompensere for de øgede omkostninger ved aktiv forvaltning. En undersøgelse af Morningstar¹⁰ viser, at investeringsforeninger med lave omkostninger (laveste fraktil) giver et højere gennemsnitligt nettoafkast (dvs. afkast efter omkostninger) sammenlignet med investeringsforeninger med høje omkostninger. Dette gælder for alle investeringskategorier. Denne omvendte proportionalitet mellem omkostninger og nettoafkast i investeringsforeninger er også vist i videnskabelige studier, som fx Cooper et al. (2020), Ferri (2014), Gil-Bazo and Ruiz-Verdú (2009), Bechmann og Rangvid (2007) og Carhart (1997).¹¹ Det betyder, at de ekstra omkostninger, der er ved en aktiv forvaltning i gennemsnit, er større end det eventuelle ekstra bruttoafkast, som den aktive forvaltning i gennemsnit giver anledning til. Med andre ord gælder det således, at forvaltere af investeringsfonde kan være dygtige og dermed opnå et merafkast før omkostninger, men de er gennemsnitligt ikke dygtige nok, og opnår dermed ikke et merafkast, der kan dække deres egne investeringsomkostninger.

Samfundsøkonomisk kan der være gode argumenter for en passiv strategi med relativt lave investeringsomkostninger, hvis en aktiv og dyrere strategi ikke medfører et højere risikokorrigeret nettoafkast for opsparerer.

Det skyldes, at de ekstra ressourcer, der bruges til aktiv forvaltning i dette tilfælde kunne anvendes til andre formål, uden at opsparerens afkast svækkes. Det forudsætter dog, at en mere aktiv forvaltning ikke medfører andre gevinster, fx et mere velfungerende investeringsmarked. Der kan således være samfundsøkonomiske bivirkninger ved passive investeringsstrategier, som fx øget risiko for kursanomali, uhensigtsmæssige allokeringer af ressourcer og regnskabs-svindler.¹²

⁹ Ved brug af en længere tidsperiode vil antallet af selskaber med tilgængelig data være mindre.

¹⁰ Kinnel R. (2010). How Expense Ratios and Star Ratings Predict Success. Morningstar 09-08-2010.

¹¹ Cooper M.J., Halling M. og Yang W. (2020). The persistence of fee dispersion among mutual funds. Swedish House of Finance Research Paper No. 14-11.; Bechmann og Rangvid (2007). Rating mutual funds: Construction and information content of an investor-cost based rating of Danish mutual funds. Journal of Empirical Finance, vol. 14, s. 662–693. Ferri (2014). A Case For Index Fund Portfolios. Journal of indexes. Gil-Bazo J and Ruiz-Verdú P. (2009). The Relation between Price and Performance in the Mutual Fund Industry. Journal of Finance, Vol. 64(5), s. 2153-2183; Carhart M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. The Journal of Finance, vol. 52 (1), s. 57-82.

¹² Bechmann og Pedersen (2017). Aktiv kontra passiv forvaltning. Finans/Invest, No 3, 06, 2017, s. 2-4.

4. Der er ikke sammenhæng mellem historisk højt afkast og fremtidigt højt afkast

I Konkurrencerådets rapport, "Konkurrencen på markedet for pension", er der foretaget yderligere undersøgelser af, om nogle pensionselskaber har fået et højere historisk afkast end gennemsnittet. Analyserne viser, at der ikke er nogen selskaber, der har fået et statistisk signifikant højere afkast end gennemsnittet i den undersøgte periode, når der kontrolleres for den risiko som selskaberne påtager sig.

Konkret anvendes en multipel regressionsanalyse, som undersøger, om der er pensionselskaber, som opnår et signifikant højere (eller lavere) brutto/nettoafkast end gennemsnittet i perioden 2011-2017.¹³ Bruttoafkastet er som nævnt opgjort uden at den betalte pris på investering fratrækkes, mens nettoafkastet er afkastet efter at investeringspriser er fratrukket.¹⁴ I modellerne kontrolleres der for, at selskaberne tager forskellige risici, samt at der er betydelig variation i afkastet fra år til år. Et overblik over disse analyser er vist i tabel 1.

