

Pensionsmarkedsrådets  
rapport om  
Unit Link i danske pensionsordninger

Pensionsmarkedsrådet  
Marts 2006

ISBN 87-7985-037-5

## Indholdsfortegnelse

Pensionsmarkedsrådets anbefalinger	4
I. .... Sammenfatning	5
II. ... Indledning	8
II.1.    Kommissoriet	8
II.2.    Rapportens struktur	9
III. ... Traditionelle produkter, Unit Link og mellemvarianter	9
III.1.    Traditionelle produkter	10
III.2.    Unit Link	11
III.3.    Mellemvarianter	13
IV... Unit Link ordninger	15
IV.1.    Unit Link forsikring	15
IV.1.1.    Konto og udbetaling ved død	15
IV.1.2.    Afkast – markedsafkast eller garanti for et vist minsteafkast	15
IV.1.3.    Kombinationer af Unit Link og traditionel forsikring	16
IV.1.4.    Valgbare puljer er oftest investeringsforeninger	16
IV.1.5.    Forsikringstagerens valg og omvalg af puljer	16
IV.1.6.    Placeringsregler	17
IV.1.7.    Omkostninger og omkostningsstruktur ved Unit Link forsikringer	17
IV.1.8.    Udbydere af Unit Link forsikringer	18
IV.1.9.    Udbredelsen af Unit Link forsikringer	19
IV.2.    Puljeordninger i pengeinstitutter	19
IV.2.1.    Valgbare puljer	20
IV.2.2.    Kundens valg og omvalg af puljer	20
IV.2.3.    Placeringsregler	20
IV.2.4.    Omkostninger i puljeordningerne	21
IV.2.5.    Udbydere af puljeordninger	22
IV.2.6.    Udbredelsen af puljeordninger	22
IV.3.    Særlig Pensionsopsparing (SP)	23
IV.3.1.    Unit Link i SP	23
IV.3.2.    Puljer på Folkebørsen	23
IV.3.3.    Kontohaverens valg og omvalg af puljer	23
IV.3.4.    Placeringsregler	23
IV.3.5.    Omkostninger	24
IV.3.6.    Statistik om SP	24
IV.4.    Lønmodtagernes Dyrtidsfond	24
IV.4.1.    Valgbare puljer i LD	25
IV.4.2.    Kontohaverens valg og omvalg af puljer	25
IV.4.3.    Placeringsregler	25
IV.4.4.    Omkostninger	25
IV.4.5.    Statistik om LD	26
V.... Præsentation og markedsføring af Unit Link og puljeprodukter	26
V.1.    Unit Link forsikring	26
V.2.    Puljeordninger	27
V.3.    SP	27
V.4.    LD	28
VI... Formidling af Unit Link ordninger og puljeordninger	28

VI.1.	Formidling af Unit Link ordninger i forsikringsselskaber, ATP og LD	28
VI.1.1.	Generel pensionsrådgivning	29
VI.1.2.	Hjælpeværktøjer	30
VI.1.3.	Information om de enkelte puljer	31
VI.2.	Pengeinstitutters formidling af puljeordninger	32
VI.2.1.	Individuel formidling af puljeordninger	32
VI.2.2.	Særlige retningslinier for administration af puljer	33
VI.2.3.	Information ved oprettelse af puljeordning	33
VI.2.4.	Løbende information om puljen	34
VII..	Omkostningsstrukturer	34
VII.1.	Unit Link ordninger	34
VII.1.1.	Løbende indbetalinger	34
VII.1.2.	Indskud/engangsbetalinger	34
VII.1.3.	Depotomkostninger	35
VII.1.4.	Administrationsomkostninger	35
VII.1.5.	Handelsomkostninger	37
VII.1.6.	Genkøbsomkostninger	40
VII.1.7.	Forskelle i omkostningsstruktur	40
VII.2.	Pengeinstitutter	40
VII.3.	SP og LD	42
VII.4.	Opsummerende om omkostningsstrukturer	43
VIII.	Omkostningers og omkostningsstrukturers betydning	44
VIII.1.	Unit Link selskaber og arbejdsmarkedspensioner	45
VIII.1.1.	Standardprofil	45
VIII.1.2.	Fondsadministrationsomkostninger	46
VIII.1.3.	Regneeksempler korrigeret for fondsadministrationsomkostninger	48
VIII.1.4.	Handelsaktivitet	48
VIII.1.5.	Større engangsindskud og større løbende indbetalinger	50
VIII.1.6.	Omkostning ved jobskifte eller tilbagekøb	51
VIII.2.	Puljeordninger i pengeinstitutter	51
VIII.3.	SP og LD	53
VIII.4.	Andre omkostninger	55
VIII.5.	Omkostninger i Unit Link ordninger og traditionelle produkter	56
VIII.6.	Regneeksempler for depot ved udløb	58
VIII.7.	Opsummerende vedrørende regneeksempler	60
IX...	Bilag	62
	Bilag 1: Morning Star Rating	62
	Bilag 2: Investigate rating	64
	Bilag 3: atpRating	65
	Bilag 4: Beskrivelse af beregninger	66

## Pensionsmarkedsrådets anbefalinger

Pensionsmarkedsrådet har gennemgået arbejdsgruppens rapport og anbefaler på den baggrund følgende:

*Pensionskunderne skal ved udbud af Unit Link ordninger og lignende ordninger have mulighed for at træffe et valg på et oplyst og gennemsigtigt grundlag.*

Rapporten illustrerer, at internetbaserede informations- og hjælpeværktøjer spiller en væsentlig rolle i mange pensionsinstitutters formidling af Unit Link produkter og information herom.

Pensionsmarkedsrådet påregner at vende tilbage til spørgsmålet om rådgivning og information senere på året.

*Pensionsinstitutterne skal enten selv tilbyde kunderne individuel investeringsrådgivning, eller opfordre kunderne til at søge uvildig professionel investeringsrådgivning.*

Det foreslås, at god skik bekendtgørelsen for finansielle virksomheder præciseres i overensstemmelse hermed.

*Pensionskunderne skal sikres sådan information, så de får mulighed for at vurdere betydningen af omkostningerne og omkostningsstrukturerne for pensionsudbetalingerne.*

*Pensionskunderne skal herunder have adgang til information om alle anvendte omkostninger, herunder omkostninger, som afholdes internt i de investeringsforeninger(puljer) der udbydes samt oplysning om formidlings- og markedsføringsprovision, og om hvordan institutterne behandler disse provisioner.*

Dette kan f. eks. ske ved i lovgivningen at stille krav om, at omkostningernes betydning illustreres ved nogle bestemte, generelle eksempler, eksempelvis ved en omkostningsprocent/nøgletal. Det vil tillige være ønskeligt at betydningen af forskellige investeringsfaktorer, der har indflydelse på omkostningerne f.eks. at investere/omlægge beholdningen ofte/sjældent m.v., forklares for kunden. Desuden bør kunden præsenteres for nogle regneeksempler, som viser omkostningernes betydning for den konkrete kunde. Eksemplerne bør tage udgangspunkt i det beløb kunden ønsker at spare op til pension ved forskellige risikoprofiler med forskellige omplaceringsintervaller.

*Herudover bør pensionskunderne få oplysninger, så de kan sammenligne omkostninger i forskellige Unit Link ordninger på en nem og overskuelig måde.*

Dette kan eksempelvis ske ved i lovgivningen at indføre en fælles formel for beregning af en omkostningsprocent/nøgletal i Unit Link ordninger, jf. forslaget ovenfor.

*Der bør desuden arbejdes hen imod, at gøre det muligt at sammenligne omkostninger i Unit Link med omkostninger i andre pensionsordninger, herunder opgørelse af omkostningerne i de traditionelle ordninger med eller uden risikotillæg.*

Dette kan f. eks. ske ved, at der også for andre pensionsordninger indføres et omkostningsnøgletal, der altid skal præsenteres i selskabets materiale via nogle lignende standardeksempler som i Unit Link, med henblik på, at kunderne kan sammenligne omkostnin-

gerne i de forskellige typer af ordninger.

## I. Sammenfatning

Udbredelsen af Unit Link produkter er øget i de senere år og er fortsat stigende. Unit Link udgør i mange pensionsordninger et helt eller delvist alternativ til traditionelle pensionsprodukter, og der kommer hele tiden nye produkter til på området. Samtidig er der tale om et område, som ikke tidligere har været beskrevet i en samlet sammenhæng.

På den baggrund har Pensionsmarkedsrådet nedsat en arbejdsgruppe med henblik på at beskrive "Unit Link ordningerne" og belyse sådanne ordningers omkostninger og omkostningsstruktur samt anbefale, hvorledes man sikrer enkelhed og gennemsigtighed. Undersøgelsen belyser dels Unit Link ordninger udbudt af forsikringsselskaber og tværgående pensionskasser, dels puljeordninger udbudt af pengeinstitutter, SP og af LD. I deres indhold er der tale om meget forskelligartede produkter, der spænder fra pensionsforsikringer med dækning ved både alder, invaliditet og død og med individuelt valg af ydelsessammensætning til rene opsparingsprodukter uden forsikringsindhold.

Unit Link ordninger er ordninger, hvor de investeringsmæssige beslutninger helt eller delvist overlades til den enkelte pensionsopsparer. Derfor rummer Unit Link i så henseende særlige udfordringer med hensyn til kundernes forståelse og stiller særlige krav til selskabernes information, vejledning og rådgivning.

Unit Link ordninger er ordninger, hvor opsparingen knyttes (linkes) til den værdimæssige udvikling i en bagvedliggende portefølje af aktiver (units), der er ejet af pensionsselskabet. Den enkelte kan vælge sin egen investeringsstrategi og får et afkast, som svarer til værdiudviklingen i den underliggende portefølje. Unit Link ordninger opererer således i et markedsrentemiljø i modsætning til det gennemsnitsrentemiljø, der omgiver traditionelle forsikringsprodukter.

I rene Unit Link produkter bærer opsparereren hele markedsrisikoen. Til gengæld har den enkelte mulighed for at følge en individuel investeringsstrategi, og mulighed – men ikke sikkerhed - for at opnå et højere langsigtet afkast.

Der eksisterer også forskellige typer af produkter, hvor selskabet garanterer et vist afkast, men hvor kundens valgfrihed i investeringspolitikken samtidig begrænses. I nogle selskaber udgør sådanne produkter hovedparten af den samlede pensionsopsparing i Unit Link ordninger.

Unit Link ordninger udbudt af forsikringsselskaber omfatter typisk valgmulighed mellem 10 til 50 forskellige investeringsforeninger udbudt af mellem 5 og 10 forskellige udbydere. Puljeordninger omfatter typisk valgmulighed mellem 3 til 8 forskellige puljer, som er sammensat og forvaltet af udbyderen selv. LD udbyder 11 puljer, hvoraf 5 er forvaltet af andre porteføljeforvaltere. Folkebørsen, som er rammen om puljevalget i SP, har godt 200 tilmeldte investeringsforeninger udbudt af knap 30 forskellige porteføljeforvaltere.

I puljeordninger, Unit Link opsparing og forsikringer uden udbetalingsgaranti er investeringen af aktiverne som udgangspunkt ikke underkastet nogen begrænsning bortset fra de begrænsninger, der måtte vedrøre de enkelte puljer – eks. spredningsregler for investeringsforeninger. Er der derimod knyttet en udbetalingsgaranti til ordningen, skal aktiverne uanset størrelsen af garantien leve op til de samme placeringsregler, som finder anvendel-

se i forbindelse med traditionel forsikring.

Unit Link produkter og puljeprodukter præsenteres primært som produkter, der tillader den enkelte en høj grad af valgfrihed i investeringsvalget. Samtidig betones det, at en højere investeringsrisiko giver mulighed for et højere afkast, men også giver mulighed for tab. I sammenhæng hermed præsenterer nogle selskaber overordnede sammenligninger mellem Unit Link produkter og puljeprodukter i forhold til mere traditionelle alternativer.

For den enkelte kunde kan det dog være vanskeligt omkostningsmæssigt at sammenligne Unit Link produkter med traditionelle produkter, og der gøres generelt ikke direkte opmærksom på omkostningsmæssige aspekter.

En række pensionselskaber har udviklet internettjenester, som leverer generel information og vejledning, detaljeret information om valgbare puljer, oplysninger om omkostninger mv., adgang til mere eller mindre avancerede støtteværktøjer, adgang til at se personlige kontooplysninger og placeringer samt adgang til at foretage valg.

Udviklingen af elektroniske støtteværktøjer og i det hele taget udviklingen af elektronisk kommunikation, synes central i forhold til at minimere omkostningerne ved pensionsordninger med valgfrihed på investeringssiden - især for så vidt angår arbejdsmarkedspensioner, SP og LD. Det meget brede udbud af Unit Link ordninger, som formidles af disse selskaber, og som også retter sig mod kunder med relativt beskedne indeståender, depoter og indbetalinger, ville af omkostningsmæssige årsager næppe være muligt uden internettet og den formidling, som muliggøres her.

For udbydere af individuelt tegnede pensionsordninger og nogle firmaordninger er elektronisk baseret kommunikation oftest et supplement til individuel rådgivning, som kan være ganske omfattende og detaljeret.

Omkostningsstrukturerne knyttet til Unit Link ordninger og puljeordninger er med ganske få undtagelser temmelig komplekse, med anvendelse af en række forskellige gebyrer og omkostningsfradrag. Pensionsopspareren har ikke nødvendigvis enkel adgang til alle relevante informationer – herunder dækkende informationer om omkostninger i de underliggende investeringsforeninger og håndteringen af formidlings- og markedsføringsprovision. Hertil kommer, at der er store variationer i produktindhold og omkostningsstruktur de enkelte udbydere imellem.

Skemaet nedenfor opsummerer forskellige typer af omkostninger og gebyrer og deres forekomst i forskellige typer af Unit Link og puljeprodukter. For de produkter, der indeholder forsikringsdækning ved f.eks. invaliditet eller død, dækker elementerne også omkostningerne ved administration heraf.

	Unit link ordninger	Pulje-ordninger	Traditionelle ordninger	ATP (SP)	LD
Præmieomkostninger (%-andel af de løbende præmier)	X		X		
Indskudsomkostninger (%-andel af indskud)	X		X		
Depot/opbevaringsomkostninger	X	X		X	X
Administrationsomkostninger					
- gebyr som %-andel af depot	X	X			
- fast gebyr som kronebeløb	X		X	X	
Kurtage/handelsomkostninger (omlægning iværksat af kunden)	X	X		X	X
Fondsadministrationsomkostninger	X	X		X	X

Der er gennemført en række beregninger, som belyser omkostningernes betydning for den samlede pensionskapital. Beregningerne er gennemført for en lang række forskellige pensionsinstitutter på grundlag af offentligt tilgængelige omkostningsoplysninger, således som disse forelå pr. 1. januar 2005. I rapporten optræder selskaberne dog anonymt.

Omkostningerne kan ikke sammenlignes på tværs mellem selskaber eller mellem de forskellige typer af pensionsinstitutter uden samtidig at vurdere produkternes indhold. Ordningerne har det til fælles, at kunden selv kan sammensætte sine investeringsvalg, men i øvrigt er produkterne meget forskellige, f.eks. for så vidt angår forsikringsdækning, adgang til personlig rådgivning etc.

Beregningerne viser, at der er store forskelle i omkostningernes langsigtede betydning. Selv forholdsvis små forskelle i de løbende omkostningers størrelse kan få stor betydning efter en opsparingsperiode på 10, 20 eller 30 år.

Der ses et spænd i omkostningernes belastning efter en opsparingsperiode på 30 år fra ca. 13% for det billigste produkt (SP og LD undtaget) til ca. 30 % for det dyreste.

SP og LD er lovbundne ordninger. SP og LD har blandt andet derfor væsentligt lavere omkostninger end andre pensionselskaber.

Beregningerne viser, at der helt generelt er stor variation med hensyn til omkostningernes langsigtede betydning blandt forsikringsselskaber. Derimod er variationen forholdsvis lille blandt pengeinstitutter.

Beregningerne viser endvidere, at pensionsopsparerens adfærd – størrelsen af et eventuelt indskud, størrelsen og stabiliteten af eventuelle løbende indbetalinger, opsparingshorisont og aktivitet i forhold til mulighederne for at vælge puljer og ændre trufne puljevalg - har væsentlig betydning for omkostningernes størrelse.

Beregningerne indeholder sammenligninger i forhold til traditionelle forsikringsprodukter. Sammenligning mellem traditionel forsikring og Unit Link forsikring vanskeliggøres dog af det simple forhold, at de i traditionel forsikring involverede garantier sædvanligvis vil indebære en væsentlig mere forsigtig aktivfordeling, end der er forudsat i beregningerne. Hertil kommer, at den værdi, som garantiene repræsenterer for kunden, ikke kan inddrages i beregningerne.

Med disse begrænsninger in mente peger de foretagne beregninger umiddelbart på, at omkostningernes langsigtede betydning for det samlede pensionsresultat generelt er større i

Unit Link ordninger end i traditionelle alternativer.

Imidlertid skal omkostningernes langsigtede betydning ses i sammenhæng med det opnåede afkast. Den enkelte kan vælge at anlægge en mere risikobetonet investeringsstrategi med en højere aktieandel og har herved mulighed – men ikke sikkerhed – for at opnå et højere afkast. Hvis der på denne måde opnås et højere afkast, vil det kunne resultere i et positivt nettoresultat på trods af de relativt større omkostninger.

Beregningerne peger således på, at et højere afkast – alt andet lige - vil kunne opveje omkostningernes større langsigtede betydning. Resultatet afhænger i væsentlig grad af porteføljesammensætningen i den valgte Unit Link ordning og af den vægt, der lægges på risikotillægget i vurderingen af den traditionelle ordning. (Risikotillægget er en betaling til forsikringsgiver, for den risiko forsikringsgiver påtager sig, i og med egenkapitalen belastes, hvis de afgive tilsagn ikke kan opfyldes).

Hvorvidt de relativt større omkostninger faktisk opvejes af et højere afkast, og om der opnås et samlet positivt nettoresultat, afhænger naturligvis af det faktisk opnåede afkast. Det skal her erindres, at de i beregningerne anvendte afkastforudsætninger indebærer en forskel i det langsigtede afkast på obligationer og aktier på 1,5%.

En højere aktieandel indebærer samtidig en større risiko, som i beregningerne fastholdes uændret helt frem til pensionsalderen. Betydningen af den større risiko er ikke inddraget i beregningen og skal derfor erindres særskilt ved fortolkningen af beregningerne. Der er ikke foretaget beregninger, som kan belyse sandsynligheden for, at pensionsopspareren vil opleve et positivt nettoresultat.

## II. Indledning

Unit Link ordninger er ordninger, hvor de investeringsmæssige beslutninger helt eller delvist overlades til den enkelte pensionsopsparer. Derfor rummer Unit Link i så henseendesærlige udfordringer med hensyn til kundernes forståelse og stiller særlige krav til selskabernes information, vejledning og rådgivning.

Udbredelsen af Unit Link produkter er øget i de senere år og er fortsat stigende. Unit Link udgør i mange pensionsordninger et helt eller delvist alternativ til traditionelle pensionsprodukter, og der kommer hele tiden nye produkter til på området. Samtidig er der tale om et område, som ikke tidligere har været beskrevet i en samlet sammenhæng.

På den baggrund har Pensionsmarkedsrådet nedsat en arbejdsgruppe med henblik på at beskrive "Unit Link ordningerne" og belyse sådanne ordningers omkostninger og omkostningsstruktur.

### II.1. Kommissoriet

Kommissoriet for Pensionsmarkedsrådets arbejdsgruppe er som følger:

*"Arbejdsgruppen skal foretage en beskrivelse af Unit Link ordningerne, herunder skal omkostningsstrukturen beskrives, og der bør foretages en sammenligning med omkostninger i forbindelse med andre finansielle pensionsprodukter.*

*Arbejdsgruppens arbejde skal munde ud i en anbefaling af, hvorledes man sikrer enkelhed og gennemsigtighed på området, således at pensionskunderne får et enkelt, forståeligt og fyldestgørende grundlag for at vurdere og sammenligne Unit Link ord-*



*ninger og omkostningerne ved at anvende dem.*

*Arbejdsgruppens arbejde bør afsluttes ultimo november således, at der kan sigtes mod behandling af Arbejdsgruppens rapport i Pensionsmarkedsrådet på mødet den 9. december 2004.”*

Arbejdsgruppens sigte har været at belyse Unit Link ordninger og beslægtede produkter, således som de forekommer på det danske pensionsmarked. I det perspektiv falder de produkter, som undersøgelsen søger at belyse, i to store områder: Unit Link ordninger udbudt af forsikringselskaber m.fl. og puljeordninger udbudt pengeinstitutter, SP og LD.

Arbejdsgruppen præsenterede en foreløbig rapport for Pensionsmarkedsrådet i december 2004 og har præsenteret yderligere udkast i løbet af 2005. Arbejdsgruppens endelige rapport blev forelagt Pensionsmarkedsrådet i januar 2006.

Arbejdsgruppens medlemmer: Keld Nicolaisen, ATP (fmd.), Jan Kjæraa Rasmussen, LO, Steen Müntzberg, DA, Lotte Aakjær Jensen, Forbrugerrådet, Jesper Ruvald Knudsen, Finansrådet, Steen Kristiansson, Forsikring & Pension, Christian von Pein, Økonomi- og Erhvervsministeriet, Torben Mark Petersen, Økonomi- og Erhvervsministeriet (frem til udgangen af marts 2005), Ole Beier Sørensen, ATP samt Lisbeth Siezing, ATP (sekretær for gruppen).

## **II.2. Rapportens struktur**

Rapportens afsnit III rummer en kort beskrivelse af traditionelle pensionsprodukter, Unit Link produkter og forskellige mellemvarianter.

I afsnit IV gennemgås hovedtrækkene af Unit Link ordninger i livsforsikringselskaber og tværgående pensionskasser, pengeinstitutter samt i de to lovregulerede ordninger SP og LD.

I rapportens afsnit V og VI ses der dels nærmere på selskabernes præsentation og markedsføring af Unit Link produkter og puljeprodukter, dels på selskabernes bidrag til, at kunderne kan opnå et klart og oplyst valggrundlag samt på den vejledning, rådgivning og opfølgning, som selskaberne stiller til rådighed for kunderne.

I rapportens afsnit VII belyses omkostningsstrukturen i Unit Link ordninger og puljeordninger.

Endelig ses der i afsnit VIII nærmere på omkostningernes generelle betydning såvel som den konkrete omkostningsfordelingsmodels betydning for kunden. Herunder vurderes Unit Link produkter i forhold til andre pensionsprodukter.

## **III. Traditionelle produkter, Unit Link og mellemvarianter**

Det danske pensionssystem består af tre søjler. I første søjle er de lovbaserede ordninger, som folkepensionen og ATP, SP og LD. Anden søjle udgøres af arbejdsmarkedspensioner, som omfatter pensioner, der aftales som led i en overenskomst (overenskomstbaserede pensioner), eller som aftales mellem ansatte og ledelsen eller fastlægges af ledelsen i en given virksomhed (firmapensioner). Endelig udgøres den tredje søjle af helt individuelle ordninger, som den enkelte opretter på eget initiativ. De forskellige delelementer har nogenlunde veldefinerede roller i det samlede pensionssystem, men der er meget stor variation med hensyn til elementernes relative betydning for den enkelte på tværs af befolkning-

gen.

### III.1. Traditionelle produkter

Kerneelementet i ATP-ordningen, i en typisk arbejdsmarkedspension, i mange firmapensionsordninger såvel som i mange individuelle pensionsforsikringsordninger er en traditionel pensionsforsikring, hvor medlemmet eller kunden indbetaler en præmie til forsikrings-selskabet eller pensionskassen og dermed køber ret til en pensionsudbetaling, livsforsikring og eventuel dækning ved tab af erhvervsevne af en bestemt, garanteret mindste størrelse.

Præmien på forsikringer med garanterede ydelser skal i henhold til lovgivningen fastsættes til den sikre side, hvilket sædvanligvis indebærer, at der i løbet af forsikringernes løbetid opstår et forsikringsteknisk overskud. En del af et sådant overskud skal tilbageføres til forsikringstagerne i overensstemmelse med det såkaldte beregningsmæssige kontributionsprincip.

Den opkrævede præmie består af 2 dele: en risikopræmie og et omkostningstillæg.

Risikopræmien er betalingen for selve den forsikringsmæssige dækning, mens omkostningstillægget er et beløb, som har til formål at finansiere - helt eller delvist - de med forsikringsvirksomheden forbundne omkostninger.

Omkostningstillægget er normalt fastsat som en procentandel af risikopræmien med tillæg af et fast beløb. Hvis de faktiske omkostninger er større end omkostningstillægget, vil selskabet kunne finansiere omkostningsunderskuddet gennem finansindtægterne, såfremt disse er tilstrækkelige i forhold til den eller de anvendte grundlagsrentefødder. I modsat fald vil omkostningsunderskuddet f.eks. skulle finansieres ved træk på selskabets reserver."

I praksis bliver en del af omkostningerne - de omkostninger, som kan henføres til investeringsaktiviteten - bogføringsmæssigt håndteret adskilt fra omkostninger vedrørende forsikringsvirksomheden. De omkostninger, som henføres til investeringsvirksomheden, fastsættes således af det enkelte livsforsikringsselskab i overensstemmelse med egne valgte principper, der dog naturligvis ikke må modvirke kravet om, at regnskabet skal være retvisende etc. Dette forhold skal have i erindring i forbindelse med sammenligning af de af livsforsikringsselskaberne offentliggjorte omkostningsprocenter af præmier.

