

Pensionsreform og den finansielle sektor

René M. Christoffersen og Flemming Dalby Jensen

Baltica Finans A/S

SUMMARY: Pensions schemes dominate private savings and their investment. Pension savings take place in life insurance companies, private and public pension funds and private banks in a variety of pension schemes. This article gives a review of the trends in pension savings and the composition of pension investment portfolios. The article speaks in favour of a pension reform based on private voluntary decentral pension schemes to ensure a free pension scheme choice and an optimal allocation of pension savings to productive business investments. As a precondition it is argued that accounting principles and tax regulations should be simplified and made homogenous. And as a corollary investment regulations should be liberalized.

1. Indledning

Opsparing til pensionsformål udgør en meget betydelig del af den private sektors samlede opsparing. En pensionsreform vil yderligere koncentrere opsparingen om pensionsformål.

Sigtet med en pensionsreform er at skabe det samfundsøkonomiske grundlag for større fremtidige pensionsydelse. Det er derfor væsentligt, at der sker en effektiv allokering af pensionsopsparingen til erhvervsmæssige investeringer.

I artiklens to første afsnit foretages en statistisk belysning af pensionsformuens vækst og sammensætning i perioden 1971-86. Der gives herunder en redegørelse for de vigtigste vækstfaktorer og determinanter for udviklingen i placeringsmønstret.

De forskellige modeller for en pensionsreform, der har været fremme i debatten, gennemgås i afsnit 4 og vurderes med hensyn til deres påvirkning af effektiviteten i kapitalformidlingen. I afsnit 5 belyses pensionsreformmodellernes konsekvenser for den samlede opsparing.

Der foretages i afsnit 6 og 7 en kritisk gennemgang af de gældende regnskabs-, skatte- og placeringsregler. Der foreslås nogle ændringer til fremme af konkurrence, mobilitet og gennemsigtighed i pensionssektoren og til større frihed i placeringsvalget.

2. Pensionsformuens størrelse og vækst

Som baggrund for en vurdering af en pensionsreforms betydning for kapitalmarkedet og kapitaldannelsen gennemgås i det følgende pensionsformuens udvikling i perioden 1971-86. Pensionsformuen er her defineret som de samlede aktiver i pensionskasser,

Pensionsreform og den finansielle sektor

René M. Christoffersen og Flemming Dalby Jensen

Baltica Finans A/S

SUMMARY: Pensions schemes dominate private savings and their investment. Pension savings take place in life insurance companies, private and public pension funds and private banks in a variety of pension schemes. This article gives a review of the trends in pension savings and the composition of pension investment portfolios. The article speaks in favour of a pension reform based on private voluntary decentral pension schemes to ensure a free pension scheme choice and an optimal allocation of pension savings to productive business investments. As a precondition it is argued that accounting principles and tax regulations should be simplified and made homogenous. And as a corollary investment regulations should be liberalized.

1. Indledning

Opsparing til pensionsformål udgør en meget betydelig del af den private sektors samlede opsparing. En pensionsreform vil yderligere koncentrere opsparingen om pensionsformål.

Sigtet med en pensionsreform er at skabe det samfundsøkonomiske grundlag for større fremtidige pensionsydelse. Det er derfor væsentligt, at der sker en effektiv allokering af pensionsopsparingen til erhvervsmæssige investeringer.

I artiklens to første afsnit foretages en statistisk belysning af pensionsformuens vækst og sammensætning i perioden 1971-86. Der gives herunder en redegørelse for de vigtigste vækstfaktorer og determinanter for udviklingen i placeringsmønstret.

De forskellige modeller for en pensionsreform, der har været fremme i debatten, gennemgås i afsnit 4 og vurderes med hensyn til deres påvirkning af effektiviteten i kapitalformidlingen. I afsnit 5 belyses pensionsreformmodellernes konsekvenser for den samlede opsparing.

Der foretages i afsnit 6 og 7 en kritisk gennemgang af de gældende regnskabs-, skatte- og placeringsregler. Der foreslås nogle ændringer til fremme af konkurrence, mobilitet og gennemsigtighed i pensionssektoren og til større frihed i placeringsvalget.