Tabel 1: Har nogen selskaber et signifikant højere eller lavere afkast end gennemsnittet?

	Afhængig variabel og tidsperiode	Selskaber med et signifikant højere afkast	Selskaber med et signifikant lavere afkast
Gennemsnitsrente-produkter	Nettoafkast 2005-2017 Nettoafkast 20011-2017 Bruttoafkast 2005-2017	Ingen Ingen ² Ingen	Ét selskab Ét selskab Ingen ¹
Markedsrente-produkter	Nettoafkast 2011-2017 Bruttoafkast 2011-2017	Ingen Ingen	Ingen Ingen

Note 1: Selskabet med signifikant lavere nettoafkast for gennemsnitsrente-produkter er pga. manglende omkostningsdata ikke inkluderet i modellen for bruttoafkast.

Note 2: I den økonometriske model, hvor der kontrolleres for både årsvariation og risiko, er der ingen selskaber, der har et signifikant højere nettoafkast end gennemsnittet i perioden 2011-2017. I modellen, som kontrollerer for årsvariation, men ikke risiko, er der ét selskab, der har et signifikant højere nettoafkast.

Anm.: Tabellen er baseret på regressionsanalyser, der både kontrollerer for den risiko, som selskaberne tager og den variation, der er i afkast over tid. Bruttoafkastet er afkastet på selve investeringen, mens nettoafkastet er afkastet på investeringen efter omkostningerne til investering er fratrukket. Der benyttes et signifikansniveau på 0,05.

Kilde: Data indleveret af de danske pensionselskaber, Forsikring og Pension samt Finanstilsynet i forbindelse med Konkurrencerådets analyse af konkurrencen på pensionsmarkedet.

Det er endvidere undersøgt, om nogle selskaber over en årrække har fået et højere samlet afkast end det selskab, som afkastmæssigt ligger i midten (dvs. medianselskabet målt på afkast), se boks 2.

Boks 2. Persistensanalyse

I en persistensanalyse undersøges det, om nogle selskaber hvert år over en årrække har fået et højere/lavere afkast end medianselskabet, samt om antallet af de selskaber, der har klaret sig bedre end medianselskabet, er signifikant forskelligt fra den vilkårlige sandsynlighed for at det sker.

Da afkast typisk svinger meget fra år til år, kan der bruges længere tidsperioder, som fx det gennemsnitlige afkast for 3-årige perioder. I dette tilfælde undersøges det så fx, om de selskaber, der over en 3-årig periode formår at generere et samlet afkast i den bedste (dårligste) halvdel, også formår at tilhøre den bedste (dårligste) halvdel i de efterfølgende 3-årige perioder.

Analyserne finder, at nogle selskaber formår at få et afkast, der er højere end medianselskabet i flere sammenhængende år/perioder. Antallet af selskaber, der klarer sig bedre end medianselskabet, er dog ikke større, end det som man vilkårligt ville forvente, hvis alle selskaber var lige gode til at skabe afkast (dvs. at det ikke kan afvises, at det skyldes tilfældig variation).

Ud af de 13 selskaber, der i perioden 2006-2008 havde et afkast i den bedste halvdel, havde ét selskab (svarende til 8 pct) således også et afkast i den bedste halvdel i de efterfølgende tre perioder (perioderne 2009-2011, 2012-2014 og 2015-2017), jf. figur 4. Hvis alle selskaber var lige dygtige, ville sandsynligheden for at være blandt de bedste i de efterfølgende tre perioder imidlertid være ca. 14 pct. (givet den tilfældige variation i afkast, som altid vil forekomme).¹⁵ Det peger på, at historisk højt afkast ikke er en god indikator for et fremtidigt højt afkast.

I Konkurrencerådets analyse "Konkurrencen på markedet for pension" indgår lignende persistensanalyser med startperiode 2005-2007, samt persistensanalyser som fokuserer på 1-årige intervaller i stedet for 3-årige intervaller. Resultaterne af disse analyser peger også på, at historisk højt afkast ikke er en god indikator for et fremtidigt højt afkast.