De indbetalte præmier ejes af selskabet/pensionskassen og ikke af kunden/medlemmet, og selskabet er ifølge loven forpligtet til at investere midlerne, så de giver det højeste mulige afkast, dog under passende hensyn til den hermed forbundne risiko, således at selskabet vedvarende kan honorere de afgivne garantier. Forudsætningerne for de afgivne garantier skal ifølge loven være fastsat forsigtigt. Der vil således sædvanligvis blive skabt et overskud, som kunden/medlemmet har krav på en andel af i form af bonus. Selskabet har ret til at udjævne bonusudbetalingen over tid, således at kunden/medlemmet ikke nødvendigvis bliver tilskrevet en forrentning svarende til årets afkast, men et "udjævnet" afkast af de investerede midler. Dette kaldes for et "gennemsnitsrentemiljø".

Gennemsnitsrentemiljøet er i høj grad knyttet til afgivelsen af garantier, idet retten til at udjævne tilskrivningen af afkast til kunden, gør det lettere for selskabet at honorere garantierne. Der eksisterer dog også pensionskasser, der ikke har afgivet pensionsgarantier, men som alligevel opererer med et gennemsnitsrentemiljø. Det "forsikrer" den enkelte mod at være heldig eller uheldig med hensyn til tidspunktet for ind- og udtræden af ordningen.

### III.2. Unit Link

Unit Link produkter har vundet stadig større udbredelse i de senere år, og Unit Link udgør ofte et tilvalgt til eller et helt eller delvist alternativ til traditionelle produkter.

Det særlige ved Unit Link produkter er for det første, at de indbetalte præmier forrentes i overensstemmelse med udviklingen i værdien af nogle nærmere angivne aktiver (forrentningen er knyttet – eller linket – til en bestemt pulje (unit)), og for det andet at pensionsopsparerer får mulighed for helt eller delvist selv at vælge investeringsstrategi. Linkningen til afkastet af en bestemt pulje (eller puljer) betyder, at Unit Link ordninger opererer i et markedsrentemiljø i modsætning til et gennemsnitsrentemiljø, således at kunden som udgangspunkt hvert år får tilskrevet afkastet af puljen, uanset om det er positivt eller negativt.

Unit Link ordninger er oftest indrettet med henblik på at give pensionsopsparerer mulighed for at få indflydelse på valg af – eller helt selv at vælge – investeringsstrategi gennem at udpege bestemte puljer, som pensionsmidlerne herefter placeres i.

Puljerne<sup>1</sup> kan bestå af en af udbyderen sammenstillet gruppering af værdipapirer – dvs. at udbyderen foretager direkte investeringer i aktier og obligationer - som det typisk er tilfældet i pengeinstitutternes puljeordninger og i LD - eller den kan bestå af investeringer i forskellige puljer (investeringsforeninger), som typisk hver især har en bestemt investeringsmæssig profil – eks. danske aktier, europæiske aktier, lange danske obligationer etc. - som det typisk er tilfældet i forsikringsselskabernes Unit Link ordninger og i SP.

Spørgsmålet om, hvorvidt udbyderen er direkte ejer af de bagvedliggende værdipapirer eller alene er indirekte ejer deraf gennem et ejerskab af investeringsbeviser, har ingen betydning for en Unit Link ordnings virkemåde. Derimod kan forskelle m.h.t. ejerskab have omkostningsmæssig betydning, og det kan have betydning for den enkeltes mulighed for at skaffe sig viden om og overskue de underliggende investeringers samlede sammensætning og risiko mv. – også selvom udbydere af Unit Link produkter typisk stiller omfattende og detaljeret information om de enkelte valgbare puljer til rådighed.

Valgfriheden i investeringspolitikken indebærer, at kunden ikke samtidig kan få en garanti for en mindste forrentning af de opsparede midler. I sin rene form er Unit Link produkter derfor uden forrentningsgarantier.

Unit Link forsikring følger samme hovedprincip, idet der dog altid er knyttet en forsikringsmæssig dækning til ordningen. Den forsikringsmæssige dækning kan være mere eller mindre direkte knyttet til kursudviklingen på de underliggende puljer, og den forsikringsmæssige dækning kan være mere eller mindre omfattende.

Pengeinstitutter kan efter pensionsbeskatningsloven alene producere opsparingsprodukter som kapital- og rateopsparing. Forsikringsselskaber og tværgående pensionskasser kan alene udbyde Unit Link i sammenhæng med et forsikringselement.

SP og LD er lovbaseede Unit Link ordninger. Der er tale om rene opsparingsordninger uden forsikringselementer.

---

<sup>1</sup> Ordene "pulje" og "fond" anvendes ofte synonymt. I denne rapport anvendes betegnelsen pulje. Investeringsforeninger og investeringsforeningsafdelinger betegner i lovgivningen veldefinerede investeringsobjekter; men undertiden omtales investeringsforeninger og investeringsforeningsafdelinger som puljer og opfattes således som en delmængde af disse begrebers samlede dækningsområde.

En hovedforskel mellem traditionelle pensionsordninger og Unit Link er således fordelingen af risiko. Ved udbudet af produkter med en garanti bærer selskabet som udgangspunkt risikoen for, at afkastet af de investerede midler er mindre end den forudsatte eller garanterede forrentning. Til gengæld vil selskabet følge en investeringsstrategi med et risikoniveau – og dermed langsigtede afkastforventninger – som er relativt lavere. I en ugaranteret Unit Link ordning bærer kunden derimod hele markedsrisikoen. Til gengæld herfor kan der være mulighed for at opnå et højere afkast, men der er ingen sikkerhed herfor.

I arbejdsmarkedspensionsordningerne – undtaget de mange firmaordninger - indgår Unit Link som oftest som et tilvalg, der i større eller mindre udstrækning kan erstatte den traditionelle dækning. Baggrunden herfor er den større individuelle risiko, og at det sædvanligvis er prioriteret at sikre en vis mindstedækning på traditionelle vilkår som det grundlag ovenpå hvilket, der eventuelt kan træffes mere individuelle beslutninger. I mange firmaordninger er Unit Link et fuldt alternativ til traditionelle produkter.

Helt individuelt aftalte ordninger kan spille en vigtig rolle for personer på arbejdsmarkedet, som ikke eller kun i begrænset omfang dækkes af ATP og arbejdsmarkedspensioner, og er herudover et supplement til folkepension, ATP og arbejdsmarkedspension for mange andre. Unit Link synes generelt at spille en mere fremtrædende rolle i sammenhæng med individuelt aftalte ordninger og firmaordninger, end tilfældet er i sammenhæng med kollektivt aftalte arbejdsmarkedspensioner.

<b>Tabel III.1: Indbetalinger og reserver/indeståender i Unit Link ordninger og puljeordninger</b>								
	Indestående/hensættelser				Indbetalinger/bidrag			
	2000		2004		2000		2004	
	mill. kr.	andel af samlede	mill. kr.	andel af samlede	mill. kr.	andel af samlede	mill. kr.	andel af samlede
Livs- og pensionsforsikring:								
Livsforsikrings-selskaber (alle liv) <sup>1)</sup>	5.102	0,9%	25.411	3,4%	2.311	5,4%	6.608	10,8%
Tværgående pensionskasser <sup>1)</sup>	475	0,2%	8.373	3,1%	291	2,9%	1.359	9,5%
Pengeinstitutter <sup>2)</sup> :								
- puljeordninger	78.177	38,0%	75.858	36,4%	4.501	34,3%	6.657	36,3%
- individuelle depoter	97.022	47,2%	97.289	46,6%	6.348	48,4%	8.663	47,2%
Lovregulerede ordninger:								
LD	61.428	100,0%	54.067	100,0%	Der sker ikke indbetaling til LD			
SP	21.158	100,0%	43.020	100,0%	6.879	100,0%	0 <sup>3)</sup>	-

<sup>1)</sup> Hensættelser er for 2004 estimeret ved investeringsaktiver tilknyttet Unit Link forsikringer

<sup>2)</sup> Oplysninger vedr. puljeordninger baseret på et estimat foretaget af Finansrådet ud fra data fra Finanstilsynet.

<sup>3)</sup> Indbetalingerne til SP var suspenderede i 2004 og 2005 og er yderligere suspenderede frem til og med 2007.

Kilde: Data fra Finanstilsynet, Finansrådet og Forsikring og Pension.

Unit Link dækker over meget forskellige konkrete ordninger og sammenhænge.

I det ene yderpunkt findes SP og LD, som vedrører et meget stort antal personer, men med relativt beskedne indeståender. I LD's tilfælde sker der ikke yderligere indbetalinger, mens indbetalingerne til SP – som aktuelt er suspenderede – er beskedne.

I det andet yderpunkt findes selskaber, som udbyder individuelle pensionsordninger og firmapensionsordninger, hvor kundernes antal er betydeligt mindre, men hvor indskud, indbetalinger og indeståender ofte er meget betydelige. Således har ét sådant selskab oplyst, at de gennemsnitlige årlige indbetalinger til selskabets individuelle pensionsordninger udgør 62.000 kr.

I mellem disse yderpunkter findes typiske arbejdsmarkedspensioner, som typisk tilbyder medlemmerne at placere en mindre andel – eks. 33% - af de samlede indbetalinger i Unit Link. For Unit Link kunder i dette regi vil der typisk være tale om indbetalinger, som er langt mindre end det ovennævnte beløb.

Udbredelsen af Unit Link i Danmark er øget i de senere år, men udbredelsen kan alene belyses på et helt overordnet og aggregeret niveau – jf. tabel III.1. og afsnit IV.1.9. Der findes derimod ikke data på selskabsniveau – udover data vedrørende de lovbundne ordninger LD og SP – eller brancheniveau, som mere detaljeret kan belyse pensionstagernes interesse for og anvendelse af de muligheder for investeringsvalg, der er knyttet til Unit Link ordninger.

### **III.3. Mellemanvarianter**

Ikke mindst i de seneste år har en række forskellige selskaber udbudt nye typer af produkter, hvor nogle af de egenskaber, der karakteriserer de traditionelle forsikringsprodukter, søges kombineret med nogle af de egenskaber, der karakteriserer Unit Link.

Der eksisterer således forskellige typer af Unit Link produkter, hvor selskabet garanterer et vist afkast, men hvor kundens valgfrihed i investeringspolitikken samtidig begrænses. I den udstrækning der i sådanne ordninger gives adgang til at træffe individuelle investeringsvalg, er disse investeringsvalg underlagt samme investeringsregler, som er gældende for traditionel forsikring.

Et kommercielt forsikringssselskab oplyser, at 50 pct. af midlerne i selskabets Unit Link ordning er tilknyttet en garanti. Denne andel har på det seneste udvist en faldende tendens.

En tilsvarende tendens gør sig gældende for præmierne til Unit Link ordninger. Ifølge tal fra Forsikring & Pension gik 28% af de samlede præmier til Unit Link ordninger i 2003 til ordninger med en tilknyttet garanti. I 2000 var denne andel noget større - 44%<sup>2</sup>.

I forbindelse med salg af en traditionel livsforsikring forudsætter livsforsikringssselskabet, at de indbetalte præmier gennem hele forsikringsperioden mindst vil kunne forrentes med en nærmere angiven rentefod (grundlagsrentefoden). Opnår livsforsikringssselskabet gennem hele forsikringernes løbetid en mindre forrentning end den forudsatte, vil selskabet alt andet lige iagttage et forsikringsteknisk underskud. Brugen af en grundlagsrentefod af en given størrelse indebærer således, at livsforsikringssselskabet påtager sig en finansiel risiko. Denne risiko medfører, at livsforsikringssselskabet enten er nødsaget til at investere i min-

---

<sup>2</sup> Forsikring og Pension i Danmark, Statistik 2003. Forsikring & Pension.

dre volatile aktiver – dvs. aktiver som må forventes at give et lavere afkast på langt sigt - eller er nødsaget til at afdække sine investeringer med finansielle instrumenter. Begge investeringsstrategier er med sædvanlige afkastforudsætninger forbundet med et lavere afkast på langt sigt og kan dermed – uanset at de seneste år har vist noget andet - alt andet lige afkastmæssigt være til ulempe også for forsikringstagerne i form af en forventet mindre bonusformåen.

I modsætning til køb af en traditionel livsforsikring indebærer køb af en traditionel Unit Link forsikring, at forsikringstageren selv bærer den fulde finansielle risiko knyttet til forrentningen af de indbetalte midler. Herved opnås muligheden for en forrentning af de indbetalte midler, som er højere end tilsvarende i et traditionelt livsforsikringsprodukt. Modstykket her til består i risikoen for, at forrentningen af de indbetalte midler faktisk bliver lavere eller endog negativ på grund af en ugunstig udvikling i værdien af aktiver, hvori der er investeret.

Som udgangspunkt kan det antages, at forsikringstagerne for en given grad af sikkerhed ønsker så høj en forrentning af de indbetalte præmier som muligt. Det kan endvidere antages, at nogle forsikrings- og pensionskunder finder, at det traditionelle forsikringsmiljø på grund af de tilknyttede garantier og gennemsnitsrentemiljøet medfører uønskede investeringsmæssige begrænsninger. Men ikke alle forsikringstagerne ønsker selv at forestå investeringerne af de indbetalte præmier. Bl.a. på denne baggrund har nogle livsforsikringselskaber inden for de senere år udviklet forsikringer uden dertil knyttede grundlagsrentefødder, og hvor der til forsikringerne allokeres nogle nærmere angivne aktiver, hvis sammensætning ændres i løbet af forsikringernes løbetid.

De aktiver, som allokeres til forsikringerne i begyndelsen af løbetiden, er mere risikobehæftede end senere, og mod afslutningen på forsikringernes løbetid allokeres alene aktiver, hvis afkast er rimelig stabilt, eksempelvis obligationer med kort løbetid. Det er de udbydende livsforsikringselskaber, som løbende tilpasser sammensætningen af de allokerede aktiver i overensstemmelse med forsikringernes restløbetid.

Som nævnt indebærer garantiementet, at kundens frihed med hensyn til valg af investeringer begrænses. Disse begrænsninger indebærer, at den involverede investeringsrisiko mindskes; men herved påvirkes også den mulighed for at opnå et højere afkast, som må antages at udgøre en væsentlig del af motivet til at vælge en Unit Link ordning<sup>3</sup>.

De omhandlede forsikringer sælges eller vil blive solgt under forskellige betegnelser: Markedspension (SEB pension), Tidspension (SEB pension), SAMPENSION Vælger (SAMPENSION), Vækstpension (Nordea Liv), Danica Balance (Danica Pension), AP Udløbsfonde (AP pension). Også Alm. Brand Liv og Skandia Pension giver inden for rammerne af de af selskaberne udbudte Unit Link produkter mulighed for at tilpasse de bag forsikringerne liggende aktiver til forsikringernes restløbetid. Men i sidstnævnte tilfælde er det dog den enkelte forsikringstager, som løbende skal tilpasse aktivallokeringen i overensstemmelse med forsikringens restløbetid.

---

<sup>3</sup> For en analyse af risikoforhold, investeringsregler og garantier i Unit Link ordninger, se Svend Jacobsen: "Unit Link pensionsopsparing med udbetalingsgaranti", Finans Invest nr. 6, 2002.

## IV. Unit Link ordninger

Unit Link ordninger forekommer i talrige varianter og udbydes af overenskomstafftalte pensionsordninger i livsforsikringselskaber og tværgående pensionskasser, individuelt tegnede pensionsordninger i livsforsikringselskaber og pengeinstitutter såvel som i de lovbundne pensionsordninger SP og LD.

### IV.1. Unit Link forsikring

En Unit Link forsikring er en forsikring, hvis værdi er knyttet til værdien af en eller flere puljer, der hver især har investeret i specifikke værdipapirer. Værdien af forsikringen svarer dog ikke nødvendigvis fuldstændig til de aktuelle værdier af de pågældende puljer, således som værdierne deraf kommer til udtryk gennem værdien af de bagvedliggende værdipapirer. Hvorvidt dette vil være tilfældet, vil afhænge af den konkrete udformning af forsikringsaftalen.

En Unit Link forsikring kan indbefatte sædvanlig forsikringsdækning (dødsfaldsdækning, overlevelsedsdækning etc.), men forsikringen kan også være karakteriseret ved kun at indeholde et mindre forsikringselement som eks. en udbetalingsgaranti eller en præmiefritagelse ved invaliditet.

#### IV.1.1. Konto og udbetaling ved død

I forbindelse med forsikringens tegning oprettes en konto, hvorpå indbetalingerne registreres, og som periodevis tilskrives et afkast svarende til ovennævnte forrentning. Tilsvarende belastes kontoen med præmier for den aftalte forsikringsdækning, omkostninger samt PAL-skat.

Hvis forsikringstageren dør i løbet af forsikringsperioden, udbetales saldoen på kontoen – med mindre andet er aftalt. Tilsvarende gør sig gældende ved forsikringsperiodens afslutning, f.eks. i forbindelse med pensionering, med mindre det er aftalt, at beløbet udbetales i form af løbende ydelse. I givet fald vil det forfaldne beløb blive anvendt som dækning for en rateforsikring, en livrente eller en varierende annuitet.

#### IV.1.2. Afkast – markedsafkast eller garanti for et vist mindsteafkast

Unit Link forsikring indebærer som udgangspunkt en markedsræssig risiko for den enkelte, idet afkastet for en given periode kan være negativt, hvilket i sin yderste konsekvens kan indebære, at det til sin tid udbetalte/forfaldne beløb er mindre end summen af de indbetalte præmier.

Nogle Unit Link forsikringer er derfor som nævnt karakteriserede ved, at udbyderen påtager sig en forpligtelse til ved forsikringens udbetaling mindst at udbetale et beløb svarende til summen af de indbetalte præmier – en såkaldt 0-rentegaranti. En variant heraf er, at udbyderen påtager sig en forpligtelse til ved forsikringens udbetaling mindst at udbetale et beløb svarende til en nærmere angivet procentandel af summen af de indbetalte præmier med tillæg af positivt afkast, men fradrag af betaling for forsikringsdækning etc. En yderligere variant heraf er, at udbyderen påtager sig en udbetalingsgaranti baseret på en forrentning af indbetalingerne svarende til en nærmere fastsat rentefod.

Er der knyttet en udbetalingsgaranti til en Unit Link forsikring, opkræves forsikringstageren en risikopræmie som betaling derfor. Størrelsen af risikopræmien afhænger blandt andet af længden af den resterende forsikringsperiode og af sammensætningen af investerings-

objekterne.

#### IV.1.3. Kombinationer af Unit Link og traditionel forsikring

Mange arbejdsmarkedspensionsordninger omfatter en obligatorisk grunddækning bestående af traditionelle livsforsikringer. Herudover giver nogle selskaber mulighed for på frivillig basis at lade en del af de løbende bidrag gå til produkter baseret på en Unit Link forsikring. Herudover tilbyder en del selskaber mulighed for ved yderligere frivillig indbetaling at supplere grunddækningen med en dækning baseret på Unit Link forsikring.

For fuldstændighedens skyld skal det bemærkes, at enkelte arbejdsmarkedspensionsordninger stort set alene er baseret på Unit Link forsikringer – dog ikke nødvendigvis med adgang til frit investeringsvalg.

I firmapensionsordninger kan der i reglen vælges mellem traditionel forsikring og Unit Link forsikring, idet der i nogle tilfælde stilles krav om et vist garantielement.

#### IV.1.4. Valgbare puljer er oftest investeringsforeninger

Det er forsikringsgiveren, der udbyder Unit Link produktet og beslutter hvilke puljer, der skal være valgbare.

Typisk giver Unit Link ordninger udbudt af livsforsikrings-selskaber og tværgående pensionskasser adgang til at vælge mellem forskellige investeringsforeninger eller puljer – typisk 10 til 50.

Blandt de valgbare puljer kan der eventuelt være adgang til at vælge investeringsforeninger udbudt af forskellige eksterne porteføljeforvaltere – typisk 5 til 10. Disse kan repræsentere specialiseringsmæssige parallelprodukter til puljer udbudt af operatøren selv, eller de kan supplere operatørens eget puljeudbud. Der vil således ud over adgang til at vælge en individuel investeringsprofil i en del tilfælde også være adgang til at vælge mellem flere forskellige forvaltere.

I den udstrækning, der tilbydes puljer forvaltet af andre forvaltere, er disse udvalgt af udbyderen.

#### IV.1.5. Forsikringstagerens valg og omvalg af puljer

Ved tegningen af en Unit Link forsikring skal forsikringstageren som udgangspunkt udvælge en eller flere blandt de mulige puljer, hvori udbyderen herefter erhverver andele.

Er der knyttet en garanti til størrelsen af det beløb, som kommer til udbetaling, sker der oftest en indskrænkning i forsikringstagerens valgmuligheder. Valgfriheden kan eventuelt helt bortfalde.

Det er sædvanligvis muligt for forsikringstageren i løbet af forsikringsperioden at ændre i valget af investeringsobjekter. Herved opnås mulighed for løbende at tilpasse den individuelle porteføljesammensætning.

Kundens udvælgelse af investeringsobjekter blandt de valgbare emner sker ideelt set med udgangspunkt i risikoprofilen for det enkelte investeringsobjekt og forsikringstagerens risikovillighed, der bl.a. vil afspejle vedkommendes investeringshorisont, formue og indkomstforhold i øvrigt.

Enkelte selskaber tilbyder mulighed for handel med umiddelbar afvikling, mens en række



selskaber tilbyder valg og omvalg løbende og med få dages varsel, og atter andre tilbyder valg med henblik på disses gennemførelse én gang om måneden.

#### IV.1.6. Placeringsregler

Investeringen af aktiverne er, for så vidt angår forsikringer uden udbetalingsgaranti, som udgangspunkt ikke underkastet nogen begrænsning<sup>4</sup>. Er der derimod til en given Unit Link forsikring knyttet en udbetalingsgaranti, skal aktiverne uanset størrelsen af garantien samlet set leve op til givne placeringsregler<sup>5</sup>. Baggrunden herfor er, at livsforsikringsselskabet påtager sig en risiko ved at give en udbetalingsgaranti.

Det skal i den forbindelse nævnes, at kapitalkravet til en Unit Link forsikring med udbetalingsgaranti er større end kapitalkravet til en Unit Link forsikring uden udbetalingsgaranti<sup>6</sup>, fordi selskabet bærer en risiko, når det har udstedt en garanti.

De valgbare puljer kan være indrettet som investeringsforeninger. For disse gælder særlige placeringsregler<sup>7</sup> - blandt andet må investeringer i værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter udstedt af samme udbyder eller udbydere i samme koncern maksimalt udgøre 5 % (under visse betingelser 10 %) af den samlede formue.

#### IV.1.7. Omkostninger og omkostningsstruktur ved Unit Link forsikringer

Omkostninger vedrørende tegning og administration af en forsikring betales af forsikringstageren i form af et omkostningstillæg til den risikopræmie, der udgør den løbende betaling for den forsikringsmæssige dækning. I forbindelse med traditionelle forsikringer består omkostningstillægget sædvanligvis af en procentandel af risikopræmien og et fast beløb. Er forsikringen indskudsbetalt, består omkostningstillægget sædvanligvis af en procentandel af indskuddet.

Samme principper finder anvendelse i forbindelse med Unit Link forsikringer.

I sammenhæng med Unit Link forsikring betales imidlertid også et administrationsgebyr, der beregnes med udgangspunkt i størrelsen af saldoen på forsikringstagerens konto.

Herudover betaler forsikringstageren et omlægningsgebyr, hvis vedkommende ændrer den individuelle porteføljesammensætning. Dette beregnes sædvanligvis som en pct. andel af det handlede beløb.

De omkostninger, der vedrører omlægninger af aktiverne i forbindelse med traditionelle livsforsikringer, finansieres af alle forsikringstagerne kollektivt. Unit Link ordninger er mere individuelt orienterede, og svarende hertil finansieres omlægningsomkostninger individuelt.

Valgbare puljer er typisk investeringsforeninger, hvorfor en del af de samlede investeringsomkostninger afholdes i selve foreningen og fratrækkes i afkastet, før det kommer til udbetaling. Oplysning om størrelsen af disse omkostninger vil kunden i givet fald skulle indhente direkte hos hver enkelt af disse investeringsforeninger. De investeringsomkostninger, der møder kunden, vil derfor alene være omkostninger til handel med investeringsbeviser dvs.

---

<sup>4</sup> Bortset fra de begrænsninger, som måtte vedrøre de underliggende puljer – eks. spredningsregler for investeringsforeninger.

<sup>5</sup> Lov om Finansiell Virksomhed kapitel 11

<sup>6</sup> Jf. Finanstilsynets bekendtgørelse nr. 1399 af 13. dec. 2004 om solvens og driftsplaner for forsikringsselskaber.

<sup>7</sup> Jf. Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. kapitel 14.

kurtage.

Omkostning	Formål	Beregning
Omkostningstillæg	Dækning af omkostninger vedrørende tegning mm.	Pct. andel af forsikringens risikopræmie med tillæg af et fast beløb
Administrationsomkostninger	Dækning af administrationsomkostninger ved Unit Link	Pct. andel af saldoen
Omlægningsomkostninger	Dækning af administrationsomkostninger ved omlægning af en Unit link portefølje	Pct. andel af det handlede beløb
Kurtage	Dækning af handelsomkostninger i forbindelse med valg-/omvalg af puljer, nyinvestering eller salg	Pct. af det handlede beløb

De forskellige omkostningsgebyrers størrelse og sammensætning varierer fra selskab til selskab, og forekomsten af forskellige typer af omkostningsgebyrer gør det generelt vanskeligt at sammenligne Unit Link forsikringer med traditionelle forsikringsprodukter og sammenligne Unit Link produkter fra forskellige selskaber med hinanden, jf. afsnit VII.

Det skal bemærkes, at livsforsikringselskaber skal anmelde de anvendte omkostningsgebyrer til Finanstilsynet, og at de anmeldte forhold skal være rimelige over for den enkelte forsikringstager<sup>8</sup>.