2. Pensionsformuens størrelse og vækst

Som baggrund for en vurdering af en pensionsreforms betydning for kapitalmarkedet og kapitaldannelsen gennemgås i det følgende pensionsformuens udvikling i perioden 1971-86. Pensionsformuen er her defineret som de samlede aktiver i pensionskasser,

Tabel 1. Pensionsformuens størrelse og sammensætning

	1971		1986		1971-86
	Mia. kr.	Pct.	Mia. kr.	Pct.	Pct. p.a.
Likvide midler	0,2	1,0	2,3	0,7	15,9
Nominelle obligationer	18,8	78,1	220,6	71,8	17,6
Indeksobligationer	.	.	17,3	5,6	.
Aktier	0,7	2,7	22,6	7,4	26,7
Udlån	1,6	6,7	14,6	4,8	15,9
Fast ejendom	0,5	2,1	11,4	3,7	22,9
I alt	21,8	90,6	288,8	94,0	18,8
Andre aktiver	2,2	9,4	18,5	6,0	15,0
Samlede aktiver	24,0	100,0	307,3	100,0	18,5
Pengeinstitutterne	2,7	100,0	63,7	100,0	23,5

Kilde: Beretning Fra Forsikringstilsynet, diverse årgange. Beretning for Tilsynet med Banker og Sparekasser, diverse årgange.

Anm.: Tal fra pengeinstitutterne er delvis anslået.

livs- og pensionsforsikringsselskaber, ATP og LD samt pengeinstitutternes pensionsopsparingsordninger.

Den samlede pensionsformue udgjorde ultimo 1986 370 mia. kr., jfr. tabel 1, og modsvarede godt halvdelen af årets bruttonationalprodukt. Pensionsformuen voksede i perioden 1971-86 med 19,2 pct. p.a., medens den årlige vækst i BNP i løbende priser var 11,5 pct., jfr. tabel 2. Væksten i pensionsformuen i forhold til BNP var således 7 pct. p.a. i gennemsnit med en betydelig variation gennem perioden.

Den kraftige vækst i pensionsformuen kan tilskrives en række faktorer. Det høje og i det meste af perioden stigende formueafkast har sammen med skattefritagelsen frem til 1983 været en væsentlig vækstfaktor. Dette var i særlig grad tilfældet i perioden 1976-81, hvor tillige LD blev dannet på basis af de indefrosne dyrtidsportioner. Den demografiske udvikling, den stigende erhvervsfrekvens og ændringerne i arbejdsstyrkens sammensætning i retning af offentligt ansatte på overenskomstvilkår og privatansatte funktionærer har også bidraget til den høje vækst. En stor del af den heraf følgende pensionsopsparing er placeret i ordninger tilknyttet ansættelsesforholdet. De tværgående pensionskasser, hvoraf hovedparten er oprettet efter 1960, og pengeinstitutternes pensionsordninger har på denne baggrund haft en særlig høj formuevækst. Væksten i pensionsformuen er desuden et resultat af en ændring af husholdningernes formuesammensætning. Pensionsopsparing og opsparing i ejerboliger har erstattet anden opsparing for at modvirke periodens stigende inflation og voksende skattetryk.

Der kan opnås et indtryk af den aktuelle væksttendens for de forskellige institutionstyper ved at sammenholde de årlige pensionsudgifter med præmieindtægterne. For ATP udgjorde udgifterne 28 pct. af præmierne i 1986, og i de tværgående pensionskasser var andelen 36 pct. I forsikringsselskaberne var andelen 69 pct. Firmapensionskasserne er

Tabel 2. Pensionsformuens udvikling

Pct. p.a.	1971-76	1976-81	1981-86	1971-86
ATP og LD	24,0	28,4	18,1	23,4
Pensionskasser	15,9	19,1	20,1	18,3
Forsikringsselskaber	14,4	19,4	17,4	17,1
Pengeinstitutter	24,8	27,2	18,6	23,5
I alt	17,2	22,1	18,3	19,2
BNP	13,9	10,2	10,4	11,5
Pensionsformue/BNP	2,9	10,8	7,2	6,9

Kilde: Som tabel 1 samt Statistisk Årbog, 1986.

under ét under afvikling, idet pensionsudgifterne var mere end dobbelt så store som præmieindtægterne. LD er ligeledes under afvikling, idet der ikke forekommer præmieindtægter.

3. Pensionsformuens sammensætning

Pensionsformuens sammensætning har indtil begyndelsen af 1980'erne været relativ stabil med en meget høj andel af fast forrentede obligationer og udlån. Det fremgår af tabel 3, at fast forrentede fordringer udgjorde ca. 85 pct. af de samlede aktiver i perioden 1971-81, hvorefter andelen faldt til 77 pct. i 1986. Forsikringsselskaberne har en større andel af fast forrentede fordringer end pensionskasserne og de offentlige fonde.

Reale aktiver, der består af aktier, indeksobligationer og fast ejendom, udgjorde i perioden 1971-81 kun 5-6 pct. af de samlede aktiver. I perioden efter 1981 og frem til 1986 voksede andelen til 17 pct. Den voksende andel kan henføres til en øget placering i indeksobligationer og aktier. ATP og LD havde således placeret mere end 25 pct. af formuen i reale aktiver i 1986.