Der er heller ikke fundet belæg for, at de selskaber, som har haft vedvarende høje afkast, har de højeste priser på investering. En høj pris på investering er derfor heller ikke et signal om god fremtidig performance.

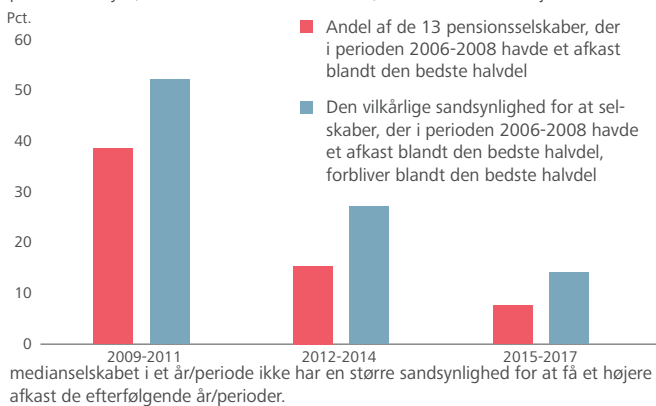
¹³ Det har også været muligt at lave regressionsanalyser for gennemsnitsrente-produkter med nettoafkast som den afhængige variabel for perioden 2005-2017.

¹⁴ For gennemsnitsrente-produkter er der lavet følsomhedsanalyser, hvor nettoafkastet er defineret som bruttoafkastet minus omkostningerne på investering (frem for prisen på investering).

¹⁵ Medianselskabet tæller med i den halvdel af selskaber, der præsterer bedst. Den vilkårlige sandsynlighed for, at et selskab også er i den bedste halvdel i de efterfølgende tre perioder, er derfor $(13/25)^3=0,14$.

Figur 4: Persistensanalyse af pensionselskabers nettoafkast

Anm.: Persistensanalysen er lavet for gennemsnitrenteprodukter i perioden 2005-2017. Figuren er et uddrag af flere persistensanalyser fra Konkurrencerådets pensionsanalyse, der viser den samme tendens, at selskaber med højere afkast end



Analyserne ser også på, om der er pensionselskaber, som har et signifikant **lavere** historisk afkast end gennemsnittet.

Resultaterne viser, at der er et enkelt selskab, der har fået et signifikant lavere nettoafkast end gennemsnittet fsva. gennemsnitrenteprodukter, jf. tabel 1. Samtidig er der tegn på, at nogle af de selskaber, der har fået et lavere afkast end medianselskabet i en given periode, forbliver blandt de selskaber med det laveste afkast de efterfølgende perioder. Resultaterne fra analyserne er i tråd med dansk og international akademisk litteratur, jf. boks 3.

Det samlede billede er således, at selskabers historiske afkast er en ringe indikator for fremtidig performance, dog med den modifikation at vedvarende ringe afkast kan indeholde information om fremtidig lavt afkast. Dette skal ses i lyset af, at det typisk er de samme selskaber, der opnår hhv. høje og lave omkostninger på investering gennem en årrække.

I litteraturen sondres der mellem, om det er held eller dygtighed, der gør, at nogle selskaber præsterer signifikant bedre end andre.²¹ Selv om der kan identificeres selskaber, som i en periode har fået et relativt højt afkast, så kan dette således skyldes held/tilfældig variation, og dermed ikke nødvendigvis at de har været dygtigere end resten af markedet. Systematisk højt afkast over nogle år kan således, ifølge denne litteratur, være udtryk for held. I dette tilfælde er det høje afkast ikke velegnet til at forudsige fremtidig performance.

Det er vanskeligt at vurdere, om god performance i et specifikt selskab skyldes held/tilfældig variation, eller om selskabet er dygtigere end resten af markedet. Men selv hvis der er selskaber, der med stor sikkerhed kan siges at have været dygtigere, er det ikke sikkert, at de også vil være det i fremtiden. For at vurdere dette kræves grundlæggende, at man ved, hvorfor det pågældende selskab er dygtigere end markedet, og om disse specifikke karakteristika (fx nøglepersoner i virksomheden) også fastholdes fremover.