#### IV.1.8. Udbydere af Unit Link forsikringer

De livsforsikringselskaber og tværgående pensionskasser, som for tiden udbyder Unit Link forsikringer, er:

- AP Netlink
- Bankpension
- Codan Link
- Danica Link
- Finanssektorens Pensionskasse
- Juristernes og Økonomernes Pensionskasse
- Nordea Link
- PensionDanmark
- Pensionskassen for Kontorfunktionær
- nærer
- Pensionskassen for Lægeselekter (fra 2006)
- PFA
- PKA+ Pension
- PMF-Pension
- SAMPENSION (via Kommunernes Pensionsforsikring)
- Skandia Link
- Topdanmark Link

<sup>8</sup> Jf. lov om Finansiell Virksomhed §§ 20 og 21.

Desuden har Industriens Pension, Arkitekternes Pensionskasse samt Pensionskassen for Jordbrugsakademikere og Dyr læger truffet beslutning om at introducere Unit Link forsikringer, men det er endnu uvist, hvornår beslutningen effektueres.

Blandt andre Magistrenes Pensionskasse, Lærernes Pension, Funktionær Pension og Fagpension overvejer at introducere Unit Link forsikringer.

Nogle livsforsikringselskaber - ca. 10 - har besluttet indtil videre ikke at lancere Unit Link forsikringer.

#### IV.1.9. Udbredelsen af Unit Link forsikringer

Unit Link forsikringer er blevet udbudt siden sidste halvdel af 1980'erne. Men det er imidlertid først inden for de seneste 5 år, at Unit Link forsikringer har nået en mere markant udbredelse.

De samlede bruttopræmier til liv og pension udgjorde ca. 75,6 mia. kr. i 2004. Heraf udgjorde præmierne for Unit Link forsikringer ca. 8,0 mia. kr. svarende til ca. 10,5 pct. af de samlede bruttopræmier til liv og pension.

Markedet for Unit Link forsikringer er i betydelig vækst, hvilket kommer til udtryk derved, at præmierne for Unit Link forsikringer i perioden 2000-2004 er mere end fordoblet fra ca. 2,6 mia. kr. til ca. 8,0 mia. kr. Denne udvikling dækker bl.a. over, at antallet af udbydende livsforsikrings- og pensionselskaber i perioden er fordoblet fra 7 til 14 selskaber.

I den betragtede periode er de forsikringsmæssige hensættelser vedrørende Unit Link forsikringer vokset fra ca. 5,6 mia. kr. til ca. 33,8 mia. kr.<sup>9</sup>, og antallet af forsikrede med en Unit Link forsikring er vokset fra ca. 309.000 personer til ca. 535.000 personer.

En væsentlig årsag til stigningen i præmierne for Unit Link forsikringer skyldes, at arbejdsmarkedspensionsordningerne er begyndt at udbyde Unit Link forsikringer inden for de senere år – herunder har enkelte arbejdsmarkedspensioner valgt at introducere Unit Link forsikringer som generelt grundlag i ordninger, uden at dette dog er forbundet med adgang til individuelt frit valg. Det er ikke muligt at opgøre i hvilken udstrækning og på hvilken måde, Unit Link kunder træffer individuelle investeringsvalg.

#### IV.2. Puljeordninger i pengeinstitutter

Unit Link kendes i pengeinstitutsammenhæng under betegnelsen puljeordning eller puljekonto. En puljekonto er en indlånskonto med en forrentning, som afspejler afkastet af aktiverne i en eller flere puljer. Puljerne består af værdipapirer, typisk aktier eller obligationer, der kan være opdelt efter geografiske, sektormæssige eller andre kriterier, eksempelvis lange eller korte danske obligationer, udenlandske obligationer, danske aktier, udenlandske aktier, it-aktier, emerging markets aktier osv.

Puljeordninger er rene opsparingsprodukter uden forsikringselementer. Som for Unit Link produkter forrentes opsparingen i puljeordninger i overensstemmelse med afkastet af aktiverne i de puljer, der er investeret i.

---

<sup>9</sup> Approximeret ved investeringsaktiver tilknyttet Unit Link forsikringer

Der kan aftales puljeopsparing i sammenhæng med produkterne kapitalpension, ratepension, selvpension og børneopsparing.

Den overordnede retlige regulering vedrørende puljeordninger i pengeinstitutter findes i lov om finansiel virksomhed. Heraf fremgår blandt andet, at Finanstilsynet fastsætter de nærmere regler for puljeordninger i pengeinstitutter. Disse er udmøntet i puljebekendtgørelsen<sup>10</sup>.

Det skal nævnes, at puljeordninger udbudt af pengeinstitutter ikke må forveksles med *individuelle depoter*, hvor det er kunden selv, der står som ejer af de enkelte investeringsobjekter.

#### IV.2.1. Valgbare puljer

Antallet af udbudte puljer i puljeordninger er som regel væsentligt mindre end i Unit Link ordninger. Typisk udbydes 4 til 8 forskellige puljer suppleret med en kontantpulje.

Puljerne repræsenterer typisk investeringer i brede kategorier af aktiver – eks. danske aktier, udenlandske aktier, danske obligationer, etc. eller sammensætning på risiko, eksempelvis højrisiko, mellem risiko og lavrisiko puljer.

Ingen pengeinstitutter udbyder puljer administreret af andre porteføljeforvaltere end instituttet selv.

#### IV.2.2. Kundens valg og omvalg af puljer

Ved formidling af puljeordninger i pengeinstitutter er udgangspunktet en risikoprofil fastlagt i dialog mellem kunde og bankrådgiver på baggrund af en konkret vurdering af kundens samlede økonomi, præferencer og risikovillighed.

Ved indgåelse af aftale om en puljeordning skal kunden vælge, hvordan opsparingen skal investeres i de forskellige puljer. Et enkelt pengeinstitut – Nordea - giver elektronisk mulighed herfor via instituttets netbank. Det er i reglen også muligt at overlade investeringsvalget til pengeinstituttet.

Hvis pengeinstituttet styrer investeringsstrategien, sker det med udgangspunkt i pengeinstituttets egen investeringsstrategi. Typisk placeres kunden i en "risikogruppe" som investeringsmæssigt sammenkædes med udbetalingstidspunktet og bestemte fordelinger på investeringer i aktier, obligationer mv.

Der er altid adgang til at ændre investeringsstrategi undervejs i ordningens løbetid.

#### IV.2.3. Placeringsregler

Puljemidlerne kan placeres i danske og udenlandske aktier, andele i investeringsforeninger, obligationer, indeksobligationer, skatkammerbeviser, warrants, valuta og kontant.

Som alternativ til direkte investering i værdipapirer og til afdækning af værdipapirer kan anvendes futures, optioner og valutaterminsforretninger. Brugen af finansielle instrumenter

---

<sup>10</sup> Bekendtgørelse nr. 1203 af 9. december 2005 om puljepension og andre skattebegünstigede opsparingsformer m.v. Bekendtgørelsen er under revision.

sker kun på dækket basis<sup>11</sup>.

Såfremt puljemidlerne placeres i aktier eller obligationer, er det en betingelse, at de handles på et reguleret marked. Listen over regulerede markeder i EU fremgår af art. 16 i investerings servicedirektivet<sup>12</sup>. Uden for EU er det et krav, at det regulerede marked er medlem af World Federation of Exchanges (WFE). Herudover kan Finanstilsynet beslutte at godkende andre markeder<sup>13</sup>.

For puljemidler gælder der ikke en placeringsgrænse svarende til den, der gælder for individuelle depoter, ifølge hvilken maksimalt 20 pct. af pensionsmidlerne må placeres i værdipapirer udstedt af samme udbyder.

#### IV.2.4. Omkostninger i puljeordningerne

Pengeinstituttet skal både ved kundens oprettelse af puljeordningen og i forbindelse med den løbende – kvartalsmæssige og årlige - information oplyse om omkostningerne i puljen.

Omkostningerne i puljeordningerne er opdelt i administrationsomkostninger og handelsomkostninger.

Administrationsomkostningerne beregnes typisk som en procentdel af det gennemsnitlige indestående i den enkelte pulje for hver måned. Procentsatserne afhænger dels af størrelsen på indeståendet på puljeordningen samt, hvordan midlerne er placeret. Administrationsgebyrer beregnes månedligt og hæves på puljekontoen pr. den 31. december hvert år, eller når puljekontoen ophører.

I tillæg til administrationsomkostninger kommer de konkrete handelsomkostninger, når pengeinstituttet handler værdipapirer i puljen. Puljens handel med værdipapirer sker til de aktuelle markedskurser eller til de kurser, som pengeinstituttet opnår ved handel gennem andre børshandlere.

Kurtage og øvrige omkostninger beregnes efter pengeinstituttets vilkår for handel med værdipapirer.

Afkastet på den enkelte pulje opgøres hver måned, og afkastet fordeles som rente til de tilsluttede konti. Handelsomkostninger er trukket fra, før fordelingen sker. Renten tilskrives den enkelte konto årligt pr. den 31. december.

---

<sup>11</sup> For en udtømmende opremsning af hvilke aktivtyper puljemidler kan placeres i henvises til puljebekendtgørelsens § 11 stk. 1.

<sup>12</sup> Direktiv 93/22/EØF om investerings service i forbindelse med værdipapirer.

<sup>13</sup> Se puljebekendtgørelsens § 11, stk. 9.

Tabel IV.2: Omkostninger i puljeordninger (hovedtræk)		
Omkostning	Formål	Beregning
Administrationsomkostninger	Dækning af løbende administration.	Administrationsgebyret beregnes månedligt af kontoens gennemsnitlige indestående og hæves årligt d. 31/12 eller ved udtræden.
Opbevaringsomkostninger	Dækning af omkostningerne ved opbevaring af værdipapirerne  (Ikke alle pengeinstitutter opkræver opbevaringsomkostninger).	Beregnes kun for udenlandske værdipapirer enten af depotværdien eller af kursværdien.
Kurtage	Dækning af omkostningerne ved handel med de pågældende værdipapirer.	Pengeinstituttets handel med værdipapirer sker til de kurser, instituttet har opnået på markedet.  Kurtage for obligationer og aktier beregnes af kursværdien. Kurtage for futures og optioner beregnes af kontraktbeløbet.

Omkostningselementerne, herunder sammensætningen heraf, i forbindelse med puljeordninger varierer fra pengeinstitut til pengeinstitut, og forekomsten af forskellige typer af omkostningsgebyrer kan gøre det vanskeligt at sammenligne puljeordninger med traditionelle produkter såvel som at sammenligne puljeordninger forskellige pengeinstitutter imellem.

#### IV.2.5. Udbydere af puljeordninger

Puljeordninger udbydes primært af de større pengeinstitutter i Danmark.

#### IV.2.6. Udbredelsen af puljeordninger

Det fremgår af Finanstilsynets hjemmeside, at det samlede indestående på puljeordninger udgjorde ca. 76 mia. kr. (jf. også tabel III.1) ud af det samlede indestående på særlige indlånsformer tilknyttet pensionsformål i pengeinstitutter på ca. 111,5 mia. kr. i 2004 – det vil sige ca. 70 pct. Hertil kommer indeståender i individuelle depoter på ca. 98 mia. kr.

Det fremgår endvidere, at puljeordninger er mest udbredte i de 5 største pengeinstitutter, hvor de udgør ca. 60 pct. af indeståendet på særlige indlånsformer. Mere end 90 pct. af samtlige puljeordninger er oprettet i de 5 største pengeinstitutter, hvor ca. 70 mia. kr. (ud af ca. 77,5 mia. kr.) er placeret.

Der foreligger ikke data, som kan give en samlet fremstilling af aktivfordelingen i puljeordninger i pengeinstitutter. Tilsvarende findes der ikke data, som kan belyse kundernes valg

og præferencer.

### **IV.3. Særlig Pensionsopsparing (SP)**

I korte træk er SP en obligatorisk pensionsopsparing, hvortil alle lønmodtagere, selvstændige næringsdrivende og modtagere af visse overførselsindkomster løbende indbetaler 1 pct. af den enkeltes bruttoindtægt. Dog er indbetalingerne suspenderet frem til og med 2007.

Midlerne beror på en individuel SP-konto frem til pensionsalderen. Fra alder 65 udbetales indeståendet som en ratepension over 10 år. Hvis kontohaveren dør, inden midlerne er udbetalt, udbetales indeståendet til boet.

Pr. 1. januar 2005 fik kontohavere i SP bl.a. mulighed for at vælge at fordele deres midler på investeringer i individuelt valgte puljer administreret af ATP eller af andre forvaltere.

#### **IV.3.1. Unit Link i SP**

Midlerne i SP-ordningen er placeret i investeringsbeviser i forskellige investeringsforeninger. Det gælder også midler, som vedrører kontohavere, der ikke har valgt puljer.

Præsentationen af de valgbare puljer og den enkelte kontohavers valg sker via "Folkebørsen". Folkebørsen er en elektronisk handelsplads, hvor den enkelte kan vælge mellem forskellige puljer og får adgang til individuelle kontooplysninger, fondsinformation, værktøjer til støtte for den enkeltes frie valg, information om investering mm.

#### **IV.3.2. Puljer på Folkebørsen**

SP adskiller sig fra andre Unit Link ordninger ved, at de valgbare puljer ikke er udvalgt af udbyderen. Folkebørsen er åben for alle puljer, som opfylder visse lovgivningsmæssige krav, og som i øvrigt underskriver en aftale om præsentation og handel på Folkebørsen.

Ultimo 2005 var 204 puljer tilmeldt Folkebørsen. Omkring halvdelen udbydes af udenlandske selskaber, mens den anden halvdel udbydes af danske. I alt var 28 udbydere repræsenteret på Folkebørsen.

#### **IV.3.3. Kontohaverens valg og omvalg af puljer**

Som udgangspunkt er midlerne for alle kontohavere i SP placeret i basispuljen SP-basis. Puljevælgere i SP skal derfor som udgangspunkt dels tage stilling til valget mellem basisternativet og muligheden for selv at vælge puljer, dels fastlægge en fordeling mellem puljerne.

ATP yder ikke rådgivning til kontohaverne i SP i forbindelse med puljevalg i SP-ordningen, men informerer generelt om risici og afkast i puljerne. Til støtte for kundens valg er der desuden udviklet en række støtteværktøjer.

Folkebørsen understøtter valg og omlægning med dags varsel. Indeståendet kan fordeles på op til 10 forskellige puljer.

Der er adgang til at foretage valg af puljer via blanket. Sådanne valg kan træffes en gang hvert halve år.

#### **IV.3.4. Placeringsregler**

ATP-loven indeholder placeringsregler, som stort set svarer til de regler, der gælder for

livsforsikringselskaber og tværgående pensionskasser. Disse regler gælder for den del af SP-ordningen, som vedrører kunder, der ikke selv har valgt puljer.

Der er ingen egentlige placeringsregler for den del af SP-ordningen, som vedrører kunder, der selv har valgt puljer. Dog er alle valgbare puljer underkastet de placeringsregler, som følger af lov om investeringsforeninger eller tilsvarende lovgivning i puljens oprindelsesland (jf. afsnit III.2.6).

#### IV.3.5. Omkostninger

Alle kontohavere betaler et grundgebyr. Herudover betaler kunder i SP-basis, hvor investeringerne håndteres af ATP, et basis-administrationsgebyr, mens kunder i SP-valg, hvor investeringerne følger en individuelt valgt profil, betaler et valg-administrationsgebyr.

Alle gebyrer betales forud og beregnes som en %-andel af indeståendet med et maksimumniveau for gebyrets størrelse.

Den maksimale administrationsomkostning for kunder i SP-basis vil for 2006 være 45 kroner, mens den for SP-valg vil være 80 kroner.

Handelsomkostningerne i SP-basis afholdes kollektivt og finansieres ud af det ordinære administrationsgebyr, mens der betales individuel kurtage af de handlede beløb i SP-valg. Kurtagen i SP-valg er 0,15% af det handlede beløb.

Hertil kommer de underliggende omkostninger, der afholdes i de valgbare puljer. De valgbare puljer er investeringsforeninger, og en del af de samlede investeringsomkostninger afholdes i selve foreningen og fratrækkes i afkastet, før det kommer til udbetaling. Disse omkostninger vil således ikke umiddelbart være synlige for kunden, idet de vil skulle indhentes hos hver enkelt af disse puljer særskilt. De investeringsomkostninger, der møder kunden direkte, vil derfor alene være omkostninger til handel med investeringsbeviser dvs. kurtage.

#### IV.3.6. Statistik om SP

Ultimo 2004 rådede SP over en samlet formue på godt 46 mia. kr., og i gennemsnit har hver af ordningens 3,4 mio. kontohavere ca. 13.400 kroner stående på deres konto.

Folkebørsen åbnede den 1. januar 2005. Ved udgangen af 2005 havde ca. 4.700 kontohavere valgt at benytte sig af puljevalgsmuligheden i SP og havde fordelt deres SP-opsparring på puljer via Folkebørsen. Der var foretaget placeringer i 193 af Folkebørsens 204 tilmeldte puljer.

De kontohavere, som har valgt puljer via Folkebørsen, har generelt valgt porteføljesammensætninger med en højere aktieandel, end i basisalternativet i SP. Den højere aktieandel har resulteret i, at de kontohavere, som har valgt puljer via Folkebørsen, generelt har opnået et højere afkast i 2005, end de ville have opnået, hvis de var blevet i basisalternativet i SP.

### IV.4. Lønmodtagernes Dyrtdsfond

Lønmodtagernes Dyrtdsfond (LD) er en opsparingsordning uden forsikringselementer, og indeståendernes udvikling afspejler direkte den værdimæssige udvikling for de bagvedliggende aktiver. Der sker ikke yderligere indbetalinger, og de allerede indbetalte beløb er reserveret til pensionsformål i form af en sumudbetaling ved opnåelse af pensionsalderen



eller tidligst fra det fyldte 60 år.

Siden 2000 har LD tilbudt kontohaverne frit puljevalg. Oprindeligt tilbød LD valg mellem 12 investeringspuljer. Knap 90.000 kontohavere benyttede sig af valgmuligheden, og der blev oprettet 9 puljer. Ved det efterfølgende puljevalg i efteråret 2000 nåede antallet af puljevælgere 158.000.

#### IV.4.1. Valgbare puljer i LD

Aktuelt er der 11 valgbare puljer i LD. Der er siden puljevalgets start sket mindre justeringer af puljeudbuddet. Puljerne i LD var indtil efteråret 2004 sammensat og forvaltet af LD. I efteråret 2004 blev valgmulighederne udvidet med investeringspuljer, som forvaltes af andre porteføljeforvaltere. 5 af de 11 valgbare puljer administreres således af andre porteføljeforvaltere.

#### IV.4.2. Kontohaverens valg og omvalg af puljer

Som udgangspunkt er midlerne for alle kontohavere i LD placeret i basispuljen LD-vælger. Puljevælgere i LD skal derfor som udgangspunkt dels tage stilling til valget mellem basisternativet LD-vælger og muligheden for selv at vælge puljer, dels fastlægge en fordeling mellem puljerne.

LD yder ikke rådgivning til kontohaverne, men informerer generelt om risici og afkast i puljerne. Det sker i udsendt informationsmateriale såvel som på LD's hjemmeside.

Det oprindelige puljevalg i LD, som blev indført i 2000, foregik via blanket med mulighed for valg to gange årligt.

I 2005 er der oprettet en ny web-baseret mulighed for at vælge puljer, som giver mulighed for valg én gang om måneden.

#### IV.4.3. Placeringsregler

Lov om Lønmodtagernes Dyrtidsfond fastlægger særlige placeringsregler for LD – bl.a. kan højst 70 procent af LD's aktiver placeres i aktier. Disse placeringsregler gælder ikke puljeinvesteringerne, som alene følger kontohavernes valg.

#### IV.4.4. Omkostninger

Der betales et kontoadministrationsbidrag, som for puljevælgere i 2005 vil svare til 0,25 procent af indeståendet, mens denne i basisordningen, LD vælger, i 2005 vil udgøre 0,11%.

I forbindelse med valg af puljer såvel som senere omvalg betales et gebyr på 47 kr., hvis der vælges via den traditionelle blanketmetode. Dog er det gratis at flytte sine andele tilbage til LD Vælger. Gebyret ved web-valg er på 15 kr.

Puljernes omkostninger til forvaltning af værdipapirer, administration i øvrigt samt PAL-skat fratrækkes puljernes afkast.

Kontoadministrationsomkostninger og PAL-skat trækkes direkte af medlemmets konto, mens investeringsomkostninger trækkes som en rentemarginal. Investeringsomkostningerne i puljerne forventes i 2005 at ligge på mellem 0,02% og 0,80% af formuen i den enkelte pulje.

#### IV.4.5. Statistik om LD

De i 1978 og 1979 indefrosne dyrtidsportioner, som er grundlaget for LD, udgjorde oprindeligt i alt 7,7 mia. kr. og vedrørte ca. 2,5 mio. lønmodtagere. Den maksimale indbetaling for en enkelt lønmodtager udgjorde 4.368 kr. For en person, som ikke har valgt investeringspuljer, er dette beløb siden vokset til 80.592 kr. (pr. 31. december 2005 ).

LD har aktuelt ca. 1,19 mio. kontohavere, og aktivernes samlede markedsværdi udgør ca. 62 mia. kr. (ultimo 2005 ). Det gennemsnitlige indestående i LD er således på ca. 52.350 kr.

146.800 nuværende kontohavere har valgt puljer. Det svarer til 12,4% af samtlige kontohavere. Ultimo 2005 udgjorde de samlede investeringer i puljerne 8,2% af den samlede formue i LD.

Generelt klarer medlemmer i LD Vælger sig bedre end puljevælgerne, men der er betydelige individuelle forskelle. En væsentlig forklaring på puljevælgerens lavere afkast synes at være, at mange puljevælgere har foretaget større omprioriteringer mellem aktie- og obligationspuljer undervejs, og at disse omlægninger ofte blev foretaget med nogen forsinkelse i forhold til udviklingerne på de finansielle markeder.

## V. Præsentation og markedsføring af Unit Link og puljeprodukter

Unit Link og puljeordninger udbydes ikke mindst med det formål at give den enkelte mulighed for selv at få indflydelse på placeringen af sine pensionsmidler.

Unit Link produkter og puljeprodukter præsenteres således primært som produkter, der tillader den enkelte en høj grad af valgfrihed i investeringsvalget. Budskabet formidles eksempelvis således: "Du bestemmer selv, hvordan din opsparing skal investeres, og du foretager selv afvejningen mellem afkast og risiko", eller som: "Du får indflydelse på, hvordan din pension bliver investeret. ... du får et afkast, der direkte afspejler dine investeringer."

### V.1. Unit Link forsikring

På livsforsikringsselskabernes og de tværgående pensionskassers hjemmesider findes information om udbudte Unit Link ordninger. Man kan læse nærmere om, hvad en pulje er, hvordan de enkelte puljer er sammensat, de historiske afkast for puljerne, forsikringsbetingelser, omkostninger etc. Herudover kan man downloade retningslinierne for Unit Link i det pågældende institut.

Det er karakteristisk for livsforsikringsselskabers og tværgående pensionskassers formidling af Unit Link forsikring, at den i høj grad ses som "noget andet" end traditionel forsikring, og at produkterne i vidt omfang er et tilvalg eller – fsv. angår udbydere af individuelt tegnede ordninger og firmaordninger - et alternativ til traditionelle forsikringsprodukter.

I pensionsselskabernes præsentation og markedsføring af Unit Link produkter understreges det generelt, at Unit Link giver mulighed for et højere afkast, idet den enkelte har mulighed for at vælge at påtage sig en større investeringsrisiko end den, der er knyttet til traditionelle pensionsprodukter. Samtidig betones det generelt, at en højere investeringsrisiko nok giver mulighed for et højere afkast, men samtidig også giver mulighed for tab.

Alle udbydere af Unit Link forsikring, som giver mulighed for at vælge en helt individuel in-

vesteringsstrategi, tilbyder som alternativ hertil Unit Link i en form, hvor kunden følger en af selskabet fastlagt investeringsstrategi.

Der er relativt stor forskel selskaberne imellem på, hvordan Unit Link forsikringsprodukter præsenteres, svarende til, at Unit Link produkters rolle i det samlede produktudbud varierer betydeligt.

I salgs- og oplysningsmateriale om Unit Link forsikring udpeges i reglen den helt overordnede forskel i forhold til traditionelle forsikringsprodukter: fraværet af et gennemsnitsrentemiljø og en pensionsgaranti.

Flere selskaber søger at anskueliggøre forskellene Unit Link og andre produkter imellem. Det sker f.eks. i form af et skema, hvor de forskellige produkter sammenlignes med hensyn til forskellige aspekter.

I ingen af de inddragne eksempler opfordres kunden til at overveje omkostningsmæssige aspekter.

## **V.2. Puljeordninger**

På pengeinstitutternes hjemmesider kan man finde information om puljeordninger. Man kan læse nærmere om, hvad en pulje er, hvordan pengeinstituttets puljer er sammensat, de historiske afkast for puljerne etc. Herudover kan man downloade retningslinierne for puljeordningerne i det pågældende institut (se nedenfor). Diverse oplysningsmateriale om puljeordningerne er desuden tilgængeligt i de respektive pengeinstitutters filialer.

Pengeinstitutternes præsentation og markedsføring af puljeordningerne tager udgangspunkt i, at formidling og salg af puljeordningen sker ved en individuel rådgivning af kunden. Kunden kan således via hjemmesiderne finde en række informationer og "klæde sig på" til den efterfølgende rådgivning, hvor den endelige formidling og (det mulige) salg af ordningen typisk finder sted.

Det er karakteristisk for pengeinstitutternes præsentation og markedsføring af puljeordninger, at de ikke - som det er tilfældet med Unit Link forsikring - fremstilles som et alternativ til bestemte mere traditionelle produkter. En puljeordning i et pengeinstitut er derimod en helt sædvanlig måde at placere sin pensionsopsparing på. Jf. afsnit III.3.6 udgør puljeordninger ca. halvdelen af pensionsopsparingen i pengeinstitutter.