Formuesammensætningen og ændringerne heri har i vid udstrækning været bestemt af beskatningsreglerne for pensionsopsparing og anden opsparing, udbudsstrukturen på kapitalmarkedet samt opbygningen af de forskellige pensionsordninger. De tilsynsmæssige placeringsregler har derimod for sektoren som helhed kun haft en begrænset betydning for formuesammensætningen.

Den asymmetriske beskatning af det nominelle afkast af finansielle fordringer har sammen med den voksende inflation og marginalbeskatning samt de fundamentale balanceproblemer i økonomien medført et højt og stigende renteniveau i perioden frem til 1982. Dette kan sammen med skattefriheden for afkastet af pensionsopsparing forklare den høje andel af fast forrentede fordringer i pensionsformuen. Ændringer i beskatningsreglerne er samtidig en væsentlig årsag til den kraftige forskydning fra fast forrentede fordringer til reale aktiver fra 1981 til 1986. Beskatningen af private investorers

Tabel 3. Pensionsformuens sammensætning

Pct. af samlede aktiver		ATP og LD	Pensionskasser	ATP, LD og pensionskasser	Forsikrings-selskaber	I alt
Reale aktiver	1971	6	2	3	6	5
	1976	10	3	6	5	5
	1981	9	7	8	4	6
	1986	27	17	21	12	17
Fast forrentede fordringer	1971	89	76	80	88	85
	1976	84	74	78	88	84
	1981	85	80	82	89	85
	1986	68	74	71	82	77

Kilde: Som tabel 1.

aktieavancer blev lempet i 1981. Ved realrenteafgiftens indførelse i 1984 blev afkast af aktier, indeksobligationer og fast ejendom fritaget for beskatning.

Virksomhedernes, husholdningernes og statens foretrukne finansieringsformer eller udbudsstrukturen på kapitalmarkedet har i perioder påvirket pensionsformuens sammensætning. For fast forrentede fordringer kan således peges på boligfinansieringen og finansieringen af de statsfinansielle underskud fra midten af 1970'erne. Da lånereglerne for ejerboliger blev strammet i slutningen af 1970'erne, erstattede fast forrentede pantebreve og udlån i vid udstrækning realkreditobligationer i pensionsformuen. Introduktionen af indeksobligationer i 1982 har også påvirket pensionsformuens sammensætning.

Opbygningen af pensionsordningerne og forholdet mellem pensionsudgifter og præmieindtægter har betydning for pensionsformuens sammensætning eller pensionsforpligtelsernes afdækning. Bortset fra indekskontrakter, der kunne tegnes indtil 1971, og hvor staten dækker indekstillaegget, er pensionsordningerne som hovedregel nominelle ordninger. Pensionstilsagnet omfatter en nominel kapitaludbetaling eller en nominel udbetalingsstrøm - i begge tilfælde baseret på en nominel grundlagsrente. Ved den faktiske pensionsudbetaling suppleres grundpensionen med en bonus, der er bestemt af det opnåede afkast efter realrenteafgift i opsparingsperioden. Denne opbygning af pensionsordningerne er en væsentlig årsag til den høje andel af fast forrentede fordringer i pensionsformuen. I forsikringsselskaberne omfatter ordningerne ofte også dækning af dødsrisiko, samtidig med at der her er tale om løbende konkurrence på bonusrenten og stærkt svingende engangspræmier og tilbagekøb. Denne opbygning er ensbetydende med en kortere varighed af pensionsforpligtelserne og stiller krav om et højt direkte disponibelt afkast af pensionsformuen. Den lave andel af reale aktiver og den høje andel af fast forrentede fordringer i forsikringsselskaber afspejler dette forhold.

Efter de seneste ændringer af de tilsynsmæssige placeringsregler kan op til 25 pct. af

pensionsformuen (50 pct. i pengeinstitutordningerne) placeres i aktier og andre risikoprægede aktiver, og et enkeltengagement må højst andrage 1 pct. af pensionsformuen (2 pct. i ATP og LD). Selv om disse rammer successivt er blevet udvidet i perioden, har der næppe på noget tidspunkt været tale om en betydende effektiv begrænsning af den ønskede formuesammensætning. Det er derimod sandsynligt, at erhvervsforbuddet, dvs. den manglende adgang til at have bestemmende indflydelse i en erhvervsvirksomhed, kan have hæmmet placeringen i risikoprægede aktiver i form af udlån og ejerkapital.