Boks 3: Internationale erfaringer

En lang række danske og internationale studier om persistens (systematik i afkast år efter år) inden for investeringsforeninger viser bl.a., at persistens blandt de bedste 10 pct. normalt ikke varer længere end 1 år. Omvendt ses en tendens til en længerevarende (3-5 år) persistens blandt den del af investeringsforeninger, der har fået det laveste afkast.¹⁶¹⁷

Nyere internationale studier af persistens blandt pensionselskaber giver resultater, der svarer til dem for investeringsforeninger. Bauer et al. finder således ikke tegn på persistens i afkast blandt 954 amerikanske pensionselskaber i

perioden 1992-2004, med undtagelse af passivt forvaltede "Defined Contribution" selskaber, der viste tegn på persistens blandt de selskaber, der præsterede dårligst.¹⁸ Et omfangsrigt studie af 4.617 porteføljer, der er forvaltet af 1.448 institutionelle virksomheder på vegne af pensionselskaber i perioden 1991-2008, viser desuden, at der er begrænset eller ingen persistens i afkast.¹⁸ Endvidere konkluderer Huang og Mashieu ud fra en analyse af 57 hollandske pensionselskaber i perioden 1998-2006, at der ikke er tegn på persistens i selskabernes performance over tid, og at historisk performance dermed ikke fortæller noget om pensionselskabernes fremtidige performance.¹⁹

16 Cuthbertson K., Nitzsche D. og O'Sullivan, N. (2010). Mutual fund performance: Measurement and evidence? *Financial markets, institutions and instruments*, vol. 19 (2), s. 95-187.

17 Bauer R., Frehen R., Lum H. og Otten R. (2007). The performance of US pension funds. New insight into the agency costs debate. *International Centre for Pension Management*.

18 Busse J.A., Goyal A. and Wahal S. (2010). Performance and Persistence in Institutional Investment Management. *The Journal of Finance*, vol. 65 (2), s. 765-790.

19 Huang X. og Mashieu R.J. (2012). Performance persistence of Dutch pension funds. *De Economist*, vol. 160, s. 17-34.

20 Der er forskellige bud på, hvordan man kan skelne mellem held/uheld og dygtighed/udygtighed jf. bl.a. Kosowski et al. (2006). Can Mutual Fund Stars Really Pick Stocks? New evidence from a Bootstrap Analysis; Fama og French (2010). A five-factor asset pricing model; og Barras et al. (2010). False discoveries in mutual fund performance: Measuring luck in estimated alphas.

5. Prisforskelle har en stor betydning for opspareren

Prisen for at få investeret sin pensionsordning kan have betydning for levestandarden som pensionist. Hvis det som et illustrativt eksempel lægges til grund, at en højere pris ikke medfører et højere bruttoafkast, får de pensionsopsparende, der er i selskaber med de højeste investeringspriser, udbetalt ca. 40.000 kr. mindre hvert år på pension før skat og evt. modregning i offentlige ydelser end de pensionsopsparende, der er i pensionselskaber med de laveste investeringspriser, jf. tabel 2. Det svarer til ca. 3.300 kr. før skat mv. hver måned.

Hvis opsparende i et selskab med en investeringspris på 0,8 pct. vil opnå samme pensionsudbetaling som opsparende i et selskab med en investeringspris på 0,4 pct., skal opsparende blive omkring 1 år længere på arbejdsmarkedet.

Tabel 2: Årlig udbetaling af pensionsopsparring for tre pensionsopsparende, tilknyttet hvert deres selskab

	Opsparer A	Opsparer B	Opsparer C
Pensionselskab	Selskab 1	Selskab 2	Selskab 3
Pris for investering	0,4 pct.	0,6 pct.	0,8 pct.
Årlig udbetaling ved pension	403.000 kr.	382.000 kr.	363.000 kr.