I ingen af de inddragne eksempler opfordres kunden til at overveje omkostningsmæssige aspekter, og der opstilles ikke sammenligninger med alternative produkter eller eksempler med inddragelse af omkostninger.

## **V.3. SP**

På Folkebørsen – den internettjeneste, som formidler puljevalg i SP - findes information om puljevalgsmuligheden, dens virkemåde, de involverede omkostninger etc. Der informeres desuden om andre valgmuligheder i SP. Man kan herunder læse nærmere om de enkelte puljer, deres karakteristika, historiske afkast etc. Herudover kan man downloade forretningsbetingelserne for puljevalg i SP-ordningen.

Puljevalget i SP er et alternativ til en basisportefølje, som alle kontohavere er i, med mindre de træffer en anden beslutning. Derfor lægges der nogen vægt på information om basialternativets udformning.

## V.4. LD

På LD's hjemmeside kan man finde information om puljevalgsmuligheden, dens virkemåde, de involverede omkostninger etc. Man kan herunder læse nærmere om de enkelte puljer, deres karakteristika, historiske afkast etc., og man kan downloade forretningsbetingelserne for puljevalg i LD.

Puljevalget i LD er et alternativ til en basisportefølje – LD-vælger – som alle kontohavere er i, med mindre de træffer en anden beslutning. Derfor lægges der nogen vægt på information herom.

## VI. Formidling af Unit Link ordninger og puljeordninger

Udbydere af Unit Link produkter og puljeprodukter står overfor en informations-, vejlednings- og rådgivningsmæssig udfordring. Udfordringen består i - på trods af store forskelle i kundernes individuelle forudsætninger - at medvirke til, at den enkelte kan træffe sit valg på et oplyst grundlag og har mulighed for løbende at vurdere konsekvenserne af dette valg.

Netop de udfordringer, der for forbrugere såvel som udbydere er knyttet til pensionsordninger og andre finansielle produkter, hvor den enkelte skal træffe individuelle valg, har været tema for en række analyser i regi af OECD. Udgangspunktet har især været analyser som peger på, at forbrugernes forudsætninger for at træffe de typer af valg, som sådanne ordninger implicerer, generelt er begrænsede. I forlængelse heraf har OECD's råd vedtaget et sæt principper og retningslinier for god praksis på området<sup>14</sup>. Hovedsigtet heri er at skabe øget gennemsigtighed og sikre grundlaget for, at den enkelte kan træffe et oplyst valg.

De særlige udfordringer er ligeledes understreget i en netop udsendt en betænkning<sup>15</sup> om den svenske "Premiepensionsordning" – en parallel til den danske SP-ordning. Heri refereres en analyse, som peger på at mens 6% af svenskerne angiver at have såvel den fornødne indsigt og det fornødne engagement til at kunne træffe egne puljevalg, angiver 52%, at de savner begge dele.

Pensionsinstitutter er i medfør af god skik bekendtgørelsen pålagt en række rådgivningskrav. Der er ikke i denne analyse set nærmere på selskabernes rådgivning. Herudover er livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser underlagt informationsbekendtgørelsen<sup>16</sup>, mens pengeinstitutter er underlagt puljebekendtgørelsen (jf. ovenfor).

Krav til LD's og ATP's information til kunderne fremgår af de tilhørende love og bekendtgørelser.

### VI.1. Formidling af Unit Link ordninger i forsikringsselskaber, ATP og LD

Formidlingen af Unit Link hos udbydere af individuelt tegnede pensionsordninger og firmapensionsordninger er i vidt omfang baseret på direkte kundekontakt gennem kundeservicecentre, assurandører, pensionsrådgivere etc.

---

<sup>14</sup> "Recommendation on principles and good practices for financial education and awareness", OECD 2005.

<sup>15</sup> "Svårnavigerat? Premiepensionssparande på rätt kurs." SOU 2005:87

<sup>16</sup> Brancheorganisationen Forsikring & Pension har herudover over for livsforsikringsselskaber og pensionskasser, der er medlemmer af F&P, og som udbyder Unit Link produkter, henstillet, at disse pensionsinstitutter følger et sæt retningslinjer udarbejdet af F&P for opgørelse og præsentation af afkast på Unit Link pensionsprodukter. Retningslinjerne gælder for alle former for markedsføring, uanset medie.

Udbydere af firmapensionsordninger og individuelt tegnede pensionsordninger tilbyder i reglen individuel investeringsrådgivning. Der kan være tale om ganske omfattende og detaljeret rådgivning med tilbagevendende opfølgingsmøder m.v. Dele af denne rådgivning kan være tilgængelig uden omkostninger for kunden, mens andre dele eller former kan være forbundet med omkostninger for kunden.

Omfanget og karakteren af individuel rådgivning kan have betydning for ordningens generelle omkostningsniveau. Der er forskel fra ordning til ordning på, hvilke rådgivningsfunktioner kunderne tilbydes i forskellige Unit Link ordninger og dermed også på ordningernes omkostninger. Det skal i den sammenhæng erindres, at pensionsprodukter er forskellige, og at de sammenhænge, de indgår i, er forskellige. Disse forskelligheder har antagelig betydning for i hvilken udstrækning og på hvilket niveau den enkelte har behov for rådgivning.

Den kontinuerlige kundekontakt spiller en tilsvarende vigtig rolle i de fleste arbejdsmarkedspensioner, men i visse sammenhænge er kundekontakten og formidlingen af oplysninger, råd og vejledning i relation til Unit Link i højere grad baseret på elektronisk formidling via internettet.

I de lovregulerede ordninger SP og LD er den kontinuerlige kundekontakt udformet med udgangspunkt i ordningernes særlige karakter. Formidlingen af oplysninger mv. i relation til Unit Link produkter og det hertil knyttede investeringsvalg er i vidt omfang organiseret således, at den enkeltes valg kan træffes uden direkte kontakt mellem kunde og selskab. SP og LD yder ikke rådgivning om konkrete investeringer.

Omdrejningsaksen for arbejdsmarkedspensionernes og de lovregulerede ordningers formidling af Unit Link er internetbaserede tjenester. Også andre udbydere har udviklet internettjenester som supplement til individuel rådgivning. Disse tjenester hjælper typisk kunden til tegning af en personlig risikoprofil og med udgangspunkt heri peges på puljer eller kombinationer deraf, hvis bagvedliggende aktiver har en sådan sammensætning, at den forventede variation i afkastet deraf modsvarer den individuelle risikoprofil, kunden har tegnet.

Ved hjælp af disse internettjenester muliggøres hyppige valg og omvalg, og der opnås omkostningsmæssige fordele. Det meget brede udbud af Unit Link ordninger, som også retter sig mod kunder med relativt beskedne indeståender, depoter og udbetalinger, som karakteriserer det aktuelle pensionsmarked, ville af omkostningsmæssige årsager næppe være muligt uden internettet og den formidling, som muliggøres her.

Internetbaseret formidling af frit valg i Unit Link er af forholdsvis ny dato og er fortsat i en udviklingsfase. Med udgangspunkt i eksempler fra det danske pensionsmarked ses der i det følgende nærmere på, hvordan den generelle informations-, vejlednings- og rådgivningsmæssige udfordring imødekommes.

#### VI.1.1. Generel pensionsrådgivning

Selskabernes formidling af Unit Link produkter og valg i Unit Link skal sigte mod at sikre, at forbrugeren forud for aftalen kan træffe et valg på et informeret grundlag.

Livsforsikringselskaber og tværgående pensionskasser tilbyder typisk rådgivning om pensionsordningens sammensætning, herunder om valg mellem forskellige produktmæssige alternativer. Herunder tilbydes i reglen pensionsrådgivning med et helhedsorienteret fokus.

I forbindelse med Unit Link gør nogle selskaber opmærksom på det forhold, at den konkrete

te pensionsordnings betydning i den samlede pensionskabale bør indgå i overvejsen over, hvilket risikoniveau porteføljesammensætningen bør have.

En række selskaber har udviklet "pensionsmålere" eller andre behovsafdækningsmodeller, som kan belyse den eksisterende pensionsdæknings tilstrækkelighed.

#### VI.1.2. Hjælpeværktøjer

En række selskaber stiller forskellige internetbaserede redskaber til rådighed til støtte for den enkeltes vurdering af Unit Link og eventuelle valg af puljer.

Støtteredskaberne spænder fra simple lister med ofte stillede spørgsmål, ordforklaringer, overordnet information om Unit Link og puljevalg til mere avancerede interaktive teknologier. Interaktive teknologier synes at kunne rumme et betydeligt potentiale for effektiv støtte til den enkelte.

Hos en række selskaber er disse tjenester i hovedsagen frit tilgængelige, mens de hos andre udbydere i vidt omfang er placeret på dele af hjemmesiden, som kræver adgangskode. Tjenesterne er i så fald reserveret disse selskabers kunder.

#### Fastlæggelse af overordnet porteføljefordeling

De kunder, der selv ønsker at vælge puljer, skal i princippet opstille en investeringsstrategi og derefter fastlægge en overordnet porteføljefordeling. Overvejselser herom er omfattende og komplicerede og trækker på en betydelig mængde informationer.

En del selskaber søger at støtte kundens beslutning gennem helt overordnede betragtninger om risikoforhold og sammenhængen mellem risiko og pensionsperspektiv mv. Der opstilles i reglen en række overordnede fordelingsforslag med udgangspunkt i overordnede aktivklasser, og de fleste udbydere har herudover klassificeret de forskellige puljer efter deres risiko.

Nogle selskaber har udviklet selvvurderingsmodeller, hvor den enkelte ved hjælp af simple spørgsmål om forudsætninger, alder og præferencer bliver vejledt i forhold til både valg af Unit Link vis á vis alternative muligheder og i sit investeringsvalg. Hos ATP og Danica Pension er selvvurderingsmodellerne kædet sammen med de forskellige valgmuligheder, som selskaberne tilbyder.

Nogle selskaber har udviklet interaktive modeller til at fastlægge kundens optimale porteføljefordeling ud fra en individuel risikoprofil.

Skandia Link har udviklet en risikotest, hvor kunden svarer på 20 spørgsmål om risiko og antal år til pensionering og derefter får en bedømmelse af den optimale risikoprofil. Risikoprofilerne er kædet sammen med en bestemt overordnet porteføljefordeling.

ATP har udviklet en "pensionskurve", der udtrykker en forventet optimal porteføljefordeling på hovedgrupper af aktiver ved en given alder. Ved hjælp af simple spørgsmål om synet på risiko, ønsker om tilbagetrækning etc. har kunden mulighed for at lave sin egen pensionskurve.

PFA Unit Link har indbygget et investeringsværktøj fra Morningstar. Via Morningstar kan kunden ved at besvare nogle spørgsmål få kortlagt sin risikoprofil, og ud fra risikoprofilen foreslår modellen en overordnet aktivfordeling. Værktøjet giver desuden forskellige muligheder for at sammenligne og prioritere fonde.

SAMPENSION har udviklet en DEMO, hvor man blandt meget andet kan se, hvordan SAMPENSION's "Investorguide" virker. DEMO'en er frit tilgængelig på SAMPENSION's hjemmeside. Investorguiden giver blandt andet mulighed for at foretage diverse analyser, hente informationer om fonde o.m.a. Herudover er der en beskrivelse af "SAMPENSION vælger", som blandt andet sikrer en automatisk tilpasning af risikoen hen imod udløb.

### Strukturerede valgmetoder

Alle selskaber tilbyder en basismulighed, hvor selskabet tager sig af valget af investeringsprofil og midlernes placering. Modpolen er modeller, hvor den enkelte på egen hånd sammensætter sin fordeling på puljer.

Som tilbud midt imellem disse yderpunkter har flere selskaber udviklet strukturerede valgmodeller. Danica Pension har udviklet en model, hvor der tilbydes fem forskellige basismodeller – kaldet DanicaValg - som adskiller sig ved deres risikoniveau.

ATP har udviklet en model kaldet medValg, hvor den enkelte på baggrund af en såkaldt pensionskurve opstiller en porteføljefordeling på fem hovedgrupper af puljer. Herefter udpeger den enkelte selv, hvilke af de valgbare puljer i de forskellige hovedgrupper, kontohaverens formue skal placeres i.

Skandia Link har udviklet 9 forskellige risikoprofiler til hvilke, der er knyttet et forslag til en overordnet porteføljefordeling. Skandia anbefaler kunder med begrænset indsigt at følge en af de forud fastlagte profiler.

Andre selskaber har udviklet lignende modeller.

### Risikovurdering af mulige porteføljevalg

Nogle selskaber har udviklet modeller, som kan generere en analyse af en bestemt porteføljefordeling. Analysen viser risiko mv. for det samlede valg af puljer. Modellerne uddyber billedet af en given investeringsprofils risiko, idet den ser på risici i porteføljefordelingen for det samlede placeringsvalg. Sådanne modeller er udviklet af SAMPENSION og af ATP.

Danica Pension har udviklet et analyseredskab, som er frit tilgængeligt på Danica Pensions hjemmeside. Her kan kunderne finde detaljerede oplysninger om fondsforvalterne og de enkelte fonde, herunder omkostninger, investeringsstil, investeringsfordeling, beholdningslister, risikoprofil, afkast m.v., ligesom der er mulighed for foretage forskellige analyser.

### Investeringskoler

Flere selskaber har udviklet mere omfattende "uddannelseshjemmesider" i tilknytning til deres Unit Link produkter. Eksempler herpå er SAMPENSION's "Linkskolen" og ATP's "Investeringskolen".

Begge tjenester tilbyder en struktureret gennemgang af væsentlige overvejelser, som knytter sig til brugen af Unit Link. Den skrevne information er begge steder suppleret med elektroniske hjælpværktøjer.

#### VI.1.3. Information om de enkelte puljer

Oplysninger om de enkelte puljer er helt centrale som grundlag for kundernes beslutning om valg i Unit Link. Der er imidlertid meget store forskelle med hensyn til oplysningsniveau og detaljeringsgrad. Nogle selskaber tilbyder relativt få og forholdsvis generelle oplysninger, mens andre tilbyder meget detaljerede oplysninger.

### Forvaltningen

På overordnede faktasider vedrørende den enkelte investeringsforening findes typisk en række oplysninger om udbyderen. Der oplyses om, hvem der administrerer puljen, og hvem der udfører investeringsrådgivning og revision. Der oplyses om den personkreds, der træffer investeringsbeslutningerne. Der oplyses om puljens samlede formue. I sammenhæng med udenlandske puljer oplyses om udenlandske skatteforhold.

### Investeringsstrategi

Der oplyses om puljens overordnede investeringsstrategi og om sammensætningen af porteføljen. Porteføljeplysningerne er oplyst minimum kvartalsvis og belyser sammensætning på aktivklasser, regioner, sektorer og største enkeltpositioner. Hvis puljen investerer i overensstemmelse med bestemte etiske principper, oplyses om disse.

### Afkastforhold

Der gives en række oplysninger om puljens afkast med forskellige horisonter (Typisk 1 mdr., 3 mdr., år til dato, seneste 3 og 5 regnskabsår). Herudover anvendes ofte ratingoplysninger, så puljens afkast kan sammenlignes med andre puljer inden for samme område. Herhjemme anvendes det internationalt udbredte Morningstar Rating og det danske Investigate Rating (bilag 1 og 2).

### Risikoforhold

Enkelte selskaber kategoriserer de udbudte investeringsforeninger efter deres risiko. Som eksempel har Danica Pension opstillet et risikobarometer for de udbudte investeringsforeninger, og ATP anvender en risikoklassificering.

### Omkostninger

På overordnede faktasider vedrørende enkelte puljer oplyses i reglen om puljens omkostninger. Omkostninger har stor betydning for det langsigtede afkast.

ATP har til belysning af omkostningsaspektet udviklet en omkostningsorienteret rating kaldet "ATP-rating", der tilbyder et mål for puljens omkostningsniveau sammenlignet med andre puljer i samme aktivklasse (bilag 3).

## **VI.2. Pengeinstitutters formidling af puljeordninger**

Den enkelte kunde kan finde overordnet information om puljeordninger på de respektive pengeinstitutters hjemmesider samt i filialer. Den videre formidling og den efterfølgende beslutning om indgåelse af en aftale om en puljeordning sker sædvanligvis i forlængelse af en personlig kontakt mellem kunden og en rådgiver i pengeinstituttet.

### **VI.2.1. Individuel formidling af puljeordninger**

Pengeinstitutternes pensionsrådgivning tager generelt udgangspunkt i kundens individuelle forhold og i en mere eller mindre detaljeret afdækning af kundens pensionsmæssige ønsker og behov. Til brug herfor har pengeinstitutterne udviklet forskellige rådgivningsværktøjer og interne arbejdsgange etc., som anvendes i forbindelse med rådgivningen af kunden. På baggrund af samtalen med kunden udarbejdes der en risikoprofil, som danner grundlag for beslutning om valg af pensionsordning – i dette tilfælde sammensætningen af puljen.

Hvis kunden på baggrund af rådgivningen træffer beslutning om at indgå aftale om en pul-



jeordning, så kan kunden efterfølgende enten lade pengeinstituttet vælge sammensætningen af puljen eller selv vælge puljens sammensætning. Såfremt kunden selv ønsker at vælge sammensætningen af sin puljeordning, sker dette dog også under rådgivning fra pengeinstituttet.

Kun ét pengeinstitut tilbyder, at kunden frit kan vælge puljesammensætningen via sin netbank. Her er der dog foretaget en forudgående vurdering af kunden, der endvidere får stillet forskellige hjælpeværktøjer til rådighed.

#### VI.2.2. Særlige retningslinier for administration af puljer

Puljerne i puljeordninger i pengeinstitutter udgøres i reglen af værdipapirer sammenstillet af udbyderen. Herved adskiller puljeordninger sig fra Unit Link ordninger i livsforsikringselskaber, tværgående pensionskasser og i SP, hvor puljerne ofte er organiseret som investeringsforeninger, som er underkastet den hertil hørende lovgivning. Svarende hertil er der fastlagt en række særlige krav til administration og drift af puljer i puljeordninger.

Der skal således udarbejdes skriftlige retningslinier for administrationen af puljerne, idet disse skal indeholde oplysninger om:

- hvordan puljens resultat og afkastet til kunderne beregnes
- samtlige omkostninger og handelsvilkår, herunder administrationsgebyr, afregningskurs i forhold til markedskursen, kurtage, andre handels- og depotomkostninger og regler for beregning af rente af kontantindestående
- hvornår afkast tilskrives og
- investeringsstrategi og risikoeksponering, herunder pengeinstituttets adgang til at foretage ændringer heri.

Udover retningslinierne skal pengeinstituttet udfærdige en investeringsinstruks, hvori investeringsrammer for den enkelte pulje fastlægges.

Pengeinstituttet skal desuden udfærdige skriftlige forretningsgange for forvaltningen af puljeaktiverne. Heri skal det fastlægges, hvem der er bemyndiget til at handle med puljeaktiverne. Forretningsgangene skal sikre, at handel med puljeaktiver holdes adskilt fra handel med andre aktiver. Endvidere skal de sikre, at den person, der har foretaget en handel for puljen, kan identificeres.

#### VI.2.3. Information ved oprettelse af puljeordning

Pengeinstituttet skal ved puljeordningens oprettelse udlevere et eksemplar af de ovennævnte retningslinier til kunden. Kunden skal endvidere skriftligt informeres om, fra hvilken dato kunden betragtes som indtrådt i puljen samt om ophør, vilkårene for udtræden og overflytning til individuelt depot, anden pulje i pengeinstituttet eller overflytning til andet pensionsinstitut. Endelig skal kunden informeres om de opnåede procentvise afkast for de enkelte puljer for de forløbne kvartaler i det indeværende år samt det procentvise afkast for de foregående 3 år.

Ved oprettelse af eller indtræden i en puljeordning skal kunden skriftligt informeres om de generelle regler for puljeordningen. Det skal i den forbindelse oplyses, at puljeaktiverne tilhører pengeinstituttet, og at afkastet baseres på en beregning af de bagvedliggende aktiver. Det skal endvidere oplyses, i hvilket omfang aktiverne er skattepligtige efter pensionsafkastbeskatningsloven.

#### VI.2.4. Løbende information om puljen

Puljebekendtgørelsen fastsætter en række krav til oplysninger om puljen, som løbende skal stilles til rådighed for kunden.

Hvert kvartal skal pengeinstituttet oplyse kunden om afkastet og aktivsammensætningen for hver enkelt pulje.

En gang årligt skal pengeinstituttet oplyse kunden om årets puljeafkast med specifikation af afkast og omkostninger (gebyrer og handelsomkostninger), administrationsomkostninger, den procentvise forrentning af puljekontoen og den aktuelle sammensætning af puljerne.

Pengeinstitutterne opfylder oplysningskravene ved hjælp af nyhedsbreve og andet informationsmateriale samt via oplysninger på institutternes hjemmesider. Materialet er tilgængeligt i filialerne og fremsendes i øvrigt efter anmodning fra kunderne.

Årsopgørelsen pr. den 31. december sendes dog altid til kunden i januar måned i det efterfølgende år.

## VII. Omkostningsstrukturer

Der er som tidligere nævnt forskelle selskaberne i mellem med hensyn til produkternes indhold, og hvordan omkostningerne i Unit Link og puljeordninger opgøres og fordeles. I dette afsnit belyses en række konkrete eksempler.

### VII.1. Unit Link ordninger

Alle Unit Link produkter er forsikringer og indeholder større eller mindre forsikringselementer – eks. dækning ved alder, invaliditet eller død. Unit Link ordningerne beregner sig gerne omkostninger i forbindelse med præmieindbetalinger, engangsindskud, administration, både i form af et fast årligt gebyr og som en procentsats af depotbeholdningen, handelstransaktioner, i form af direkte handelsomkostninger og som et kursspread, garanti og diverse omkostninger i forbindelse med flytetransaktioner. Der kan være forskel på produktindholdet forskellige Unit Link ordninger imellem, hvilket kan begrunde forskelle i omkostningselementerne. Mange af omkostningselementerne går til dækning af den almindelige forsikringsadministration på samme måde som ved traditionelle forsikringsprodukter. I tabel VII.1 nedenfor vises omkostningsmodellerne hos forskellige Unit Link selskaber.

#### VII.1.1. Løbende indbetalinger

De fleste selskaber opkræver en procentsats af de løbende indbetalinger. Beløbet varierer mellem 0 og 8%. Ved nogle selskaber afhænger procentsatsen af størrelsen af indbetalingerne, hvormed kunden betaler en mindre procentsats, når indbetalingen overstiger en "knækgrænse". Andre selskaber opererer med differentieret procentsats, hvor "knækket" afhænger af, hvor længe kunden har haft pensionsordningen. I et tilfælde tages der op til 8% årligt af de løbende indbetalinger, hvis kunden henvises af en forsikringsmægler, mens en lavere sats benyttes, hvis en mægler ikke skal aflønnes.

#### VII.1.2. Indskud/engangsbetalinger

De fleste selskaber opererer med differentieret gebyr på engangsindskud. Omkostningen ligger mellem 0 og 4%. Omkostningen afhænger således af, hvor mange penge opsparereren indbetaler ad gangen. Afhængigt af selskabet forekommer "knækket", når kunden årligt

indbetaler mellem 50.000 og 200.000.

#### VII.1.3. Depotomkostninger

Administrationsomkostninger i forbindelse med depotet beregnes ud fra den samlede formue, hvor satsen afhænger af formuens størrelse. Procentsatserne varierer mellem 0 og 0,75%, og der er stor forskel selskaberne i mellem på strukturen af omkostningerne og ved hvilke niveauer, "knækgrænserne" ligger.

#### VII.1.4. Administrationsomkostninger

De fleste selskaber tager et fast månedligt gebyr. Årligt betaler kunden mellem 0 kr. og 576 kr. alt afhængigt af hvilket selskab, der er tale om. Gebyret ligger generelt lidt over 500 kr. årligt.