4. Pensionsordningernes udformning i en pensionsreform

Der er peget på to grundliggende pensionspolitiske problemer i pensionsreformdebatten. Det ene problem er den voksende pensionsbyrde som følge af forskydningen overimod relativt flere ældre i befolkningen. Det andet problem er, at op imod to tredjedele af befolkningen ikke har udsigt til anden pensionsdækning end folkepensionen og ATP-ydelsen. Det aktuelt høje skattetryk og det fortsatte pres på de offentlige udgifter taler ikke for at gennemføre en skattefinansieret forbedring af pensionsdækningen. En højere pensionsdækning må derfor finansieres gennem en større pensionsopsparing for den del af befolkningen, der endnu ikke har etableret en opsparingsordning, der giver en tilstrækkelig supplerende pensionsydelse. I en interviewundersøgelse foretaget af Gallup for Bankforeningen og Sparekasseforeningen i februar 1988 fremgår det, at tre femtedele af de adspurgte foretrækker at øge opsparingen gennem en større privat opsparing.

Spørgsmålet er herefter, hvorledes disse opsparingsordninger skal udformes. Pensionsordningerne kan opbygges i offentligt eller privat regie, de kan baseres på tvangsbidrag eller frivillige bidrag, og de kan indrettes som kollektive eller individuelle ordninger. Ved udformningen af pensionsordningerne må der lægges vægt på, at de ikke får karakter af en ekstra skat, at ordningerne indrettes så fleksibelt som muligt for at tilgodese den enkeltes behov og endelig, at udformningen giver mulighed for en reel medindflydelse fra den enkeltes side på disponeringen af opsparingen. Set i relation til kapitalmarkedets funktion er det væsentligt, at udformningen af ordningerne medvirker til en effektiv kapitalformidling. En forudsætning for en effektiv kapitalformidling er, at der sikres konkurrence ved forvaltningen af pensionsopsparingen, samt at der undgås meget store kapitalkoncentrationer. Dette kan opnås ved at opbygge ordningerne som decentrale ordninger.

En offentlig ATP-lignende opsparingsordning baseret på tvangsbidrag vil have karakter af en ekstra skat. I en sådan ordning vil der ikke være plads til fleksibilitet eller nogen reel mulighed for medindflydelse på investeringsbeslutningerne. Da denne type ordning desuden indebærer en kraftig centralisering af kapitalformidlingen og dermed

må antages at ville reducere konkurrencen på kapitalmarkedet, bør der findes en alternativ udformning. Erfaringerne med den nuværende ATP-ordning og Den Sociale Pensionsfond taler heller ikke for denne udformning. I undersøgelsen foretaget af Gallup fremgår det, at kun hver femte af de adspurgte ønsker en centralt styret ATP-lignende fond, givet, at pensionsopsparingen baseres på tvangsbidrag. Flertallet af de adspurgte har dog ikke taget stilling til dette spørgsmål. I en meningsmåling fra april 1988, foretaget af Greens Analyseinstitut for Dagbladet Børsen, fremgår det, at knap to tredjedele af de adspurgte selv ønsker at bestemme, hvor deres midler skal placeres. Begge undersøgelser peger derfor på, at et flertal selv ønsker at kunne disponere over pensionsopsparingen. Der er således flere forhold, der taler for, at pensionsopsparingen bør foregå i privat regie.

De private pensionsordninger kan baseres på enten tvangsbidrag eller frivillige bidrag. Private pensionsordninger baseret på tvangsbidrag, vil skulle gennemføres ved lov. I denne lov kan det fastsættes, hvorvidt pensionsordningerne skal indrettes som kollektive eller individuelle ordninger. En kollektiv, privat pensionsordning baseret på tvangsbidrag, har samme effekt som den tilsvarende offentlige diskuteret ovenfor og er derfor ikke hensigtsmæssig. I en individuel ordning har den enkelte fri adgang til selv at bestemme, hvor og under hvilken form pensionsopsparingen skal oprettes. Individuelle pensionsordninger kan derfor medvirke til en decentralisering af kapitaldannelsen og til en konkurrence i kapitalformidlingen. De individuelle ordninger kan desuden gøres fleksible specielt med hensyn til et varierende behov for risikodækning mellem personer og over livsforløbet. Ordningerne kan endelig indrettes, så den enkelte inden for lovgivningens rammer får reel indflydelse på investeringsbeslutningerne. De nævnte forhold kan modvirke, at selv en individuel ordning baseret på tvangsbidrag får karakter af en ekstra skat. Hvis en pensionsordning ikke skal opfattes som en finanspolitisk stramning, må den imidlertid grundlæggende baseres på frivillige pensionsbidrag.