Anm.: Beregningerne tager udgangspunkt i en nominal rente på 4,5 pct. før omkostninger og PAL-skat, pris for administration på 0,1 pct., en årlig nominal lønudvikling på 3 pct., en inflation på 2 pct., en årlig indbetaling på 35.000 kr., en PAL-skattesats på 15,3 pct., en opsparingsperiode på 40 år og en samlet op- og nedsparringsperiode på 55 år.

6. Nuværende information kan forbedres

Der har i Danmark været stor fokus på at sikre, at opsparende kan gennemskue deres pension. Det vedrører både information om opsparendes personlige pensionsordninger gennem PensionsInfo samt information om selskabernes priser og afkast m.m. på Fakta om Pension, jf. boks 4.

Boks 4. Eksisterende pensionsplatforme

Fakta om Pension er en brachedrevet platform, hvor man inden for forskellige kundetyper (bestemt ud fra kategorier af alder, årlig pensionsindbetaling og pensionsformue) kan sammenligne de enkelte pensionselskabers ordninger på afkast, omkostninger, forsikringer, risiko, services og rådgivning.

PensionsInfo er en forening og et samarbejde mellem alle danske banker, sparekasser, pensionskasser, LD, Moderniseringsstyrelsen og pensions- og forsikringselskaber. På PensionsInfo kan opsparende få et overblik over deres personlige pensionsordninger. Det gælder både de aktive ordninger, der indbetales til, og hvilende ordninger. PensionsInfo giver også et overblik over de udbetalinger, man kan forvente, når man går på pension. Her er det muligt at se, hvor meget man får udbetalt ved forskellige tilbagetrækningsaldrer. PensionsInfo er således en platform, der samler væsentlige oplysninger om den enkelte opsparende pension.

PensionsInfo er en vigtig informationskilde for opsparende, som gerne vil have et umiddelbart overblik over deres personlige pensionsordninger. Det er imidlertid ikke muligt på PensionsInfo at se, hvordan opsparendes pensionselskab(er) klarer sig i forhold til andre selskaber. Det anbefales, at PensionsInfo udbygges, så det bliver lettere for den enkelte opsparende at få information, som kan indikere, om det pensionselskab, der administrerer opsparendes pension, klarer sig godt.

Desuden anbefales, at PensionsInfo kan give adgang til personlige nøgletal for pensionselskabets performance. Det kan fx omfatte omkostninger, afkast, risiko og produktvilkår. Sigtet er, at opsparende hurtigt kan skabe sig et overblik over, hvad prisen er på sin egen pensionsordning, og hvad en lignende ordning koster hos andre selskaber på markedet.

Når pensionselskaber skal lave pensionsprognoser for opsparende i selskabet, fx i indberetningen til PensionsInfo, skal de i dag bruge standardsatser for investeringsomkostninger for en række aktivklasser. Standardsatserne gør det sværere at sammenligne investeringsomkostningerne i forskellige selskaber.

Det anbefales, at opsparende også kan få vist pensionsprognoser på PensionsInfo på baggrund af de faktiske investeringsomkostninger, da det vil synliggøre den mulige betydning af priserne på kapitalforvaltning i prognoserne. Dette skal ses i sammenhæng med, at det ikke er sikkert, at de højere priser på investering, som nogen selskaber tager, giver pengene igen i form af tilsvarende højere afkast.

Endelig kan det overvejes, om PensionsInfo kan udvikles, så det bliver muligt – med få klik – at igangsætte en flytning af den hvilende ordning til et andet selskab, hvis opsparende ønsker det. Dette vil reducere den administrative byrde ved at flytte en hvilende ordning. Derved vil opsparende blive mere aktive og i højere grad reagere på eventuelle prisforskelle i markedet.

Brancheorganisationen Forsikring & Pension har efter offentliggørelsen af Konkurrencerådets analyse af pensionsmarkedet lavet en række initiativer, der skal skabe mere åbenhed og gennemsigtighed om pension for de danske opsparende, og som bl.a. har til formål at mindske antallet af små ordninger uden indbetaling og ordninger under udbetaling. Forsikring & Pension er desuden ved at belyse fordele og ulemper ved at bruge hhv. standardiserede og faktiske investeringsomkostninger.