**Tabel VII.1: Eksempler på omkostningsstrukturer i Unit Link selskaber. (se næste side)**

	AP NetLink	Codan Link	Danica Link	Nordea Link	PensionDanmark Frit Pulje Valg	PFA Unit Link	PKA+ Linkpension	Skandia Link	SAMPENSION Linkpension	TopDanmark Link
OMKOST- NINGER										
Præmie- indbetaling	3,5% - 8% op til 40.000 kr. 3% - 4% over 40.000 kr.	3,5% op til 100.000 kr. 2,5% af 100.000 - 200.000 kr. 2% fra 200.000kr.	2% op til 41.000 kr. 1% fra 41.000 kr.	Ingen	Ingen	4% op til 45.000 kr 3% af 45.000 - 100.000 kr. 2% over 100.000 kr	1%	5% - første 4 år	4 - 6 %	4% - første 4 år herefter 1,5%
Indskud	4% op til 100.000 kr. 2% over 100.000 kr.	3% af 200.000 kr. 1,5% af rest	1%	Ingen	Ingen	4% op til 45.000 kr 3% af 45.000 - 100.000 kr. 2% over 100.000 kr	0%	3% af 115.000 kr. 2% af rest	3 - 4 %	2,25%
Depotomkostning	0,1% af depotets værdi (hvis der er valgt eksterne fonde)	0,0416 % dog min. 60 kr. og maks. 416 kr. pr. md.	0,6% op til 300.000 kr. 0,5% af 300.001 - 500.000 kr. 0,4% af 500.001 - 1 mio.kr. 0,25% over 1 mio.kr.	0,65% op til 300.000 kr. 0,5% af 300.001 - 1 mio.kr. 0,35% over 1 mio.	0,25%	0,3% op til 250.000 kr. 0,2% over 250.000 kr. (min. 540 kr. og max. 2.000 kr. p.a.)	0,5% til og med 100.000 kr. 0,3% af 100.001- 500.000 kr. 0,2% fra 500.001 kr.	0,75% op til 287.500 kr. 0,65% af 287.500 - 575.000 kr. 0,45% af 575.000 - 5,75 mio.kr. 0,35% af 5,75 mio - 28,275 mio.kr. 0,25% af 28,75 mio.kr. -	0,5% op til 99.999 kr. 0,4% af 100.000 - 249.999 kr. 0,35% af 250.000- 499.999 kr. 0,25% af 500.000 - 999.999 kr. 0,2% fra 1 mio.kr. (min. 360 kr.p.a.)	0,4% fra 0 - 500.000 kr. 0,25% fra 500.000 - 10 mio.kr. 0,1% fra 10 mio.kr. -
Fast gebyr	516 kr. p.a. (hvis der er valgt eksterne fonde)	Ingen	528 kr. p.a.	576 kr. p.a.	182 + 96 kr.	0,-	316,20 kr. p.a.	552 kr. p.a.		415 kr. p.a.
Handels- omkostning	0 - 0,5% Ingen ved udenlandske fonde*	0 - 0,5% Ingen ved uden- landske fonde*	0,25% ved handel via internettet. Ved handel via kunderådgiver betales 0,5%	0 - 0,5% Ingen ved uden- landske fonde*	0,25% hvis eksterne puljer	0,1% Ingen ved udenland- ske fonde*	Ingen direkte handelsomk. til PKA, dog betales kursspændet	Ingen direkte han- delsomk. Ingen ved udenland- ske fonde*	25 kr. for hver fond, der hhv. købes og sælges andele i	0% - 1,5% (4,5% for særlige aktiefonde) Ingen ved uden- landske fonde*
Jobskifte	1.180 kr. + handelsom- kostninger	1.000 kr. + handels- omkostninger .	1.000 KR. + handels- omkostninger	1.186 kr. + handelsomkost- ninger	Ingen handelsomkostnin- ger	800 kr. + handelsomkostninger	820 kr. + handelsomkost- ninger	Tegnet før 1.1.2004 gratis. Tegnet efter 1.1.2004 - 1.310 kr.	Ingen handelsomkost- ninger	1.432 kr. + handelsomkost- ninger
Intern overførsel Fra Unit Link til trad.	Ingen	1.000 kr.	1.000 KR. + handels- omkostninger	Indskuds- omkostning	Ingen	Ingen	205 kr. + evt. oprettelsesgebyr	Gratis én gang årligt	Ingen	4 % af indskud
Intern overførsel Fra trad. til Unit Link	Gratis (evt. kurs- værm)	1.000 kr.	Handelsomkostninger	Gratis én gang årligt (dog ikke skattekode 1) Yderligere ovf. behandles som ekstern ovf.	Ingen	Ingen	200,50 kr. + evt. oprettelsesgebyr	Gratis én gang årligt	Ingen	Ingen omkostnin- ger (fastsættes for 1 år ad gangen)

\* Ved handel med udenlandske fonde fragår handelsomkostninger i opgørelsen af indre værdi.

Note: Oplysningerne vedrører satser mv. pr. 1. januar 2005.

Kilde: Anmeldelser til Finanstilsynet samt information fra selskaberne selv.

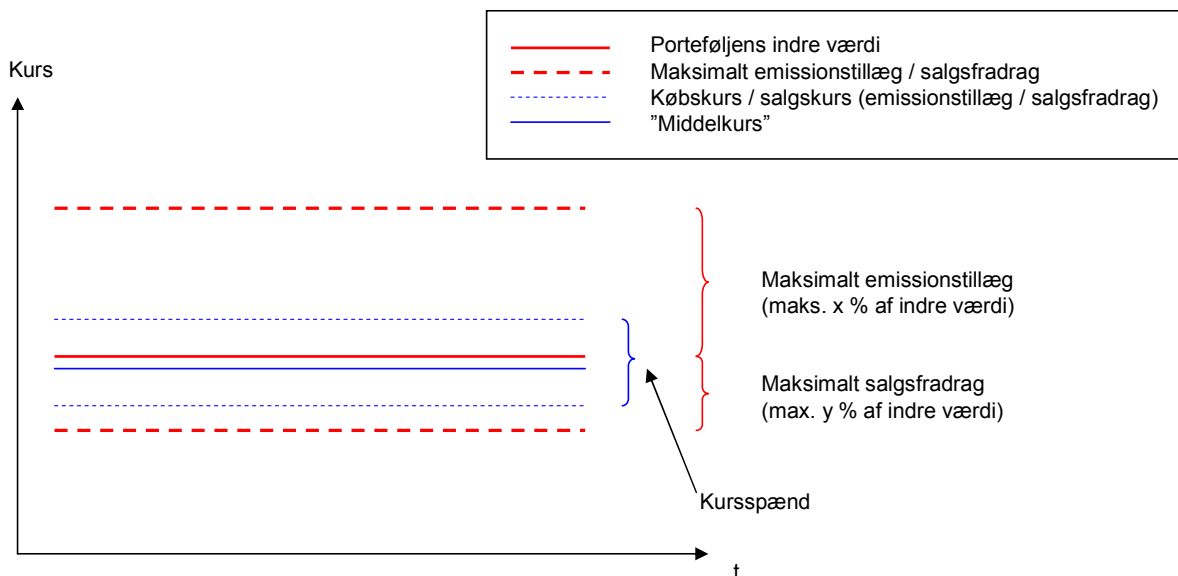
#### VII.1.5. Handelsomkostninger

Denne post omfatter de omkostninger, som kunden direkte eller indirekte skal betale i forbindelse med handel. Der indregnes direkte handelsomkostninger ved kurtage og køb/salgs spread (emissionstillæg og indløsningsfradrag). Ved handel med danske fonde koster det generelt 0,5% i kurtage, mens der ses kursspænd på omkring 0,5 – 1% for aktiefonde og lidt lavere for obligationsfonde. Investeringsforeningen fastsætter maksimalt emissionstillæg (maksimale tillæg til købsprisen ift. indre værdi) og maksimale indløsningsfradrag (minimale fradrag i salgspris ift. indre værdi). Således er kunden sikret, at priserne varierer omkring den indre værdi.

Udenlandske fonde opererer ikke med emissionstillæg og indløsningsfradrag. I stedet bliver omkostningerne i forbindelse med al handel i fonden fratrukket den indre værdi hver dag. Omkostningerne ved investorenes handel deles således mellem investorerne i den enkelte investeringsforening – dvs. at kunder, der ikke handler, betaler for kunder, der handler. Se i øvrigt afsnit VII.4 nedenfor.

---

## Boks VII.2: Indre værdi, maksimalt emissionstillæg / salgsfradrag, købs- og salgskurs



Den indre værdi er betegnelsen for værdien af investeringsforeningens portefølje i forhold til antal udstedte andele. I figuren herover er den indre værdi illustreret ved den fede, røde optrukne linje. Et tænkt illustrativt eksempel er, hvis investeringsforeningens portefølje består af én Danske Bank aktie og én A.P.Møller aktie, vil den indre værdi være værdien af disse to aktier tilsammen (divideret med antal udstedte andele).

Når en kunde køber andele i investeringsforeninger, handler kunden dog ikke til den indre værdi. Investeringsforeningerne bruger det såkaldte dobbelt prisnings-princip, som har til formål at sikre, at en opsparers køb af investeringsforeningsbeviser ikke belaster andre investorer i foreningen. Det sker ved, at opspareren betaler et *emissionstillæg*, som dækker investeringsforeningens emissionsomkostninger, fx omkostninger i forbindelse med at investeringsforeningens handel med underliggende værdipapirer og honorering af distributøren af investeringsbeviset. Ved opsparers salg af investeringsbeviser dækkes omkostningerne tilsvarende af et *indløsningsfradrag*. Emissionstillægget er typisk større end indløsningsfradraget (i illustrationen,  $x > y$ ), da der i emissionstillægget er indeholdt omkostninger til formidlingsprovision fra investeringsforeningen til formidleren (pengeinstitut, unit link system osv.). Investeringsforeningen giver kunden en sikkerhed for, at kundens handelspriser højst kan bevæge sig væk fra den indre værdi med en hvis procentdel. Dette kaldes hhv. det *maksimale emissionstillæg* og det *maksimale indløsningsfradrag* (se fede, røde optrukne linjer).

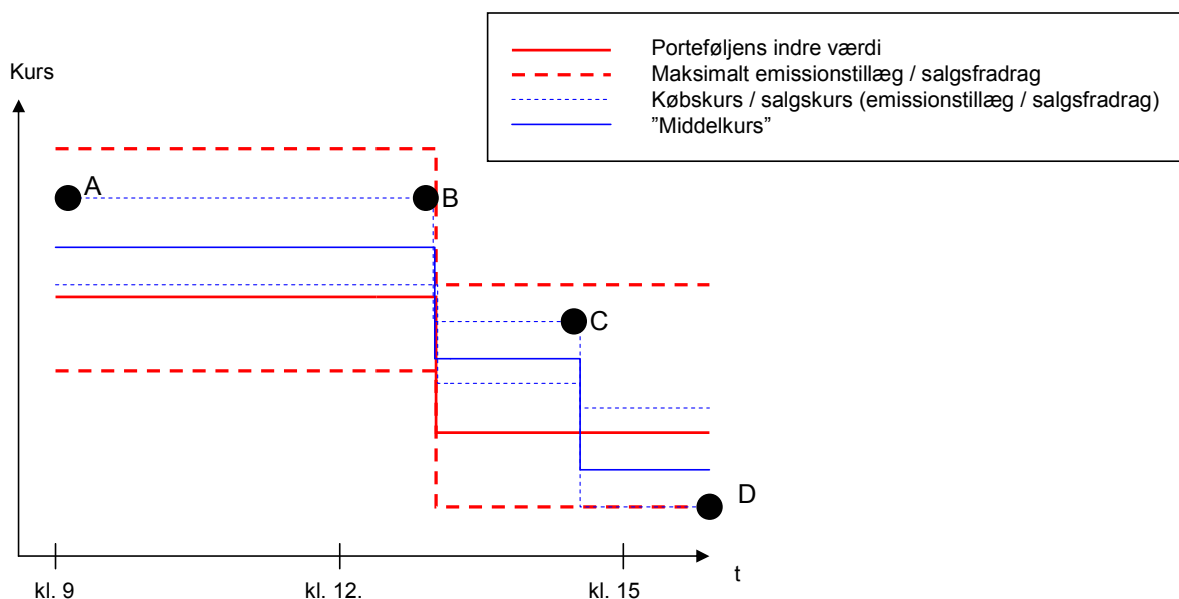
Da mange danske investeringsforeninger kan handles på Københavns Fondsbørs eller på Xtramarkedet, har investeringsforeningerne indgået aftaler med en bank eller et børsmæglerelskab, der som *market maker* løbende stiller købs- og salgskurser. Købs- og salgskurserne kan variere i forhold til den indre værdi alt efter udbud og efterspørgsel efter investeringsforeningsbeviset. Købs- og salgskursen er i figuren illustreret ved blå, tynde stiplede linjer, og forskellen mellem købs og salgskurserne kaldes kursspændet. Ved opsparers køb skal købskursen typisk tillægge en kurtage, mens kurtagen fradrages ved opsparers salg.

... fortsættes

### Boks VII.2 - fortsat:

Igennem unit link ordningerne handler kunden generelt danske investeringsforeninger til de markedsbestemte købs- og salgskurser, som beskrevet ovenover. Men i andre tilfælde udbyder unit link ordningen danske investeringsforeninger til et dagsgennemsnit af kursen +/- et fast kursspænd.

Ved handel med udenlandske fonde køber og sælger opsparereren til den indre værdi. Der er således i dette tilfælde intet kursspænd. Udenlandske fonde benytter ofte et andet priseningsprincip end de danske; således opgøres omkostninger ved handel ved dagens afslutning og fratrækkes den indre værdi. Således vil alle investorer i investeringsforeningerne dele omkostningerne forbundet med den enkelte opsparers handel.



De forskellige handelsmetoder har indflydelse på kundens afkast af investeringen. Der er dog ikke noget entydigt billede af, hvad der er mest fordelagtigt for kunden, da dette vil afhænge af den konkrete udvikling af kurserne i investeringsforløbet.

I eksemplet i illustrationen ovenfor har kunden købt investeringsforeningsbeviset i (A) til købskursen. Pga. bevægelser på de finansielle markeder falder den indre værdi, og handelskurserne bliver ligeledes justeret (B). Dog kan det tænkes, at der opstår et salgspres på investeringsforeningsbeviset, dvs. investorer med det pågældende investeringsbevis i deres beholdning ønsker at sælge. For at imødegå salgspres vil markedet make en tilbudte købskurs, og dermed vil både købs- og salgspriser reduceres (C). De kan dog ikke reduceres mere end, at den tilbudte salgskurs er på niveau med det maksimale indløsningsfradrag.

I eksemplet køber kunden til prisen (A), som ligger over den indre værdi, og sælger til prisen (D), som ligger under den indre værdi. Havde kunden købt til den indre værdi og ligeledes solgt til den indre værdi, ville afkastet af investeringen have været højere (dvs. i dette tilfælde ville tabet således have været mindre). Således kan kundens realiserede afkast være mindre end det officielle afkast, som opgøres ved den indre værdi.

... fortsættes

### *Boks VII.2 - fortsat:*

I dette eksempel ville kunden formentligt have været bedre stillet, hvis kunden havde investeret i en udenlandsk fond og dermed havde handlet til den indre værdi, givet den underliggende portefølje. I andre tilfælde vil kunden være stillet bedre.

I gennemsnit må det forventes, at opsparerens købskurs ligger over den indre værdi, og at salgskursen ligger under den indre værdi. Dermed vil kunden reelt få et afkast, der er mindre end det officielle afkast.

#### VII.1.6. Genkøbsomkostninger

Selskaberne tager sig betalt ved genkøb, eller når kunden ønsker at overdrage pensionsforvaltningen til et andet selskab. Generelt ligger omkostningen på et fast gebyr, som varierer mellem ca. 800 kr. og knap 1.500 kr.

Er der tale om overdragelse i forbindelse med jobskifte, vil der i nogle selskaber blive givet "rabat". Tendensen til dette er aftaget, og omkostningerne er generelt ens i de to situationer.

Er der tale om en intern overførsel fra en Unit Link ordning til traditionel pensionsopsparing inden for samme selskab, varierer det meget, hvordan dette behandles. I nogle selskaber er det gratis, mens der i andre enten tages et fast gebyr på omkring 1.000 kr., beregnes en procentsats af det overførte beløb eller beregnes indskudsomkostninger i forbindelse med indbetaling til den traditionelle pensionsordning.

Hvis der er tilknyttet en garanti til en Unit Link forsikring, kan der desuden opkræves et såkaldt kursværn med sigte på at tage højde for, at de tilbageblivende forsikringstagere kan lide et tab, hvis en kunde flytter på et tidspunkt, hvor investeringsaktiverens værdi er faldet til under den garanterede værdi af depotet. Det såkaldte kursværn udgør et forholdsmæssigt fradrag i opsparingen, hvis markedsværdien af selskabets beholdning af værdipapirer opgjort på tilbagekøbstidspunktet er lavere end den bogførte værdi. Hvis markedsværdien af selskabets aktiver falder under en vis grænse i forhold til forpligtelserne, kan depotet reduceres yderligere ved genkøb.

#### VII.1.7. Forskelle i omkostningsstruktur

Som det fremgår af ovenstående – jf. tabel VII.1 - varierer omkostningsstrukturen meget i mellem de enkelte udbydere. AP NetLink har fx forholdsvis høje omkostninger ifm. engangsindskud, men lave depotomkostninger, mens det modsatte er tilfældet for Nordea Link. Næsten alle Unit Link udbydere tager et fast årligt administrationsgebyr samt et administrationsgebyr beregnet som en procentsats af depotets størrelse. PFA link og Skandia Link holder relativt lave direkte handelsomkostninger, mens der her beregnes højere omkostninger i forbindelse med præmie, indbetalinger og for Skandia Links vedkommende også depotomkostninger.

### VII.2. Pengeinstitutter

I tabel VII.3 vises omkostninger fra puljeordninger i tre større pengeinstitutter: Puljeinvest i Danske Bank, Puljeordning i Jyske Bank og Værdipapirpuljer i Nordea. Som det ses af ta-



bellen, tilbyder Nordea og Danske Bank puljer karakteriseret ved aktivtyper som obligationer, specialiserede obligationer samt indenlandske og udenlandske aktier. Jyske Bank tilbyder kunderne puljer opdelt på risikoprofilerne "afdæmpet", "stabil", "dynamisk" og "vækst".

Omkostningerne ved disse ordninger kan opdeles i følgende forskellige kategorier:

*Administrationsgebyr:* Til forskel fra Unit Link selskabernes depotgebyrer afhænger administrationsgebyret i puljeordningerne af porteføljens sammensætning af værdipapirer. I Danske Bank minder grundgebyret om Unit Link ordningernes depotomkostninger, hvor der tages en procentsats af indestående. Puljegebyrernes satser kan afhænge til dels af porteføljens placeringer (aktier, obligationer, danske/udenlandske fonde) samt af depotets størrelse.

*Puljegebyr* beregnes som en procentsats af depotets størrelse. Satsens størrelse afhænger af, hvad kunden har investeret i. I Nordeas og Danske Banks tilfælde er satsen således mindst for danske obligationer, højere for puljer indeholdende mere specialiserede obligationer og danske aktier og højest for udenlandske aktier. I Jyske Banks tilfælde bliver puljegebyrsatsen højere, des mere risikobetonet puljen bliver. Således følger omkostningsniveauet det forventede niveau for, hvor dyr en aktivklasse er at administrere. Som sagt er det mere omkostningsfyldt at administrere en portefølje bestående af specialiserede aktier (større krav til analyse, dyrere porteføljepleje osv.) end, hvis der er valgt danske obligationer.

Ordningerne opererer generelt med "knækgrænser" i gebyrstrukturen. Det vil sige, at den anvendte gebyrsats trappes ned i takt med at depotstørrelsen stiger (investering i pulje), der er tale om – jo højere depot, desto mindre gebyr (relativt set). I Nordea og Jyske Bank opererer man med knækgrænser i puljegebyrerne, mens det i Danske Banks tilfælde sker ved grundgebyret.

*Kurtagen* ved omlægninger i porteføljen fra kundens side foregår efter samme princip. Kurtagen er mindst for handel med danske obligationer, ca. 0,1 %, og højest for udenlandske aktier, ca. 0,5 – 0,75 %.

**Tabel VII.3: Eksempler på omkostningsstrukturer i pengeinstitutters puljeordninger.**

	<b>Nordea</b>	<b>Jyske Bank</b>	<b>Danske Bank</b>
<b>Grundgebyr/ depotgebyr</b>	Danske obligationer - ingen Udenlandske obligationer - 0,1% af kursværdi Højrenteobligationer - 0,1% af kursværdi Danske aktier - ingen Udenlandske aktier – maksimalt 0,175% af kursværdi Investeringsforeninger – ingen	Danske værdipapirer - ingen Udenlandske værdipapirer, værdi under 500.000 kr. - 0,3% + moms Udenlandske værdipapirer, værdi over 500.000 kr. - 0,2% + moms Ved obligationer beregnes depotgebyret af højeste værdi, nominelt eller kursværdi	0,5% af 0-299.999 kr. 0,2% af 300.000-499.999 kr. 0,05% af beløb >= 500.000 kr.
<b>Puljegebyr</b>	<b>0-250.000 kr.</b> Korte obligationer 0,5% Lange, indeks og udenlandske obligationer 0,75% Højrenteobligationer 1% Danske aktier 1% Udenlandske aktier 1,25% <b>250.001-500.000 kr.</b> Korte obligationer 0,25% Lange, indeks og udenlandske obligationer 0,5% Højrenteobligationer 0,75% Danske aktier 0,75% Udenlandske aktier 1% <b>&gt; 500.000 kr.</b> Korte obligationer 0,05% Lange, indeks og udenlandske obligationer 0,3% Højrenteobligationer 0,55% Danske aktier 0,55% Udenlandske aktier 0,8%  Dog minimum 100 kr. pr. år	<b>0-249.999 kr.</b> Pulje 1 - vækst: 0,9% Pulje 2 - dynamisk: 0,8% Pulje 3 - stabil: 0,7% Pulje 4 - dæmpet: 0,6% <b>250.000-499.999 kr.:</b> Pulje 1 - vækst: 0,7% Pulje 2 - dynamisk: 0,6% Pulje 3 - stabil: 0,5% Pulje 4 - dæmpet: 0,4 <b>&gt;= 500.000 kr.:</b> Pulje 1 - vækst: 0,5% Pulje 2 - dynamisk: 0,4% Pulje 3 - stabil: 0,3% Pulje 4 - dæmpet: 0,2	Korte danske obligationer - 0,1% Danske obligationer - 0,25% Indeksobligationer - 0,25% Udenlandske obligationer - 0,25% Udenlandske højrenteobligationer - 0% Danske aktier - 0,5% Udenlandske aktier 0,75%  Dog minimum 100 kr. (inkl. grundgebyr og puljegebyr)  Intet gebyr af indestående i Kontantpuljen
<b>Kurtage</b>	<b>Maksimalt:</b> Danske obligationer - 0,1% af kursværdi Udenlandske obligationer - 0,1% af kursværdi Højrenteobligationer - 0,1% af kursværdi Danske aktier - 0,5% af kursværdi Udenlandske aktier - 0,5% af kursværdi + evt. udenlandske omk. Investeringsforeninger - ingen direkte omk. (omk. afholdes af foreningen)	<b>Maksimalt:</b> Danske obligationer samt futures og optioner på danske obligationer - 0,1% Udenlandske obligationer samt futures og optioner på udenlandske obligationer - 0,15% Danske aktier samt futures og optioner på danske aktier - 0,5% Udenlandske aktier samt futures og optioner på udenlandske aktier - 0,75%  Kurtage for obligationer og aktier beregnes af kursværdien Kurtage for futures og optioner beregnes af kontraktbeløbet Ved handel med udenlandske værdipapirer betaler puljerne børsafgifter (varierer fra marked til marked) udover de nævnte omkostninger	<b>Maksimalt:</b> Obligationer samt futures og optioner på obligationer - 0,1% Danske aktier samt futures og optioner på danske aktier - 0,4% Udenlandske aktier samt futures og optioner på udenlandske aktier - 0,5% Investeringsforeninger - ingen direkte omk. (omk. afholdes af foreningen)  Kurtage for obligationer og aktier beregnes af kursværdien
<b>Puljeskift</b>	200 kr. pr. skift	Ingen	Ingen
<b>Intern overførsel</b>	Ingen	0,25% af saldo, dog minimum 100 kr. og maksimum 350 kr. Yderligere 600 kr. ved udbetaling af pensionsopsparing før pensionsalder, deludbetaling af pensionsopsparing og ved overførsel til forsikringsselskab	Ingen

Note: Oplysningerne vedrører satser mv. pr. 1. januar 2005.

### VII.3. SP og LD

I tabel VII.4 resumeres omkostningsstrukturerne i LD og SP. Omkostningerne er generelt væsentligt lavere end tilsvarende i andre ordninger. Baggrunden herfor er ikke mindst ordningernes særlige karakter.

I ATPs SP selvvalg betales der et grundgebyr og et administrationsgebyr, som maksimalt kan udgøre 80 kr. p.a. tilsammen.

I LD Puljevalg betales der kun gebyr for omlægninger på 47 kr. Herudover oplyser LD, at puljernes omkostninger til forvaltning af værdipapirerne med videre fratrækkes puljernes afkast. Ligeledes betales der årligt 0,25 % af depotets størrelse.

Tabel VII.4: Omkostningsstrukturer i LD og SP		
	SP medValg og selvValg	LD puljevalg
Præmieindbetaling	Ingen	Ingen mulighed for indbetalinger
Indskud	Ingen	Ingen mulighed for indbetalinger
Depotomkostning	0,1% dog maksimalt 10 kr.	0,25 %
Fast gebyr	0,35% af indestående dog maksimalt 70 kr.	Ingen
Handelsomkostning	0,15%	47 kr. puljevalg (10 kr. via internettet)
Intern overførsel Fra Unit Link til trad.	0,15% (handelsomkostning)	Ingen
Intern overførsel Fra trad. til Unit Link	0,15% (handelsomkostning)	47 kr. (køb af puljer)

Note: Oplysningerne vedrører satser mv. pr. 1. januar 2005. Kilde: ATP og LD.

#### VII.4. Opsummerende om omkostningsstrukturer

Omkostningsstrukturerne knyttet til Unit Link ordninger og puljeordninger er med ganske få undtagelser temmelig komplekse, idet der typisk arbejdes med en række forskellige omkostninger og omkostningsfradrag, og idet pensionsopsparereren ikke nødvendigvis har enkel adgang til alle relevante informationer – herunder dækkende informationer om omkostninger i de underliggende investeringsforeninger og håndteringen af formidlings- og markedsføringsprovision. Hertil kommer, at der er store variationer i omkostningsstrukturen de enkelte udbydere imellem.

Der er ofte forskel på niveauet af omkostningerne for eksterne og interne puljer samt danske og udenlandske puljer. Kunden kan have svært ved at overskue konsekvenserne ved forskellige handelssystemer, fx at handelsomkostninger betales solidarisk af alle medlemmer ved handel med udenlandske puljer. Endelig bør det nævnes, at kunden generelt er afskåret fra oplysninger om størrelsen af formidlings- og markedsføringsprovision<sup>41</sup> overført til Unit Link forsikringsselskabet fra eksterne puljer samt handelsomkostninger i forbindelse med investeringsforeningernes porteføljepleje.