De frivillige pensionsordninger kan igen opdeles i kollektive og individuelle ordninger. Frivillige kollektive pensionsordninger opbygges som regel i forbindelse med et ansættelsesforhold og indgår derfor som et led i de kollektive overenskomster. For den enkelte vil der derfor i praksis være tale om tvangsmæssige bidrag. En kollektiv pensionsordning er desuden i regelen et standardprodukt, hvor der kun i begrænset omfang kan tages hensyn til den enkeltes behov. Indflydelsen på investeringsbeslutningen i en kollektiv ordning er endvidere af begrænset rækkevidde, når de enkelte pensionsopsparende ikke har adgang til at »stemme med deres fødder« men er bundet af en overenskomst til at placere pensionsopsparingen et konkret sted. Kun i det tilfælde, hvor der eksempelvis ved lov sikres adgang for den enkelte til selv at vælge mellem forskellige kollektive og individuelle ordninger, er der tale om en reel medindflydelse. Denne adgang vil desuden være nødvendig for at sikre konkurrencen på kapitalmarkedet.

Den største grad af fleksibilitet og medindflydelse opnås ved at udforme pensionsord-

ningerne som individuelle ordninger. Samtidig opnås en decentralisering af kapitaldannelsen og konkurrence i kapitalformidlingen. Endelig er en pensionsordning, udformet som en frivillig individuel ordning, det eneste alternativ, der ikke har karakter af en ekstra skat.

Der eksisterer i dag en række muligheder for at etablere private, frivillige pensionsopsparingsordninger i forsikringsselskaber og pengeinstitutter. Indholdet af en pensionsreform bør derfor blandt andet gå på at fjerne eventuelle barrierer, der forhindrer en udbredelse af disse ordninger til den del af befolkningen, der endnu ikke har en sådan pensionsordning.

5. Påvirkning af opsparingen

Både set ud fra en pensionspolitisk og en samfundsøkonomisk synsvinkel er det væsentligt, at pensionsordningerne udformes, så de medvirker til at øge den samlede opsparing i samfundet. I relation til den finansielle sektor set under et vil det tilsvarende være af betydning, om en øget pensionsopsparing forøger den samlede opsparing eller blot erstatter anden fri opsparing. I den tidligere omtalte Gallupundersøgelse fremgår det, at ca. to tredjedele mener, at opsparingen skal være større, og at halvdelen af de adspurgte mener, at pensionsopsparing er et hensigtsmæssigt formål. Men samtidig viser undersøgelsen, at halvdelen afviser at give afkald på en indkomststigning nu til fordel for en større pension i alderdommen. I meningsmålingen foretaget af Greens Analyseinstitut fremgår det, at kun en tredjedel af de adspurgte er villige til at give afkald på lønstigninger til fordel for en pensionsordning. For stillingskategorien »arbejdere« afviser 43 pct. at give afkald på lønstigninger. Der er således en stor risiko for, at en pensionsreform baseret på tvangsbidrag, vil udløse kompenserende lønkrav med en deraf følgende omkostningsstigning og forringet konkurrenceevne. Kun knap 20 pct. af de adspurgte i Gallupundersøgelsen har til hensigt at påbegynde en individuel pensionsordning, mens ca. 65 pct. afviser at påbegynde pensionsopsparing. Heraf henviser den overvejende del til, at de ikke har råd. Undersøgelsens mest markante resultat er imidlertid, at 45 pct. ingen tillid har til, at en øget pensionsopsparing vil øge deres levevilkår som pensionister. For gruppen »arbejdere«, der må betegnes som »kernen« i en målgruppe for øget pensionsopsparing, udgør denne andel hele 56 pct.

Der er således flere forhold, der taler for at udforme pensionsordningerne som private og frivillige kollektive eller individuelle ordninger. Skulle en pensionsreform alligevel indeholde pensionsordninger baseret på tvangsbidrag, vil et af spørgsmålene være, hvilken målgruppe en sådan ordning skal have. Hvis en ordning baseret på tvangsbidrag kommer til at omfatte alle erhvervsaktive, vil den del af befolkningen, der allerede er omfattet af frivillige pensionsordninger, antagelig reagere ved at nedsætte anden pensionsopsparing i det omfang, det er muligt. Uanset om en pensionsreform baseres på tvangsbidrag eller på frivillige bidrag, kan en øget pensionsopsparing derfor realistisk

set kun påregnes for den del af befolkningen, der endnu ikke er omfattet af en frivillig pensionsordning.

Når de frivillige pensionsordninger ikke hidtil har kunnet udbredes til en større del af befolkningen, hænger det blandt andet sammen med de samspilsproblemer, der følger af indkomstafhængige pensionsydelser. I ovennævnte Gallup-undersøgelse nævner 56 pct. af de adspurgte således en nedsættelse af de sociale ydelser som årsag til, at de ikke forventer bedre levevilkår. Udover samspilsproblemerne har de gentagne ændringer i den skattemæssige behandling af pensionsopsparing og perioderne med høj inflation svækket tilliden til, at pensionsopsparing overhovedet resulterer i bedre levevilkår. En forudsætning for at øge den frivillige individuelle eller kollektive pensionsopsparing er derfor, at der findes en varig løsning på samspilsproblemerne og pensionsbeskatningen samt endelig, at der føres en generel økonomisk politik, der ikke virker inflationsdrivende. En mulig løsning af samspilsproblemerne kunne være at begrænse aftrapning af sociale ydelser og indkomstskat til en vis procentdel af en given indkomststigning. I tilknytning til den skattemæssige behandling af pensionsopsparing kunne det overvejes at øge elementet af skattebegunstigelse ved de frivillige pensionsordninger. Det stigende skattetryk har sammen med realrenteafgiftsbeskatningen medvirket til at reducere værdien af denne skattebegunstigelse.

Påvirkningen af den samlede opsparing i samfundet vil også afhænge af målgruppens muligheder for at nedbringe anden fri opsparing og stifte gæld, herunder adgangen til at belåne pensionsopsparingen. Da næppe alle i målgruppen for en øget frivillig pensionsopsparing har fri opsparing eller mulighed for at stifte gæld, må det forventes, at nettoopsparingen forøges på længere sigt. En forøget skattebegunstigelse for pensionsopsparing foretaget af denne gruppe må af samme grund forventes at have større nettoopsparingseffekt, end den skattebegunstigede pensionsopsparing ellers anses for at have.

Hvis en øget pensionsopsparing skal have en positiv samfundsøkonomisk effekt, er det nødvendigt, at bidragene til en pensionsordning tages ud af den givne lønramme for at undgå en ekstraordinær omkostningsstigning. Dette taler for, at pensionsspørgsmålet løses ved aftale mellem arbejdsmarkedets parter. Forudsættes det, at der skal ske en gradvis opbygning af pensionsbidragenes størrelse, vil opsparingseffekten først vise sig på længere sigt.

Hvis betingelserne for en forøgelse af den frivillige individuelle og kollektive pensionsopsparing ikke kan tilvejebringes, vil en pensionsordning baseret på tvangsbidrag antagelig kunne forøge pensionsopsparingen på længere sigt, men en sådan ordning vil også i dette tilfælde kunne sidestilles med en ekstra skat. En pensionsreform frem til overenskomstforhandlingerne bør derfor tilvejebringe forudsætningerne for en forøgelse af den frivillige pensionsopsparing.

6. Konkurrence, mobilitet og gennemsigtighed

I det følgende forudsættes det, at pensionsordningerne baseres på frivillige bidrag. Pensionsordningerne kan herefter enten være kollektive eller individuelle ordninger. I praksis vil det antageligt blive en blanding af de to nævnte typer af ordninger, som det kendes i dag fra pensionskasserne, forsikringsselskaberne og pensionsordningerne i pengeinstitutterne. Mens markedet for de pensionsprodukter, forsikringsselskaberne og pengeinstitutterne udbyder, er præget af konkurrence, kan pensionskasserne ikke siges at være i en konkurrencesituation. Bidragene til pensionskasserne fastsættes ved overenskomst, og den enkelte er derfor bundet af både form og sted for etableringen af pensionsopsparingen.

Med en målsætning om at fremme konkurrencen på kapitalmarkedet for at sikre en effektiv kapitalformidling og for at undgå en for kraftig centralisering kan det være relevant at se på mulighederne for den enkelte til at flytte pensionsopsparingen fra en pensionsordning til en anden. Specielt i de kollektive ordninger kan der være behov for at øge mobiliteten. En øget mobilitet kan opnås ved at sikre, at de blivende medlemmer ikke tilgodeses uforholdsmæssigt på de forladende medlemmers bekostning. Med en øget mobilitet får den enkelte pensionsopsparer en reel medindflydelse, idet den enkelte kan afvise indholdet af en investeringspolitik ved at flytte sin opsparing til en anden ordning eller søge over i en mere hensigtsmæssig pensionsordning. Samtidig tvinges hver enkelt forvalter af pensionsmidlerne til hele tiden at forsøge at opnå det bedst mulige afkast. Det skulle herved kunne undgås, at pensionsmidlerne eksempelvis anvendes til at føre en beskæftigelses- eller erhvervspolitik, der ikke er i pensionsopsparenes interesse. En øget adgang til at flytte pensionsopsparingen mellem ordningerne kan imidlertid medføre, at forvalterne af pensionsopsparingen af konkurrencehensyn tvinges til at anlægge en stadig kortere investeringshorisont. Placeringsmønsteret kan derfor igen ændres overimod likvide aktiver som obligationer eller resultere i krav til kortsigtede resultater i virksomhederne fremfor forskning og udvikling som grundlag for et langsigtet afkast.