Samlet set kan det konstateres, at det i dag er vanskeligt for kunderne at danne sig et fuldt og reelt overblik over de involverede omkostninger og deres betydning på langt sigt. Ligeledes kan det konstateres, at kunderne kun vanskeligt vil kunne sammenligne produkter fra forskellige udbydere.

<sup>40</sup> Selskaberne er alene forpligtet til at oplyse, om de modtager provisioner for formidling af investeringsbeviser i givne investeringsforeninger.

## VIII. Omkostningers og omkostningsstrukturers betydning

Med henblik på at vurdere omkostningernes størrelse er en række regneeksempler opstillet. Det kan være svært for kunden at vurdere konsekvenserne af de forskellige omkostningsstrukturer ved de forskellige ordninger. Ved at omregne omkostningerne til et omkostningsnøgletal vil det skabe større sammenlignelighed mellem ordningerne. Der antages i det følgende nedenstående standardprofil for en pensionsopsparer:

<b>Tabel VIII.1: Standardprofilen - antagelser som ligger til grund for udregningerne af omkostningerne i de forskellige Unit Link ordninger</b>	
Engangsindskud	25.000 kr.
Løbende månedlig indbetaling	1.250 kr.
Årlig lønstigning	3 %
Aktieandel	50 %
Danske fonde / Udenlandske fonde	100 % / 0 %
Tidshorisont	0-40 år
Spread aktier	0,7 %
Spread obligationer	0,2%
Kurtage	0,5 %
Årligt afkast aktier	7 %
Årligt afkast obligationer	5,5 %
Årlige handelsomlægninger	10 %
Skat – PAL	15%

*Note: Afkastforudsætninger jf. de fælles samfundsforudsætninger.*

Regneeksemplerne vedrører meget forskelligartede produkter, der spænder fra pensionsforsikringer med dækning ved både alder, invaliditet og død og med individuelt valg af ydelsessammensætning til rene opsparingsprodukter uden forsikringsindhold. Omkostningerne kan ikke sammenlignes på tværs mellem selskaber eller mellem de forskellige typer af pensionsinstitutter uden samtidig at vurdere produkternes indhold.

Regneeksemplerne, som gennemgås i det følgende, vedrører konkrete pensionselskaber og tager udgangspunkt i specifikke oplysninger om omkostninger mv. pr. 1. januar 2005. Selskaberne optræder – med undtagelse af LD og SP – anonymt. Der opereres med tre forskellige grupper af selskaber: "Arbejdsmarkedspension", "Firmapension & individuel pension" samt "pengeinstitutter". De tre grupper benævnes henholdsvis AMP, FP & IP samt PI.

I regneeksemplerne vil antagelserne i tabel VIII.1 gælde undtaget i de tilfælde, hvor selskabet har en specifik politik på området. Fx som det også fremgår af tabel VII.1 har en

række selskaber handelsomkostninger, som varierer fra det anførte i tabel VIII.1. I beregningerne antages kunden at spare op ved en kapitalpension, hvor hele pensionen udbetales ved udløbstidspunktet.

Ud fra disse antagelser samt omkostningsstrukturene beskrevet ovenover, vil et omkostningsnøgletal udregnes. Tallet beskriver, hvor store indestændets/rettighederne er, iht. hvis dette udviklede sig som den bagvedliggende portefølje uden omkostninger. Tallet er udtrykt som en omkostningsprocent:

$$\text{OMK}\% = (\text{Depot ultimo}_x - \text{Depot ultimo}) / \text{Depot ultimo}_x,$$

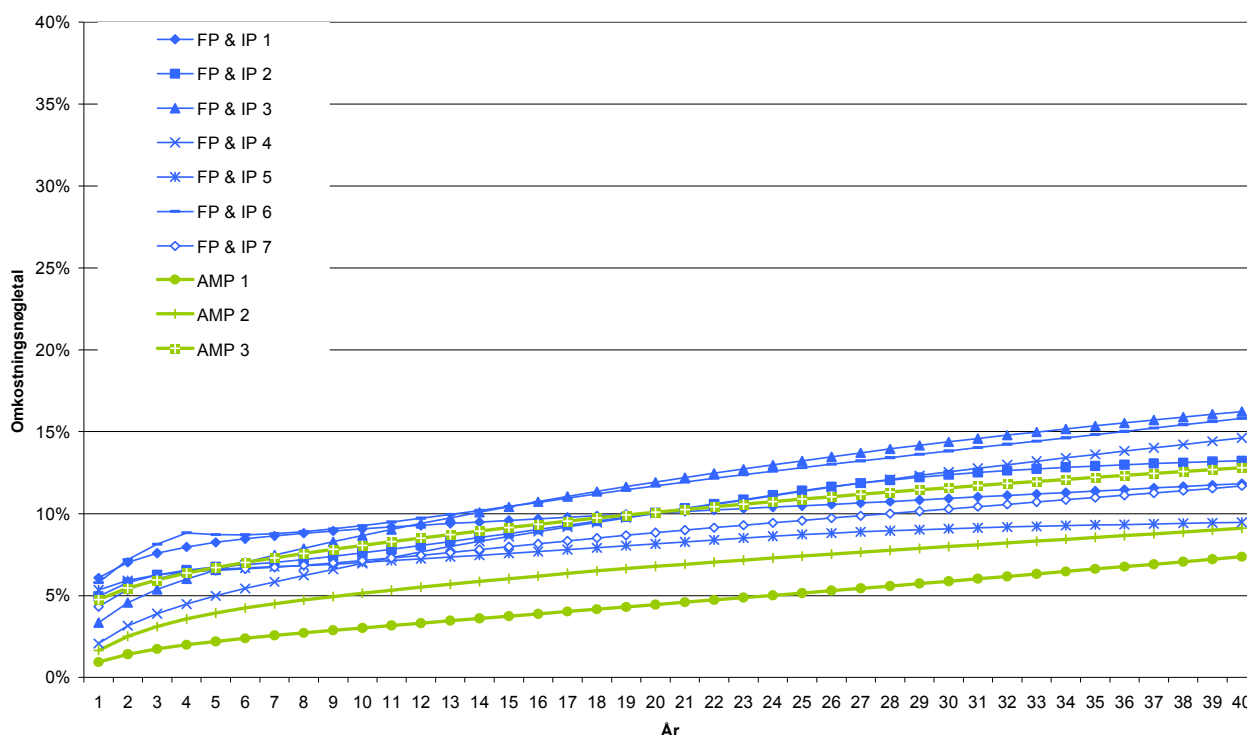
hvor depot ultimo<sub>x</sub> er værdien af depot, som hvis det udviklede sig som den bagvedliggende portefølje. Nøgetallet udtrykker således en hypotetisk omkostningsprocent, da opsparerer i virkelighedens verden ikke fuldstændigt omkostningsfrit vil kunne investere i porteføljen.

### VIII.1. Unit Link selskaber og arbejdsmarkedspensioner

I det følgende gennemgås en række beregninger, som belyser forskellige Unit Link ordninger ud fra de i tabel VII.1 angivne data. Det skal nævnes, at der ikke er tværgående pensionskasser blandt de ordninger for hvilke, der er udført beregninger.

#### VIII.1.1. Standardprofil

**Figur VIII.2 – Omkostningsprocent (standardprofil – uden fondsadministrationsomkostninger)**



Note: eksklusiv investeringsforeningers fondsadministrationsomkostninger.

Figur VIII.2 viser en beregning af omkostningsnøgletallet vedrørende direkte omkostninger, som en funktion af det antal år, ordningen løber. Opsparerer har en profil (standardprofilen), som anført i tabel VIII.1.

Eksempel: Antag at en kunde med standardprofilen og forventet udbetalingstidspunkt om 20 år skal vælge en Unit Link ordning. Vælger vedkommende den dyreste løsning, vil der iflg. beregningerne skulle betales ca. 12 % i direkte omkostninger. Til sammenligning er omkostningsnøgletallet ca. 5 % i det billigste tilfælde.

Det ses, at hvis Unit Link selskaberne rangordnes efter disse omkostninger, så vil selskaberne i nogle tilfælde skifte plads i takt med, at det forventede pensioneringstidspunkt nærmer sig. Omkostningerne beskrevet ovenfor er de omkostninger, som kunden direkte betaler til Unit Link selskabet. Dog vil der – jf. nedenfor - ligeledes være indirekte omkostninger, som kunden kan have svært ved at gennemskue.

### VIII.1.2. Fondsadministrationsomkostninger

Unit Link ordningerne benytter sig af investeringsforeninger som investeringsobjekter, hvis omkostninger også skal dækkes. Det sker gennem administrationsomkostninger, som fratrækkes afkastet, som investeringsforeningsafdelingen har opnået i løbet af året – dvs. omkostningen fratrækkes den indre værdi. Beregningerne i figur VIII.2 er foretaget eksklusiv disse fondsomkostninger. For at skabe et mere dækkende billede medtages disse omkostninger i beregningerne.

Der er ligeledes forskelle i fondsomkostningerne i mellem de forskellige forvaltere. Indeks- og obligationsfonde er de forholdsvis billigste fonde at drive, mens mere specialiserede fonde er dyrere, da der kræves større ressourcer til analyse og forvaltning.

Administrationsomkostningerne i investeringsforeninger dækker den daglige drift, lønninger, markedsføring, depotforvaltning, rådgivningsomkostninger osv. Bechmann & Rangvid, 2004<sup>42</sup> viser, at mens afkastene varierer betydeligt, er investeringsforeningernes omkostninger meget stabile fra år-til-år.

"FP & IP 6", som ikke opererer med kurtage, når kunden omlægger porteføljen, har generelt højere omkostninger og opererer generelt med højere totale årlige omkostninger til fondsforvalter (TER<sup>43</sup>). Et simpelt gennemsnit af TER for fonde udbudt via "FP & IP 6" i 2003 var 1,86 % for aktiefonde og 1,24 % for obligationsfonde p.a. af den indre værdi, hvor administrationsomkostningerne for danske fonde i gennemsnit i 2003 lå mellem 1,2% og 1,4% p.a. for aktier og gennemsnitligt 0,6% og 1% for obligationsfonde alt efter profil<sup>44</sup>.

Således antages generelt et niveau for administrationsomkostningerne på 1,25% for aktiefonde og 0,65% for obligationsfonde p.a. undtaget i tilfældet med "FP & IP 6", hvor der antages 1,86 % for aktiefonde og 1,24 % for obligationsfonde p.a.

Fondsomkostningerne (management fee) lå i 2002 i Danmark på 1,03 %, mens det gennemsnitligt lå på 1,18 % i Europa<sup>45</sup>. Der beregnes ikke kurtage ved handel med udenlandske investeringsforeninger. I stedet fratrækkes omkostningerne i afdelingens indre værdi. Dog skelnes der i disse beregninger ikke mellem udenlandske og indenlandske foreninger. Alle investeringer beregnes, som var de foretaget i indenlandske foreninger.

Ligeledes er administrationsomkostningerne i pensionsselskabernes egne tilbudte fonde betydeligt mindre end de eksterne fonde. De fleste selskaber tilbyder interne fonde, mens

---

<sup>41</sup> Beckmann, Ken L. og Jesper Rangvid 2004, Expenses and the performance of Danish mutual funds.

<sup>43</sup> TER: Total Expense Ratio

<sup>44</sup> Beckmann & Rangvid, 2004

<sup>45</sup> Morningstar

"FP & IP 6" fx ikke tilbyder deres kunder interne fonde. Der skelnes i beregningerne ikke mellem omkostninger (afkast) i eksterne investeringsforeninger og interne fonde. Det skal således bemærkes, at det for sammenlignelighedens skyld antages, at kunden investerer alle midler i eksterne puljer.

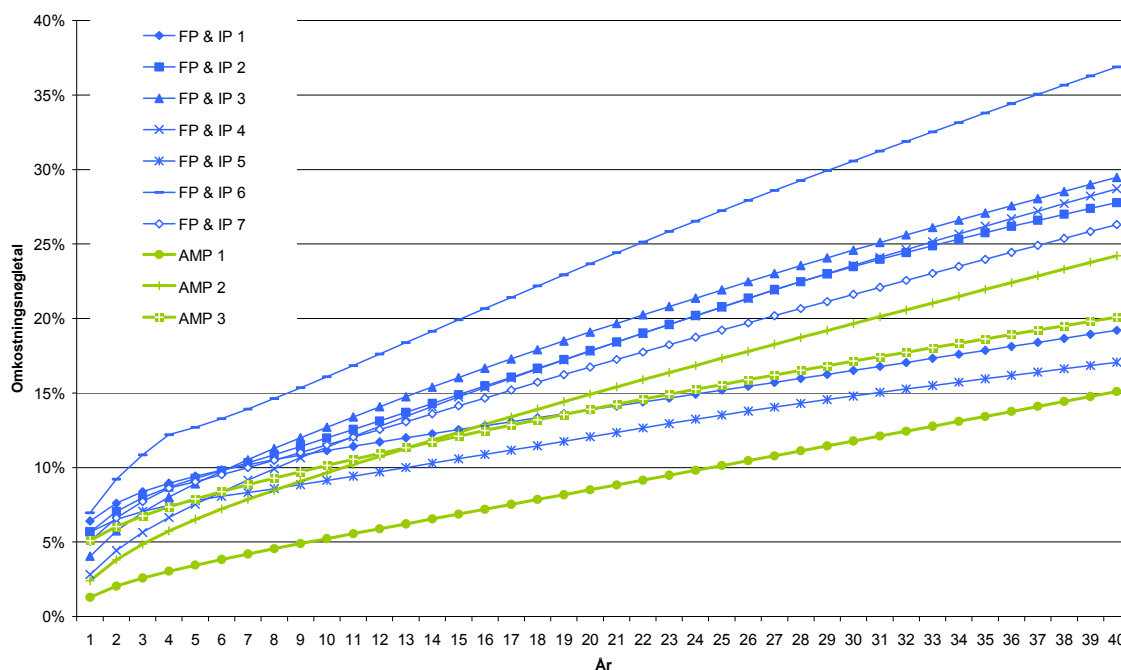
Det skal samtidig bemærkes, at interne puljer normalt er billigere end eksterne puljer. De generelt forudsatte administrationsomkostninger på 1,25 % for aktiefonde henholdsvis 0,65 % for obligationsfonde kan således ses i sammenhæng med, at flere Unit Link udbydere har egne fonde med administrationsomkostninger i størrelsesordenen 0,2 % henholdsvis 0,1 %.

En del af administrationsbidraget tilbageføres til Unit Link selskabet som formidlings- og markedsføringsprovision (formidlings- og markedsføringsprovisioner kaldes også kick back provisioner). Selskaberne viderefører generelt ikke disse kick back provisioner til kunderne. "AMP 1" informerer om, at selskabet lader markedsføringsbidrag fra investeringsforeningerne, ca. 0,5 pct. p.a. af porteføljeværdien investeret i eksterne fonde, gå ubeskåret videre til kunderne. Således falder de 8 eksterne aktiefondes administrationsomkostninger fra gennemsnitligt 1,2 pct. p.a. til reelt 0,7 pct. p.a. (2003). På ATP's folkebørs, i "AMP 1", "AMP 3", "FP & IP 1" og "FP & IP 5" føres formidlings- og markedsføringsprovisionerne tilbage til de kunder, der i et givet år har investeret i en given investeringsforening.

I regneeksemplerne antages det i de nævnte tilfælde, at kunden får tilbageført 0,5%. LD tilbyder deres kunder 5 eksterne fonde, men tilbyder ellers deres kunder interne fonde. LD modtager ikke markedsføringsprovision fra de eksterne fonde, hvorfor aflønning til investeringsforeninger er lavere ift. andre Unit Link udbydere. Laveste fondsadministrationsomkostning er 0,02 % p.a., mens højeste er 0,8 % p.a. I regneeksemplerne antages fondsadministrationsomkostninger i LD's tilfælde at være 0,4 % p.a.

### VIII.1.3. Regneeksempler korrigeret for fondsadministrationsomkostninger

**Figur VIII.3 – Omkostningsprocent (standardprofil – med fondsadministrationsomkostninger)**



Note: inklusiv investeringsforeningers fondsadministrationsomkostninger.

Figur VIII.3 viser, at omkostningsnøgletallet stiger betydeligt, hvis der tages højde for fondsadministrationsomkostninger. En kunde, som forventer at skulle have sin opsparing igen efter 20 år, vil således iflg. beregningerne skulle betale godt 9% i omkostninger, hvis pensionen er placeret i "AMP 1", mens der betales 24,5 % hvis den er placeret i "FP & IP 6". Efter korrektion for de højere fondsadministrationsomkostninger i investeringsforeningerne tilhørende "FP & IP 6", har denne ordning det højeste omkostningsnøgletal. Spændet fra gruppen af selskaber, som tilbagefører provisioner til kunderne, op til de resterende selskaber er øget, efter at der er korrigeret for tilbageførsel af formidlings- og markedsføringsprovisioner i disse selskaber.

Forskellen i nøgletallene i disse tilfælde skyldes således antagelsen om det højere niveau for fondsadministrationsomkostninger i "FP & IP 6".

Beregningerne viser, at en betydelig del af omkostningerne i forbindelse med Unit Link ordninger, er omkostninger vedrørende aflønning af investeringsforeninger.

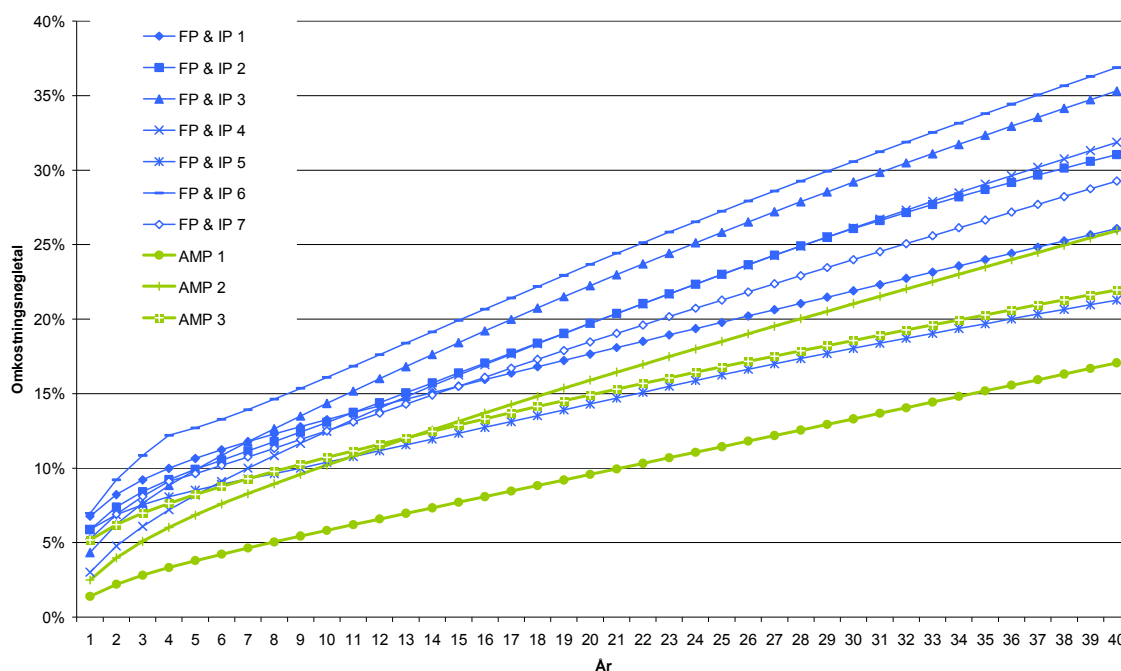
### VIII.1.4. Handelsaktivitet

I det følgende varierer der på antagelserne vedrørende omfanget af omlægnings af kundens portefølje, størrelse af løbende indbetalinger og engangsindbetalinger.

I standardprofilen vist i tabel VIII.1 omlægger kunden 10 % af midlerne om året. Er kunden betydeligt mere aktiv, vil billedet komme til at se anderledes ud. Figur VIII.4 viser eksemplet beregnet med den ændring, at kunden omlægger 50% af midlerne om året. Dog antages det, at dette ikke udmønter sig i et højere afkast af porteføljen, hvilket imidlertid må formodes at være hensigten med omlægningerne.



**Figur VIII.4 - Omkostningsprocent (profil 2: som standardprofil, men 50 % omlægning i løbet af året)**



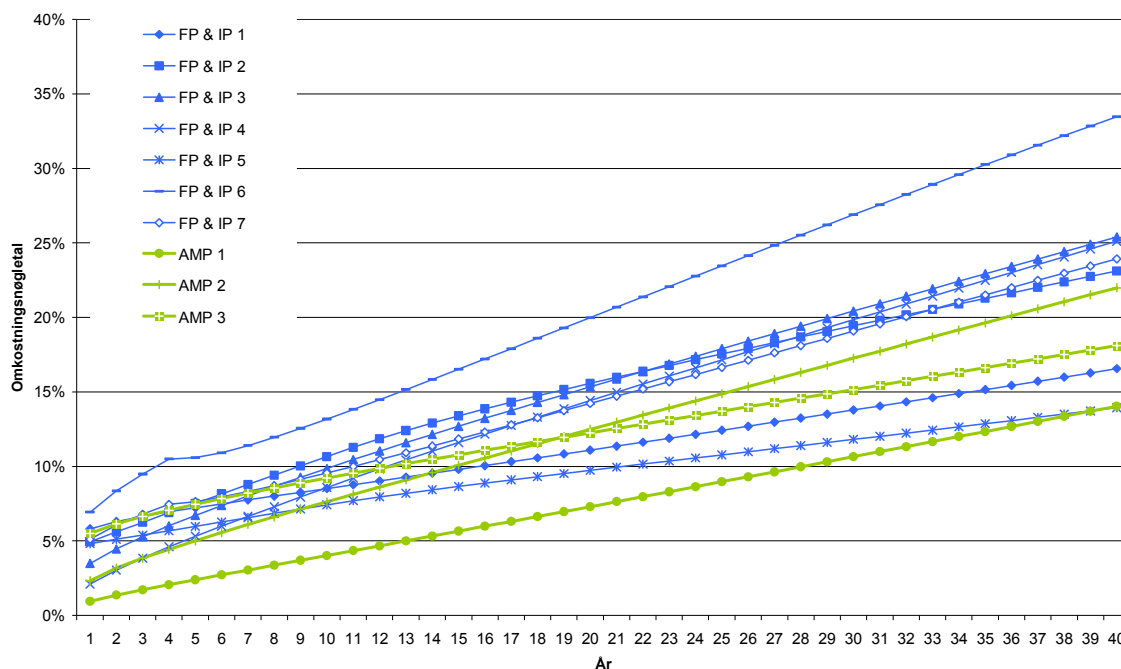
*Note: Inklusive investeringsforeningers fondsadministrationsomkostninger.*

Ved et højere handelsaktivitetsniveau fra kundens side vil omkostningerne stige for alle løbetider. Indbyrdes kan selskaberne skifte plads i rangordningen af nøgletallet for forskellige løbetider. "FP & IP 6" og "FP & IP 3" ligger nu tæt op ad hinanden. Da "FP & IP 6" ikke opererer med kurtage og kursspænd, når opsparereren handler, vil "FP & IP 6" blive forholdsvis mere attraktiv, jo mere opsparereren ønsker at omlægge porteføljen. Omlægger kunden ca. 150 % af porteføljen om året, vil "FP & IP 6" have et middelstort nøgletal ift. de øvrige selskaber.

Det er således vigtigt, at opsparereren er opmærksom på, at omlægnings af porteføljen kan være forbundet med betydelige omkostninger.

### VIII.1.5. Større engangsindskud og større løbende indbetalinger

**Figur VIII.5: Omkostningsprocent (profil 3: standardprofil, men med månedlige præmieindbetalinger 5.000 kr.)**



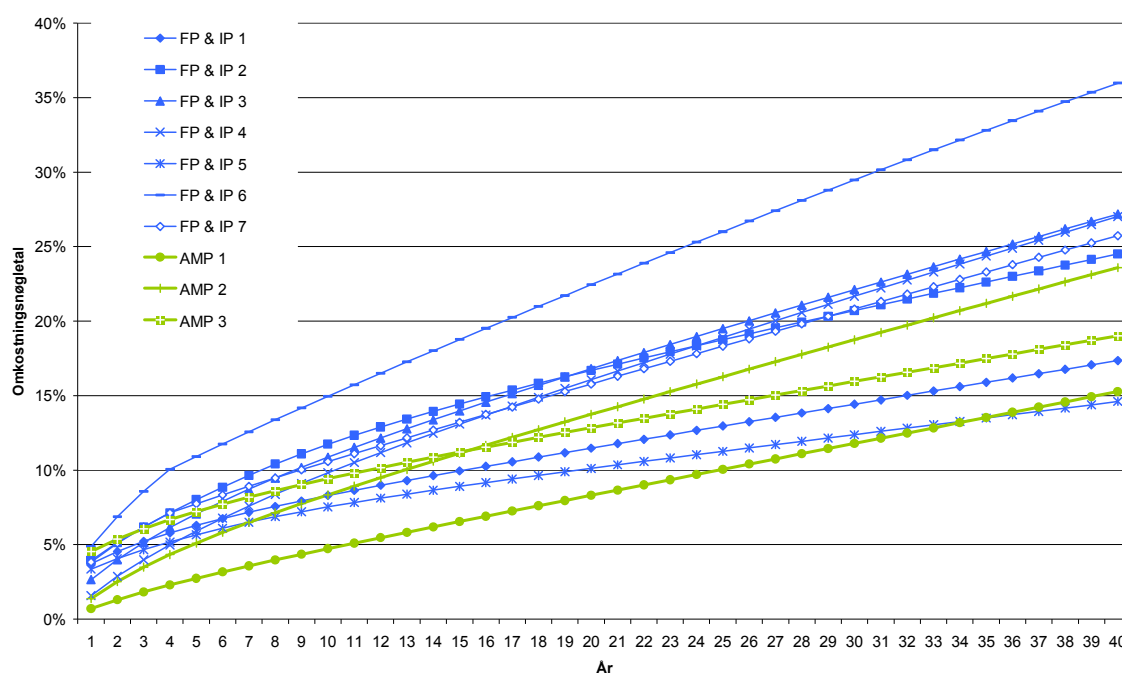
*Note: inklusive investeringsforeningers fondsadministrationsomkostninger.*

I figur VIII.5 er vist tilfældet, hvor kunden indbetaler 5.000 kr. månedligt i løbende indbetalinger, men ellers indbetaler som i standardprofilen.