En anden faktor, der kan medvirke til at øge konkurrencen mellem udbyderne af pensionsprodukter, er en øget gennemsigtighed på markedet. Hvis den enkelte pensionsopsparer skal kunne vurdere forskellige pensionsprodukter, er det nødvendigt, at afkast, omkostninger og pris for risikodækning kan sammenlignes. Hvis afkastet på forskellige pensionsordninger i pensionskasser, forsikringsselskaber og pengeinstitutter skal kunne sammenlignes, er det nødvendigt, at afkastberegningerne baseres på de samme principper. Dette fører antageligt til et krav om ensartede regnskabsprincipper. Da det er nettoafkastet, der er afgørende for forrentningen, vil det også være nødvendigt at kunne sammenligne omkostningerne ved de forskellige ordninger. Da de fleste pensionsordninger desuden har tilknyttet en risikodækning, er det nødvendigt, at omfanget

af og prisen på denne risikodækning fremgår klart i det samlede pensionsprodukt. Endelig er der spørgsmålet om realrenteafgiftsbeskatningen af afkastet på de afgiftspligtige aktiver. Alene beregninger af afgiftssatsen vil være uforståelig for de fleste pensionsopspare. Dertil kommer eventuelle overgangsregler for friholdt opsparing og opgørelsen af det årlige afgiftspligtige afkast. En øget gennemsigthed ved disponeringen af den enkeltes pensionsopsparing taler isoleret set for at forenkle realrenteafgiftsbeskatningen eller erstatte den med en simpel generel nominal beskatning af afkastet af pensionsopsparing som foreslået i Møller og Nielsen (1987).

Hvis konkurrencen på kapitalmarkedet sikres ved at gennemføre ovennævnte foranstaltninger ved lov eller ved frivillige aftaler mellem parterne, kan en liberalisering af placeringsreglerne overvejes. Specielt kravet om en udvidet adgang til at flytte pensionsopsparing i forbindelse med de kollektive ordninger må være en forudsætning for en liberalisering af placeringsreglerne for disse ordninger. Med en forstærket konkurrence via blandt andet øget mobilitet må de erhvervspolitiske betænkeligheder, der har været i forbindelse med den institutionelle opsparing, reduceres. Specielt hvis denne mobilitet udvides til at omfatte ATP og LD ordningerne.

7. Placeringsreglerne

De nuværende placeringsregler er udformet ud fra hensynet til sikkerheden for pensionsopsparenes midler og ud fra erhvervspolitiske hensyn. Placeringsreglerne indeholder samtidig en række barrierer for etablering af et placeringsmønster, der er optimalt i relation til den ønskede udvikling i erhvervsinvesteringerne og nettofordringerne på udlandet, selv om der gennem årene er gennemført lempelser. Hvis der skabes mulighed for en øget konkurrence og større gennemsigthed og mobilitet i sektoren, vil det samtidig være muligt at lempe placeringsreglerne.

Efter de nuværende regler må en institutionel investors samlede anbringelse af midler i en enkelt virksomhed i form af ejerkapital og lånekapital ikke overstige 1 pct. af de samlede passiver. For ATP og LD er grænsen hævet til 2 pct., og der er stillet lovforslag om en tilsvarende lempelse for pensionskasser og forsikringsselskaber. Begrænsningen af enkeltengagementer gennemtvinger en spredning af investeringerne og dermed af risikoen. Selv en 2 pct. grænse virker imidlertid unødvendig restriktiv. En yderligere forhøjelse suppleret med adgang til dispensation i konkrete tilfælde bør overvejes, samtidig med at risikospredning gøres til et eksplicit placeringskrav, der overvåges af Finanstilsynet.

I henhold til placeringsreglerne må institutionelle investorer ikke drive anden virksomhed end pensions- og forsikringsvirksomhed. Disse bestemmelser er i flere henseender paradoksale. Der er således ingen begrænsninger for udenlandske virksomheders erhvervelse af bestemmende indflydelse i danske virksomheder, herunder udenlandske

virksomheder, der domineres af institutionelle investorer. I et fremtidigt friere internationalt pensionsmarked vil danske institutioner med disse regler stå svagere end udenlandske konkurrenter. Stort set hele den private sektors opsparing finder i dag sted i pensions- og forsikringsordninger. Efter en pensionsreform vil dette opsparingsmønster være endnu mere dominerende. Med en højere grad af konkurrence og decentralisering i pensionssektoren og krav om risikospredning er det ikke betænkeligt at lade de institutionelle investorer få indflydelse, der står i forhold til opsparingskapaciteten. Den øgede konkurrence vil sikre, at indflydelsen omsættes til effektivitetskrav i erhvervsvirksomhederne, herunder ledelsesmæssige krav.