Vælger kunden at indbetale forholdsvis højere månedlige indbetalinger ift. standardprofilen, vil "FP & IP 6" og "AMP 1" isolere sig i hhv. toppen og bunden, mens resten af ordningerne presses sammen med et spænd på godt 5 % efter 20 år. Ved opsparingsperioder på mere end 20 år er billedet lidt mere varieret. Efter 20 år vil spændet mellem den dyreste og billigste ordning svare til en forskel i depotets størrelse på ca. 340.000 kr. for profil 3 (ca. 100.000 kr. for profil 1 og 2).

Den mere velhavende pensionsopsparer, som har høje månedlige indbetalinger, har fordel af at komme hurtigt op på et depotniveau, hvor satserne for gebyr på præmieindbetaling vil være lavere. Dette sænker generelt omkostningsnøgletallet ift. standardprofilen.

**Figur VIII.6: Omkostningsprocent (profil 4: som standardprofil, men med engangsindskud på 300.000 kr. det første år, og 5.000 kr. i månedlige betalinger)**



Note: Inklusive investeringsforeningers fondsadministrationsomkostninger.

I det tilfælde hvor kunden ønsker at indbetale et forholdsvis højt engangsbeløb oven i høje månedlige præmieindbetalinger, vil omkostningerne stige ift. i profil 3, men stadig lavere end i profil 1. Dette skyldes, at depotet hurtigt vil nå en størrelse, hvor opsparerer nyder godt af at nå hurtigt op over knækgrænserne, men de større depotomkostninger vil trække i den modsatte retning.

Som figur VIII.5 og VIII.6 illustrerer, vil størrelserne af et initialt indskud og de forventede fremtidige indbetalinger således også være faktorer, som pensionsopsparerer bør tage med i overvejelserne.

### VIII.1.6. Omkostning ved jobskifte eller tilbagekøb

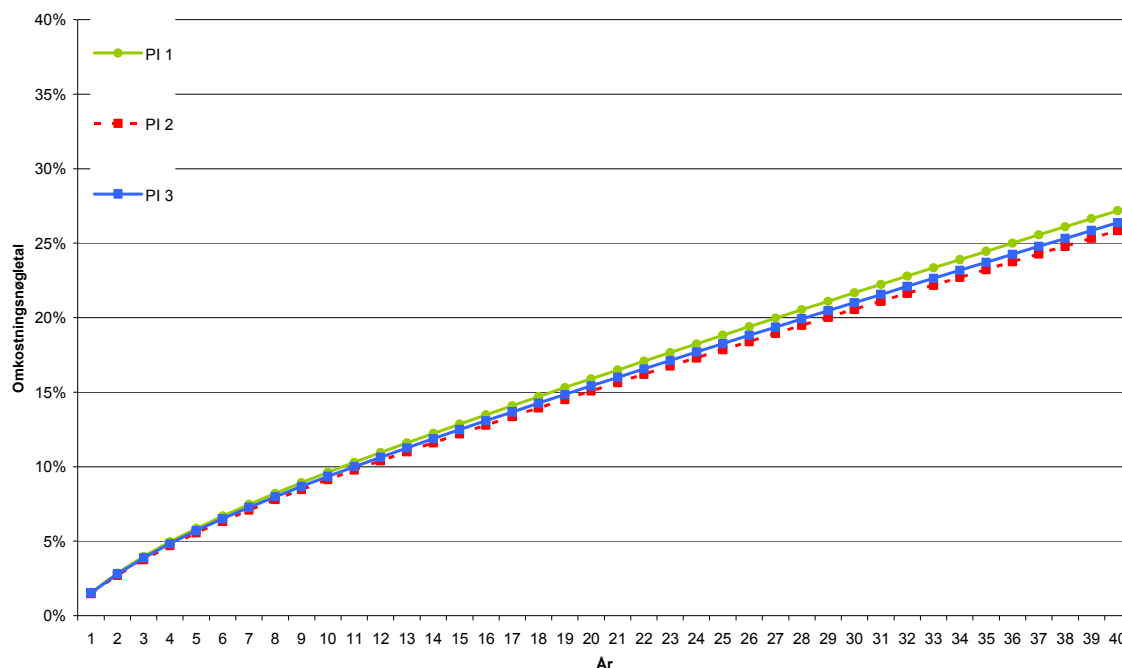
Omkostningerne ved jobskifte er generelt ikke så store, at de får betydning for placeringen af selskaberne omkostningsmæssigt i forhold til hinanden.

## VIII.2. Puljeordninger i pengeinstitutter

Med udgangspunkt i data gengivet i tabel VII.3 beregnes nøgletallet for tre puljeordninger i pengeinstitutter, jf. figur VIII.7. I eksemplet er der i "PI 2" valgt en pulje med en variabel aktivfordeling, mens der i "PI 1" og "PI 3" er valgt en puljeordning med 25 % danske aktier, 25 % udenlandske aktier samt 50 % danske obligationer<sup>46</sup>.

<sup>46</sup> At den beregnede pulje i PI 3 dermed udgøres af 75 % danske værdipapirer, og ikke 50 % som ved de øvrige selskaber, har ingen betydning for beregningerne.

**Figur VIII.7: Omkostningsprocent (som standardprofil)**



Note: Inklusive investeringsomkostninger.

Figur VIII.7 viser, at nøgletallene for puljeordningerne i de 3 pengeinstitutter ligger tættere, end det er tilfældet for Unit Link ordningerne indbyrdes, ligesom omkostningsstrukturen ifm. puljeordninger (se tabel VII.3) må siges, at være enklere og dermed - formentlig - mere gennemskuelig for kunden end omkostningsstrukturen ved Unit Link ordninger. Generelt bliver forskellen i omkostningerne ikke større, når profilerne varieres, som det er gjort ovenfor med Unit Link forsikringselskaberne. Omkostningsnøgletallene er i første del af opsparingsperioden mindre end ved Unit Link selskaberne.

Pengeinstitutterne forvalter generelt selv puljerne, hvorimod der ved Unit Link ordningerne generelt benyttes investeringsforeninger. Forskellen er dermed også, at der ikke betales administrationsbidrag til forvalteren gennem fradrag i afkastet foruden omkostninger direkte synlige for kunden. Dog er fortsat handelsomkostninger i form af kurtage i forbindelse med omlægninger af den underliggende portefølje. Gebyrer og provisionsudgifter lå i 2004 i de tre belyste tilfælde mellem 0,7 % og 1 % af puljernes balance<sup>47</sup>. I forbindelse med beregningerne af omkostningsnøgletallet antages det, at denne omkostning er 0,8 % af formuen p.a.

Hvis profilerne varieres, som det er gjort i afsnittet om omkostninger i livsforsikringselskaber, vil omkostningsnøgletallene fortsat ligge meget tæt op af hinanden. De samme mekanismer vil gælde for puljeordningerne som ved Unit Link ordningerne, hvis antagelser om omlægninger, løbende indbetalinger og indskud varieres. Disse beregninger er derfor ikke vist. Nøgletallet vil stige til omkring 18 %, hvis kunden omlægger forholdsvis meget (profil 2), og omkring 15 % i det tilfælde, hvor opspareren indbetaler et forholdsvis højt engangsbeløb og løbende præmie (profil 4).

<sup>47</sup> Årsregnskaber fra de involverede pengeinstitutter.

### VIII.3. SP og LD

I tabel VII.4 er omkostningsstrukturer for LD Unit Link og SP-Valg vist. Omkostningerne, som de fremgår af omkostningsstrukturen, er generelt lavere end ved livsforsikringselskaberne, tværgående pensionskasser og puljeordninger.

For SP's vedkommende aflønnes investeringsforeningerne ved administrationstillæg. Formidlings- og markedsføringsprovisioner formidles af ATP videre til SP-kontohaverne. LD administrerer selv 10 fonde og tilbyder herudover 5 eksterne puljer. Det antages i beregningerne, at kunden investerer i LD's egne puljer. Der er som sagt tidligere tale om rene opsparingsordninger.

I figur VIII.8 vises resultaterne af beregninger af omkostningsnøgletallet for LD, mens beregninger for SP fremgår af figur VIII.9.

For LD's vedkommende er standardprofilen antaget, men med den forskel, at der ingen indbetalinger eller indskud er, og at depotet indeholder værdipapirer for 46.000 på starttidspunktet.

For SP's vedkommende vises beregninger med antagelse om et indestående på 13.500 kr. samt løbende indbetalinger på 250 kr. pr. måned frem til alder 65 henholdsvis uden yderligere indbetalinger.

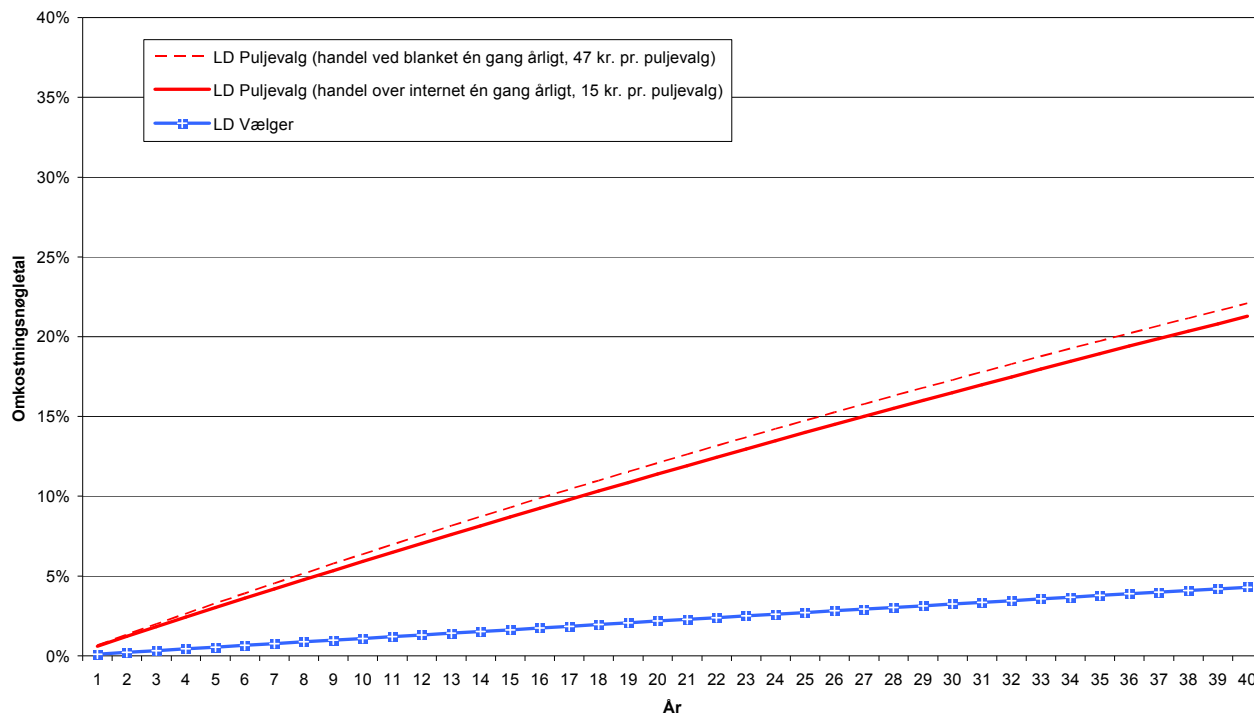
Der er ligeledes sammenlignet med basisordningerne i LD og SP. I basisordningerne er der ikke omkostninger i forbindelse med kundens handel med puljer samt omkostninger i forbindelse med aflønning af investeringsforeninger, hvorfor ordningerne generelt er billigere. LD tager et fast gebyr pr. fondskode handlet, mens der i SP Valg tages 0,15 % i handelsomkostninger.

Niveauerne for indestående og indbetalinger afbilleder en gennemsnitlig opsparer i ordningerne. Det ses, at omkostningsnøgletallene er relative lave i forhold til livsforsikringselskabernes<sup>48</sup> og puljeordningernes.

---

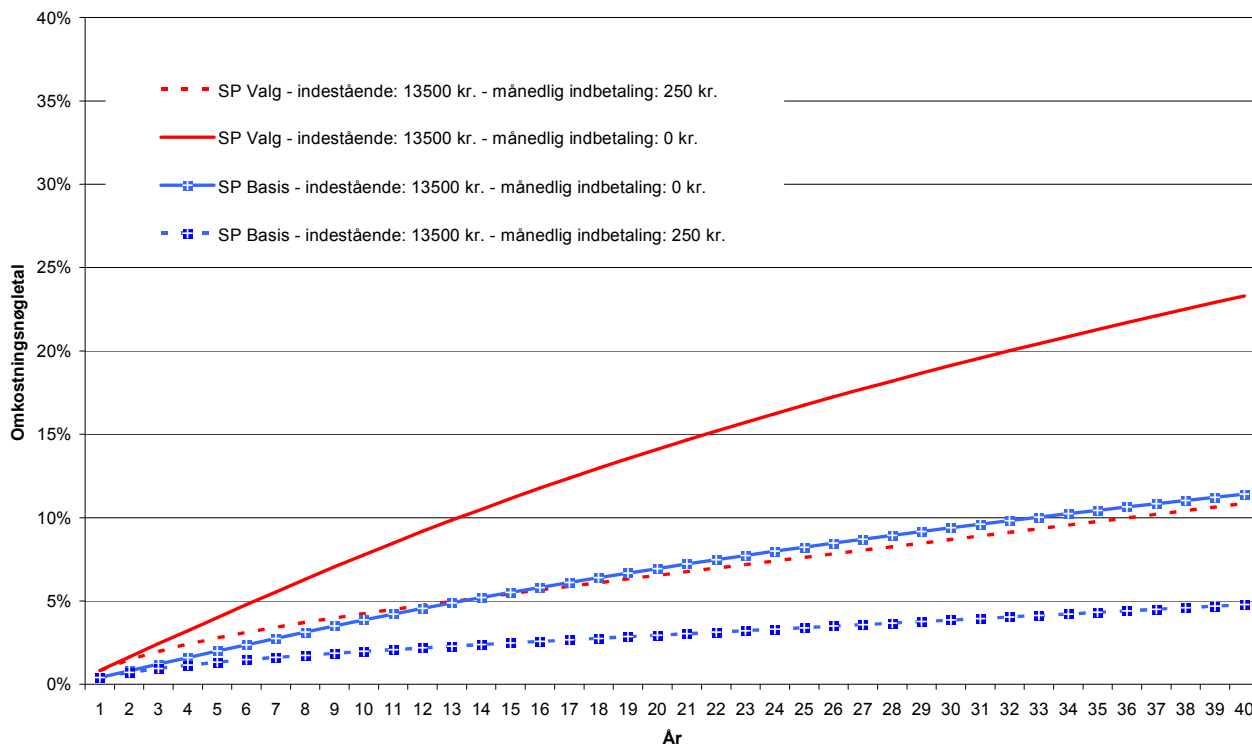
<sup>48</sup> Der findes ikke tværgående pensionskasser blandt de pensionselskaber for hvilke, der er udført beregninger.

**Figur VIII.8 – LD: Omkostningsprocent (som standardprofilen, dog depot bestående af 46.000 kr. i år 0, ingen indbetalinger eller indskud)**



Note: Inklusive investeringsforeningers fondsadministrationsomkostninger excl. LD-vælger.

**Figur VIII.9 – SP: Omkostningsprocent (som standardprofilen, men forskellige indbetalingsprofiler som angivet i figuren)**



Note: SP Valg inklusive fondsadministrationsomkostninger, som generelt antaget. SP Basis inklusive fondsadministrationsomkostninger på 0,2 % p.a.

#### VIII.4. Andre omkostninger

Overordnet set er der fire typer af omkostninger forbundet med fonde og investeringsforeninger: Administrationsomkostninger, emissionstillæg, indløsningsfradrag og omkostninger ved investeringsforeningens handel med aktiver. Ovenfor er de tre første typer af omkostninger forsøgt inddraget i beregningerne. Ligeledes er der taget højde for, at ATP, "FP & IP 1", "FP & IP 5", "AMP 1" og "AMP 3" videregiver formidlings- og markedsføringsprovisioner, som betales fra investeringsforening til Unit Link udbyderen, til kunderne.

Den måde, hvorpå disse selskaber tilbagefører provision til kunderne, varierer imidlertid fra selskab til selskab. Investeringsforeninger kan betale Unit Link udbyderne provision ud af administrationsomkostningerne eller emissionstillægget. Der vil være forskel i, hvilke kunder der får glæde af provisionen, alt efter hvilken provision der tilbageføres. Er det dele af provision taget af administrationsomkostninger der tilbageføres, vil der videregives bredt blandt opsparerne. Tilbageføres provision, som stammer fra emissionstillægget, vil dette gives til de kunder, som har udløst denne provision, dvs. de kunder som har købt investeringsforeningen. Disse variationer er der ikke korrigeret for i beregningerne.

Omkostninger ved investeringsforeningens omsætning af underliggende værdipapirer er den sidste omkostning i rækken nævnt ovenover. Denne omkostning dækker over investeringsforeningens handelsomkostninger igennem kursspænd og kurtage. Investeringsforeningerne kan have forskellig politik mht. omsætningshastigheden, dvs. hvor en stor del af porteføljen, der hvert år omlægges, og dermed på omkostninger til kursspænd og kurtage ved investeringsforeningens porteføljepleje. Kurtage for året 2004 for danske investeringsforeningsafdelinger var gennemsnitligt 0,23 % blandt afdelinger med danske aktier, 0,47% for danske afdelinger specialiseret i europæiske aktier og 0,71 % for danske afdelinger med emerging markets aktier<sup>49</sup>. Kurtage fratrækkes ligeledes fondens indre værdi.

Mens kunderne kan orientere sig om fondenes kurtageomkostninger ved at se på Investeringsforeningsrådets hjemmeside, findes der ingen statistik over tabt indre værdi ved handel i forbindelse med kursspænd. Der kan ligesom ved kurtage være store forskelle med hensyn til, hvor mange omkostninger, der løber til ved kursspænd, da der er stor forskel på fondenes omsætningshastighed. Danske investeringsforeningers omsætningshastighed var i 2004 gennemsnitligt 41 % for afdelinger indeholdende danske aktier, 43 % for afdelinger med europæiske aktier og 56 % emerging markets afdelinger. Disse omkostninger er ikke medtaget i beregningerne og kan for økonomer såvel som kunder være svære at gennemskue. Handelsomkostninger kan være forholdsvis sværere for kunden at se i pengeinstitutters puljeordninger ift. Unit Link ordningerne.

Information om omsætningshastigheden er vigtig, da der generelt er omkostninger forbundet med, at investeringsforeningen omlægger porteføljen. Visse segmenter kræver desuden en høj omsætningshastighed. Studier har desuden påvist, at aktive fonde ikke nødvendigvis medfører et højere afkast<sup>50</sup>. Disse aspekter bør kunden ligeledes være opmærksom på, når der vælges pulje(r).

Der er forskel på, om der ved handel med investeringsforeningsbeviset handles til markedspris eller til indre værdi. Udenlandske selskaber og danske afdelinger registreret i udlandet (SiCav) handles til indre værdi, og der opereres ikke med kurtage. Udenlandske fonde kan således umiddelbart forekomme billige på grund af fraværet af direkte handels-

---

<sup>49</sup> InvesteringsForeningsRådets omkostningsdatabase, [www.ifr.dk](http://www.ifr.dk)

<sup>50</sup> Se fx Gruber, Martin J: Another puzzle: The growth in actively managed mutual fund, *Journal of Finance* 51, 783-810

omkostninger. Dog fratrækkes disse omkostninger den indre værdi hver dag. Omkostningerne ved investorerne handel betales således solidarisk mellem investorerne i den enkelte investeringsforening. Det må således alt andet lige forventes, at afkastet af afdelinger med ellers identiske porteføljer vil være mindre i udenlandske fonde, hvor der både købes og sælges til indre værdi ift. danske fonde, hvor handelsomkostningerne betales af den handlende kunde selv igennem et kursspænd.

Et eksempel er SparInvests to fonde "Lange obligationer" registreret i Danmark og "Long Danish Bonds (Lux.)", registreret i Luxembourg (SiCav). De to fonde har samme benchmark og er tæt på identiske porteføljer. De sidste 3 års gennemsnitlige afkast var dog 7,2 % i den udenlandske version, men 7,8 % i den indenlandske version.

Forskellene i afkastene kan hovedsageligt henføres til de to afregningsmetoder af handelsomkostninger<sup>51</sup>. For en fyldestgørende analyse af omkostningerne i Unit Link selskaberne, burde der tages højde for, at afkastene for et givet risikoniveau (risikoprofil) må forventes at være lavere for udenlandske fonde, hvorimod der til gengæld ikke beregnes direkte omkostninger af den enkelte kunde ved handel. I beregningerne foretaget her er der ikke skelnet mellem forventet afkastniveau i investeringer foretaget igennem udenlandske og danske fonde.

I Danmark handles der til markedspris, som inden for spændet af det maksimale emissions-tillæg og det maksimale indløsningsfradrag kan afvige med op til flere procent væk fra den indre værdi. Alt efter udbud og efterspørgsel kan opsparereren således være uheldig at købe en afdeling, når den er meget efterspurgt ift. den indre værdi (og dermed vil købsprisen ligge over den indre værdi) og efterfølgende sælge på et tidspunkt, hvor der lille efterspørgsel efter afdelingen ift. den indre værdi (og dermed vil salgsprisen ligge under den indre værdi). Dette kan også ses som en omkostning for kunden, at der opereres med et sådant system, jf. boks VII.2.

Fonde administreret af Unit Link udbyderen selv (interne fonde) lader generelt til at have lavere administrationsomkostninger. Dermed vil omkostningsnøgletallet for Unit Link udbydere med forholdsvis mange interne fonde være overestimeret i beregningerne ovenover. Forholdet mellem interne og eksterne fonde vil således også være af interesse for kunden. Det samme gælder oplysning om det rådgivningshonorar, selskabet beregner sig i de interne fonde.

Pensionsmæglere får provision af pensionsselskabet, når kunder henvises af mægleren. Denne provision betales ud af de omkostninger, som Unit Link udbyderen tager for at administrere ordningen, fx som en procentdel af præmieindbetalingerne. Dette bør kunden ligeledes være opmærksom på, når der vælges udbyder.

Behovet for en pensionsmægler eller anden rådgivning øges jo mere kompleks pensionsordning, der er tale om – herunder f.eks. hvis kunderne ønsker at have mulighed for at opspare gennem Unit Link ordninger.

### **VIII.5. Omkostninger i Unit Link ordninger og traditionelle produkter**

Unit Link produkterne kan være et alternativ til en traditionel pensionsordning. I figur VIII.10 sammenlignes forskellige Unit Link produkter med en traditionel pensionsordning. Der er forudsat en aktieandel i porteføljen på 15 % svarende i hovedtræk virkelighedens traditio-

---

<sup>51</sup> Der har i de nævnte tilfælde også været forskel i omkostningsprocenten eller administrationsomkostningerne for hhv. den danske og SiCav fond, men dette udgør kun ca. 0,15 procentpoint for obligationsforeningerne og 0,25 procentpoint for aktieforeningerne.



nelle produkter<sup>52</sup>.

Det er forudsat, at omkostningerne udgør af 6,2% af præmien. Der viser sig at være et årligt omkostningsunderskud på ca. 0,07 % af opsparingen<sup>53</sup> og omkostninger vedrørende investeringsvirksomhed på ca. 0,13 % af hensættelserne.<sup>54</sup> Derfor antages der - ud over omkostningerne på 6,2 % af præmierne - at være en omkostning svarende til 0,2 % af opsparingen.

I figur VIII.10 er det traditionelle produkt illustreret incl. henholdsvis excl. et risikotillæg på 0,5% af hensættelserne. Risikotillægget er en betaling til forsikringsgiver, for den risiko forsikringsgiver påtager sig, i og med egenkapitalen belastes, hvis de afgive tilsagn ikke kan opfyldes. Risikotillægget er ikke at betragte som et gebyr, men derimod som en betaling som modsvares af en reel risiko. Hvorvidt risikotillægget kan betragtes som et element, der helt og fuldt belaster opsparingsforløbet, kan variere fra selskab til selskab. Alle pensions-selskaber kan have behov for at opbygge kapital; men ejerne bag en række arbejdsmarkedspensioner har frasagt sig mulighed for at trække penge ud af selskabet og mulighed for en forrentning af den indskudte egenkapital. I disse selskaber vil en "overskydende" egenkapital blive ført tilbage til forsikringstagerne.<sup>55</sup>

I og med risikotillægget er noget, der fragår kundens pensionsordning, vil det – med de oven nævnte variationer – have betydning for pensionsresultatet. Derfor vises beregninger incl. og excl. et risikotillæg.

---

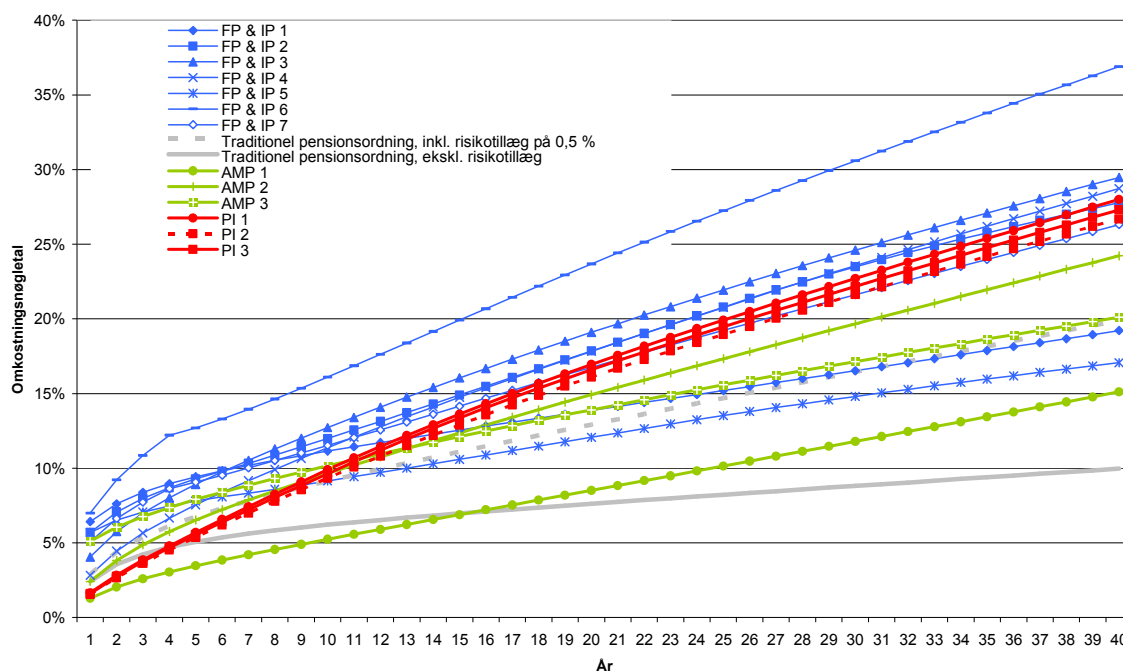
<sup>52</sup> Liv- og forsikringsselskaber og tværgående pensions-selskaber havde i 2004 kapitalandele svarende til ca. 20 % af formuen. Ca. 70 % udgjorde obligationer og ca. 10 % grunde, ejendomme og andre investeringsaktiver.

<sup>53</sup> Ifølge "Markedsudvikling 2004 for livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser", Finanstilsynet, var gennemsnittet af omkostningerne af præmierne 6,2 % i 2000 – 2004. Tilsvarende var det gennemsnitlige omkostningsunderskud i perioden 0,07 %.

<sup>54</sup> Beregninger fra Forsikring & Pension.

<sup>55</sup> Derfor er der i figur VIII.10 vist beregninger vedr. traditionelle produkter såvel incl. som excl. risikotillæg.

**Figur VIII.10: Unit Link / traditionel ordning: Omkostningsprocent (som standardprofilen)**



Det ses, at den langsigtede relative betydning af omkostningerne for det forventede pensionsresultat generelt er mindre i traditionelle produkter end i Unit Link produkter. Det ses, at udfaldet af en sammenligning med traditionelle produkter i nogen grad afhænger af den vægt, der lægges på risikotillægget i vurderingen af den traditionelle ordning.

Det skal bemærkes, at standardprofilen er antaget, dvs. der antages, at der indbetales et engangsbeløb på 25.000 kr. og månedlige indbetalinger på 1.250 kr.

Det er ikke muligt at lave løbende indbetalinger i LD, og i SP vil der i givet fald for den gennemsnitlige opsparer være tale om betydeligt mindre indbetalinger, nærmere 250 kr. månedligt. Derfor vil en antagelse af standardprofilen i disse tilfælde være misvisende. Der henvises til figur VIII.8 og VIII.9 ovenfor, hvor der er sammenlignet med basis ordningerne.

### VIII.6. Regneeksempler for depot ved udløb

Det forventede langsigtede afkast ved investering i aktier antages generelt at være højere end tilsvarende ved investering i obligationer.

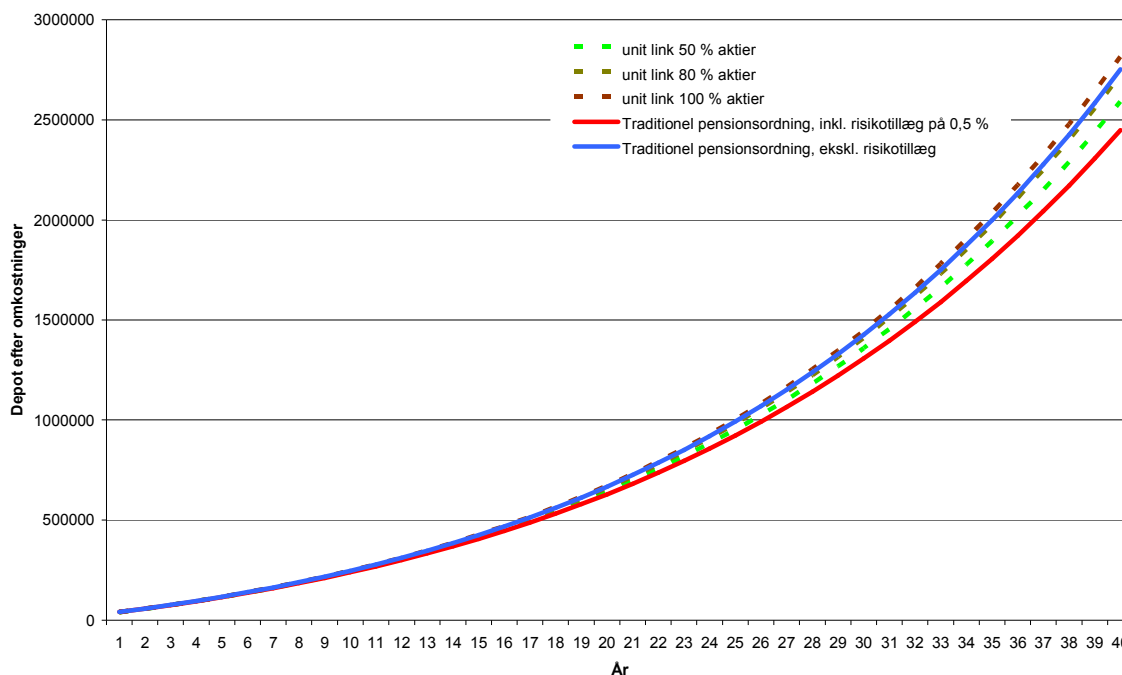
En af grundene til, at Unit Link produkter kan være attraktive for pensionsopsparerne, er i forlængelse heraf, at de giver mulighed for at placere en større andel af porteføljen i aktier sammenlignet med det, der er muligt i ordninger baseret på traditionelle produkter, og at de giver mulighed for at tilpasse porteføljens sammensætning til den enkeltes præferencer, risikovilje, alder etc. Samlet set kan den enkelte herved få mulighed – men ikke sikkerhed – for at opnå et højere langsigtet afkast.

Figur VIII.11 viser den forventede depotstørrelse ved udløb efter omkostninger for en række Unit Link ordninger. Figuren belyser resultatets afhængighed af den valgte risikoeksponering, og der sammenlignes med en traditionel pensionsordning med en aktieandel på 15 %.

Beregningerne af de forventede depotstørrelser er foretaget efter omkostninger, og forudsætningerne for beregningerne er i øvrigt som i standardprofilen i tabel VIII.1.

I figur VIII.11 er det traditionelle produkt ligesom i figur VIII.10 illustreret incl. henholdsvis excl. et risikotillæg på 0,5% af hensættelserne. De i relation til figur VIII.10 anførte kommentarer vedr. risikotillægget gælder således også i relation til figur VIII.11.

**Figur VIII.11: Unit Link / traditionel ordning: Depotstørrelse ved udløb (som standardprofilen og varierende aktieandel i unit link ordninger).**



Det ses, at det beregnede depot ved udløb i Unit Link ordningerne afhænger af porteføljens sammensætning. Jo højere aktieandel, desto større forventet depot.

Det ses, at udfaldet af en sammenligning med traditionelle produkter i væsentlig grad afhænger af porteføljens sammensætning i den valgte Unit Link ordning og af den vægt, der lægges på risikotillægget i vurderingen af den traditionelle ordning.

Beregningerne peger på, at et forventet højere afkast vil – alt andet lige - kunne opveje omkostningernes relativt større langsigtede betydning.

Hvorvidt omkostningernes relativt større langsigtede betydning faktisk opvejes, og om der opnås et samlet positivt nettoresultat, afhænger naturligvis af det faktisk opnåede afkast. Det skal her erindres, at de i beregningerne anvendte afkastforudsætninger indebærer en forskel i det langsigtede afkast på obligationer og aktier på 1,5%.

En højere aktieandel indebærer samtidig en større risiko, som i beregningerne fastholdes uændret helt frem til pensionsalderen.

Betydningen af den større risiko er ikke inddraget i beregningen og skal derfor erindres særskilt ved fortolkningen af beregningerne. Det skal herunder erindres, at der er tale om en individuel risiko.

Der er ikke foretaget beregninger, som kan belyse sandsynligheden for, at den enkelte faktisk opnår et positivt nettoresultat. Dette kunne gøres ved at foretage parallelle beregninger

i et stort antal forskellige udviklingsscenarier.

### **VIII.7. Opsummerende vedrørende regneeksempler**

Omkostningsstrukturerne i Unit Link selskaberne kan forekomme at være vanskelige at overskue og forstå for opsparene. Ligeledes er der adskillige områder af de samlede omkostninger, som ikke er umiddelbart synlige for opsparene, og nogle som opsparene ikke har mulighed for at få indsigt i. Alt i alt kan dette være medvirkende til at skabe et mindre gennemsigtigt marked for Unit Link/puljeordninger.

Der er således adskillige overvejelser den enkelte kunde skal gøre sig, inden han/hun beslutter sig for, hvilken ordning, der er mest fordelagtig. Når det kommer til valget af Unit Link ordningen blandt de udbudte, er en af de vigtigste overvejelser, hvilken horisont der er til forventet pensionering og opsparene skal gøre sig klart, hvor tit porteføljen forventes at lægges om. Ligeledes er størrelsen af indbetalinger afgørende for hvilken en ordning, der er billigst. Hertil kommer naturligvis overvejelser over pensionsordningens sammensætning, de enkelte produkters karakteristika etc.

Endvidere skal opsparene være opmærksom på, at omlægninger er forbundet med omkostninger, som ved en forholdsvis høj aktivitet fra opsparens side kan blive betydelige.

Ordningerne tilbyder kunderne at linke op mod investeringsforeninger, som har egne administrationsomkostninger. Der er forskel mellem omkostningsniveauerne på Unit Link selskabernes udvalgte investeringsforeninger, hvor nogle opererer med mange interne fonde med lave omkostninger, og andre med en høj andel af eksterne fonde, som generelt er forbundet med højere omkostninger. Dette er ikke umiddelbart synligt for opsparene og er med til at skabe et mere diffust billede.

Nogle selskaber udbyder udenlandske foreninger, som har andre afregningsmetoder ved handelsomkostninger. Der er forskel i måden selskaberne behandler refusion af formidlings- og markedsføringsprovisioner. Enkelte selskaber viderefører disse provisioner til opsparene, nogle selskaber arbejder på at føre en sådan praksis i fremtiden, mens andre anfører, at provisionerne er indregnet i Unit Link ordningens prissætning.

Der er dog fortsat mange ubekendte, når pensionsopsparene skal træffe valg om en Unit Link ordning. Blandt andet vil omsætningshastigheden for den bagvedliggende portefølje have indflydelse på det reelle afkast. For investeringsforeninger kan man delvis orientere sig om omsætningshastigheden, hvilket er sværere ved interne fonde og puljeordningerne.

De gennemførte beregninger belyser omkostningernes betydning for den samlede pensionskapital.

Beregningerne viser, at omkostningernes langsigtede betydning er stor, idet selv forholdsvis små forskelle i omkostningernes størrelse kan have stor betydning efter en opsparingsperiode på 10, 20 eller 30 år.

Beregningerne viser, at der er betydelige forskelle forskellige pensionsinstitutter og produkter i mellem med hensyn til omkostningernes langsigtede betydning for den resulterende pensionskapital. I et simpelt standardeksempel med et beskedent indskud og en stabil månedlig indbetaling varierer omkostningernes belastning af den resulterende pensionskapital - idet der sammenlignes med en teoretisk ordning helt uden omkostninger - ses et spænd i omkostningernes belastning efter en opsparingsperiode på 30 år fra ca. 13% for det billigste produkt (SP og LD undtaget) til ca. 30 % for det dyreste.

Beregningerne viser, at der helt generelt er stor variation med hensyn til omkostningernes langsigtede betydning blandt forsikringsselskaber og tværgående pensionskasser. Derimod

er variationen forholdsvis lille blandt pengeinstitutter.

SP og LD er lovbundne ordninger. SP og LD har blandt andet derfor væsentligt lavere omkostninger end andre pensionselskaber, og beregningerne viser, at omkostningernes betydning for pensionsresultatet er betydeligt mindre i disse to ordninger.

Beregningerne indeholder sammenligninger i forhold til traditionelle produkter. For så vidt angår forsikringsprodukter vanskeliggøres sammenligninger mellem traditionel forsikring og Unit Link forsikring af det simple forhold, at de i traditionel forsikring involverede garantier sædvanligvis vil indebære en væsentlig mere forsigtig aktivfordeling. Hertil kommer, at de tilknyttede garantier, som repræsenterer en værdi for kunden, ikke kan inddrages på en hensigtsmæssig måde.

Med disse begrænsninger in mente peger de foretagne beregninger umiddelbart på, at omkostningernes langsigtede, relative betydning for pensionsresultatet generelt er større i Unit Link ordninger end i traditionelle alternativer.

Resultatet afhænger dog i nogen grad af den vægt, der lægges på risikotillægget i vurderingen af den traditionelle ordning – hvis risikotillægget betragtes som en ren omkostning, vil det naturligvis øge de samlede omkostningers langsigtede betydning for pensionsresultatet.

Kunden vælger typisk en Unit Link ordning, da der gennem en større risikoeksponering vil være mulighed for et potentielt større afkast. Den enkelte kan vælge at anlægge en mere risikobetonet investeringsstrategi med en højere aktieandel og har herved mulighed – men ikke sikkerhed – for at opnå et højere afkast. Vurderingen bør derfor inddrage det forventede afkast.

Beregningerne peger på, at det højere afkast, der eventuelt vil kunne opnås ved at påtage sig en større risiko, vil kunne opveje omkostningernes relativt større langsigtede betydning.

Resultatet afhænger i væsentlig grad af porteføljesammensætningen i den valgte Unit Link ordning og af den vægt, der lægges på risikotillægget i vurderingen af den traditionelle ordning.

Hvorvidt de relativt større omkostninger faktisk opvejes af et højere afkast, og om der opnås et samlet positivt nettoresultat, afhænger naturligvis af det faktisk opnåede afkast. Det skal her erindres, at de i beregningerne anvendte afkastforudsætninger indebærer en forskel i det langsigtede afkast på obligationer og aktier på 1,5%.

En højere aktieandel indebærer samtidig en større risiko, som i beregningerne fastholdes uændret helt frem til pensionsalderen.

Betydningen af den større risiko er ikke inddraget i beregningen og skal derfor erindres særskilt ved fortolkningen af beregningerne. Det skal herunder erindres, at der er tale om en individuel risiko.

Der er ikke foretaget beregninger, som kan belyse sandsynligheden for, at pensionstageren vil opleve et positivt nettoresultat.

## IX. Bilag

### Bilag 1: Morning Star Rating

Morningstar Rating er det internationalt mest anvendte afkastorienterede rating system i forbindelse med puljer. Systemet fokuserer på omkostnings- og risikojusteret afkast og muliggør således en vurdering af afkastet i sammenlignelige puljer under hensyntagen til omkostninger og risiko.

Morningstar vurderer den enkelte fond sammen med alle andre puljer i Europa indenfor den samme kategori. Pt. er der mere end 40.000 europæiske puljer i Morningstars database. Alle puljer med mere end 3 års historik bliver målt og bedømt ud fra dette grundlag. Pt. omfatter den månedlige rating ca. 18.000 europæiske aktiepuljer, obligationspuljer og blandede puljer.

Morningstar Rating udtrykkes i stjerner. Jo flere stjerner des bedre performance. Fem stjerner betyder, at puljen har præsteret et afkast i forhold til omkostninger og risiko, der hører til blandt de 10 pct. bedste puljer i samme kategori i Europa. Puljer, som får én eller to stjerner, viser historiske resultater under gennemsnittet for den kategori, den er bedømt i.

De væsentligste elementer i ratingprocessen er:

- Morningstar Kategorier
- Omkostninger
- Risikojusteret afkastberegning

#### Morningstar Kategorier

Puljer, som har en ensartet investeringspolitik, således som den kommer til udtryk i deres faktiske porteføljebeholdninger, samles i kategorier. De 40.000 puljer er fordelt i lidt mere end 90 kategorier.

#### Omkostninger

Puljens årlige administrationsomkostninger er fratrukket i afkastberegningerne og indgår i beregningerne via justering af den indre værdi/NAV. Derudover tager ratingen højde for puljens seneste officielle startomkostninger (maksimale emissionstillæg).

#### Risikojusteret afkastberegning

Der benyttes historiske 36 måneders afkastdata. Puljens risiko (standardafvigelsen) opgøres ved historisk volatilitet (udsving i afkastet). Derefter beregnes ratingen med en matematisk formel MRAR (Morningstar Risk Adjusted Return). MRAR funktionen afspejler, at jo mere stabile afkastene er gennem tiden, jo bedre er det for investor. Puljer, der skaber resultater med høj risiko/store afkastudsving, straffes således i bedømmelsen.

#### Stjernerne

Når disse månedlige beregninger for den enkelte kategori er udført tildes "stjernerne" på følgende måde: 5 stjerner gives til de bedste 10% i den pågældende kategori, 4 stjerner gives til de næste 22.5%, 3 til de næste 35%, 2 til de næste 22.5% og endelig 1 stjerne til de sidste 10%.

### Brug af Morningstar Rating™

Morning Star Rating kan bruges ved en foreløbig bedømmelse af de enkelte puljer i de forskellige kategorier. Der er samtidig adgang til oplysninger om porteføljebeholdningerne og andre detaljerede forhold vedrørende hver enkelt fond.

Morning Star Rating belyser især historisk afkast. Det skal bemærkes, at en fonds historiske afkast og resultater ingen garanti er for fremtidige præstationer.

## Bilag 2: Investigate rating

Siden 2000 har selskabet Investigate udgivet en rating beregnet på kvartalsbasis. Ratingen er kvantitativt baseret, hvilket indebærer, at den alene baserer sig på de historiske resultater.

Selskabet understreger, at alle nationale og internationale analyser peger på, at ratingbegrebet ikke kan anvendes til at udpege fremtidens vindere blandt investeringsforeningerne, men mere skal ses som en overskuelig beskrivelse af de historiske resultater.

Investigate's rating analyserer afdelingernes resultater med udgangspunkt i kundens afkastoplevelse i forhold til øvrige produkter, som er tilgængelige i markedet, samt i forhold til en almindelig risikofri rente. Højeste rating er 5 stjerner. Filosofien er, at selv den bedste afdeling indenfor en kategori maksimalt kan opnå 3 stjerner, hvis man ikke samtidig har kunnet præstere et afkast, der er højere end den risikofri rente. Heri adskiller Investigates rating sig fra de fleste andre rating-systemer, der typisk også tager udgangspunkt i afdelinger, der ikke er tilgængelige for investor, og som vil tildele 5 stjerner til de bedste afdelinger i sin kategori, også selv om kunden har haft en negativ afkastoplevelse.

For at en investeringsforeningsafdeling kan opnå en top-rating på fem stjerner, kræves 3 forhold overholdt:

- Afdelingen skal ligge i den bedste tredjedel indenfor sin kategori
- Afdelingen skal afkast/risikomæssigt være blandt den bedste tredjedel indenfor aktivklassen (aktier eller obligationsafdelinger)
- Afdelingen skal have præsteret et højere afkast end den risikofrie rente.

Selskabet beskæftiger sig ikke længere med egentlig analyse af investeringsforeningerne, men har fortsat beregningen af ratingen efter ønske fra informationskunder, der ønsker en varieret tilgang til rating-analyser på det danske marked.

INVESTIGATE's rating matrice		Måling af risiko/afkast ved sharpe ratioen indenfor respektive området aktieafdelinger og obligationsafdelinger		
		Bedste tredjedel	Midterste tredjedel	Dårligste tredjedel eller negativ sharpe
Afkast indenfor IFR kategori	Bedste tredjedel	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆
	Midterste tredjedel	☆☆☆☆	☆☆☆	☆☆
	Dårligste tredjedel	☆☆☆	☆☆	☆



### Bilag 3: atpRating

atpRating er en kvalitetsmærkning af investeringsforeninger (puljer) på ATP's Folkebørsen baseret på omkostninger. atpRating udtrykkes ved en tildeling af 1-5 "kongekroner", hvor 5 er bedst (i.e. laveste omkostninger og dermed den bedste investering). atpRating viser derfor enkelt og grafisk, hvor store omkostninger en fond har i forhold til lignende puljer. Puljerne kan således nemt sammenlignes, og atpRatingen kan benyttes som et element ved udvælgelsen af puljer.

Den centrale tese bag atpRating er, at omkostninger udgør den bedste indikation af en fonds langsigtede afkastpotentiale relativt til puljer med samme investeringsunivers. Tesen har været efterprøvet statistisk, og der har vist sig en betydende sammenhæng mellem atpRating og langsigtet afkast.

atpRatingen bygger på en omkostningscore, som beregnes ved følgende formel:

$$\text{Omkostnings Score} = a_1 * \text{Omkostningsprocent} + a_2 * \text{Emissionstillæg}$$

*(Parametrene  $a_1$  og  $a_2$  er fastlagt ved estimation).*

Omkostningsprocenten er for danske puljer administrationsomkostningen, mens den for udenlandske puljer er total expense ratio (TER) eller management fee. Eventuelt markedsføringshonorar fratrækkes.

Emissionstillægget er det maksimale emissionstillæg oplyst af puljen.

Puljerne opdeles i 9 kategorier med "sammenlignelige" puljer. Indenfor hver kategori rankes puljerne efter deres omkostnings score (de laveste først), og de 10 % bedste får atpRating 5, de 22,5% næste får atpRating 4, de 35% næste får atpRating 3, de 22,5% næste får atpRating 2, og de sidste 10% næste får atpRating 1.

#### Bilag 4: Beskrivelse af beregninger

Depotets størrelse samt omkostningerne forbundet med en ordning approksimeres ud fra en årlig betragtning.

Kunden indbetaler i år 0 et engangsskud, *indskud*, og løbende i år *i* en månedlig præmie på  $præmie \cdot (1+lønst.)^i$ , hvor *lønst.* er den årlige lønstigning. Omkostninger ifm. indskud er  $OMK_{indskud}$  og omkostninger ifm. præmien er  $OMK_{præmie} \cdot OMK_{præmie}$  og  $OMK_{indskud}$  er en procentsats, som generelt afhænger af indskud og præmies størrelse. I år 0 er depot efter indskud, årets præmiebetalinger samt dertilhørende omkostninger:

$$depot_{prim0,t=0} = indskud \times (1 - OMK_{indskud}) + 12 \times præmie \cdot (1+lønst.)^0 \times (1 - OMK_{præmie})$$

I december måned antages kunden at omlægge *P* af porteføljen, som udløser omkostninger til kurtag og spread.

$$depot_{\text{efter handel},t=0} = depot_{prim0,t=0} \times P \times (1 - OMK_{kurtag} - OMK_{spread}),$$

hvor  $OMK_{kurtag}$  og  $OMK_{spread}$  er en procentsats af det handlede beløb  $depot_{prim0,t=0} \times P$ .  $OMK_{kurtag}$  og  $OMK_{spread}$  kan være afhængig af det handlede beløb.

Herefter antages afkast at beregnes af porteføljens størrelse alt afhængig af fordelingen i porteføljen.

$$depot_{\text{efter afkast},t=0} = depot_{\text{efter handel},t=0} \times (P_{obl} \times (1+Obl\%) + P_{akt} \times (1+akt\%)),$$

hvor  $P_{obl}$  er porteføljens andel af obligationer og *Obl%* er afkast af porteføljen investeret i obligationer,  $P_{akt}$  er porteføljens andel af aktier og *akt%* er afkast af porteføljen investeret i aktier.

Ultimo perioden fratrækkes depotomkostninger og fast gebyr:

$$depot_{ultim0,t=0} = depot_{\text{efter afkast},t=0} \times (1 - OMK_{depot}) - OMK_{fastgebyr},$$

hvor  $OMK_{depot}$  er en procentsats af depotet størrelse efter afkast og  $OMK_{fastgebyr}$  er omkostninger ved et fast gebyr.

Herefter vil:

$$depot_{prim0,t=1} = depot_{ultim0,t=0} + 12 \times præmie \cdot (1+lønst.)^1$$

og de samme beregninger laves for  $t = 1$ .

For  $t = i$  udregnes omkostningsnøgletallet således:

$$OMK\%_{t=T} = \frac{[depot_{\text{ingen omk}}^{prim0,t=T} - depot_{ultim0,t=T}]}{depot_{\text{ingen omk}}^{prim0,t=T}}$$

hvor  $depot_{\text{ingen omk}}^{prim0,t=T} = [depot_{\text{ingen omk}}^{prim0,t=T-1} + 12 \times præmie \times (1+lønst.)^{T-1}] \times [P_{obl} \times (1+Obl\%) + P_{akt} \times (1+akt\%)]$  for  $T = 0, 1, 2, \dots$ , dvs. depotet hvis der ikke havde været nogle omkostninger forbundet med ordningen overhovedet.