En lempelse af reglerne om bestemmende indflydelse kan overflødiggøre de særlige regler om kapitalformidlingsselskaber. Efter de gældende regler kan institutionelle investorer gennem kapitalformidlingsselskaber opnå bestemmende indflydelse i erhvervsvirksomheder, men den enkelte investor må ikke besidde mere end 15 pct. af aktiekapitalen i kapitalformidlingsselskabet. Som et alternativ til en lempelse af det direkte erhvervsforbud kan den tilladte ejerandel i kapitalformidlingsselskaber forhøjes.

Pensionskasser, forsikringsselskaber, ATP og LD må efter de gældende regler placere op til 25 pct. af den del af formuen, der modsvarer pensions- og forsikringsforpligtelserne, i risikoprægede aktiver. For de individuelle pengeinstitutordninger er grænsen 50 pct. Denne grænse har ikke virket som en effektiv barriere for sektoren som helhed. Dette skyldes dels erhvervsvirksomhedernes foretrukne kapitalstruktur og den begrænsede adgang til at erhverve udenlandske aktier, dels overgangsreglerne for realrenteafgiften. Da overgangsreglerne over tiden isoleret set øger fordelagtigheden af afgiftsfrie aktiver, herunder aktier, og en pensionsreform kan føre til etablering af nye pensionsordninger og -institutioner, der ikke er omfattet af overgangsreglerne, kan 25 pct. grænsen blive en effektiv placeringsrestriktion. En udvikling af pensionsprodukterne i retning af forskellige former for indekserede ydelser vil ligeledes kunne øge behovet for at kunne placere i risikoprægede aktiver. Endelig kan nævnes, at der i flere andre lande er væsentlig mere liberale regler for risikoprægede investeringer. Andelen af reale aktiver i pensionsformuen er således væsentlig højere i UK, USA og Canada end i Danmark, jfr. Davies (1988). En fastholdelse af 25 pct. grænsen vil derfor kunne begrænse pengeinstitutternes konkurrenceevne i et liberaliseret pensionsmarked. Indekserede ydelser vil i princippet kunne afdækkes gennem investering i indeksobligationer, der ikke er omfattet af 25 pct. reglen. Dette marked er imidlertid forholdsvis begrænset og stort set udelukkende anvendt til finansiering af boligbyggeri og kriseramte erhverv.

Den samfundsøkonomiske baggrund for større fremtidige pensionsydelser er dels en nutidig opbygning af kapitalapparatet, dels erhvervelse af fordringer på udlandet. Adgangen til at erhverve udenlandske aktiver er imidlertid stærkt begrænset af de tilsyns-

mæssige kongruens- og lokaliseringskrav. Den forventede fremtidige friere internationale konkurrence på pensionsmarkedet nødvendiggør en tilpasning af de danske regler. Udenlandske erfaringer viser, at en høj diversificeringsgrad for pensionsformuen giver et bedre afkast. Danske institutioner vil med en udvidet udenlandsk placeringsadgang kunne reducere den systematiske landespecifikke porteføljerisiko. Der vil herunder være mulighed for køb af aktier i brancher, der ikke findes på det danske marked.

8. Afslutning

Pensionssektoren er karakteriseret ved uensartede konkurrenceforhold, en ringe mobilitet og gennemsigthed samt en meget forsigtig placeringspolitik. Ved udformningen af en pensionsreform, der på en effektiv måde skal sikre det samfundsøkonomiske grundlag for større fremtidige pensionsydelser, er det væsentligt, at der tages hensyn til disse forhold.

Det er i artiklen søgt påvist, at målene med pensionsreformen bedst kan opnås ved at basere reformen på private, frivillige og decentrale opsparingsordninger, hvor pensions-sparerne selv kan påvirke udformningen af pensionsordningen og placeringen af op-sparingen. Det frie valg forudsætter imidlertid mere enkle og gennemskuelige regnskabs- og skatteregler, bedre adgang til at flytte mellem forskellige pensionsordninger og mere viden om de reelle omkostninger til administration, risikodækning og overflytning. Det vurderes under disse mere konkurrenceprægede og ensartede forudsætninger at være muligt og hensigtsmæssigt at foretage generelle lempelser af de gældende placeringsregler specielt med hensyn til risikoprægede aktiver, herunder placering i erhvervslån og ejerkapital.

Litteratur

- Assurandør Societetet. 1986. *Et forslag til fremtidens pensioner. En pensionspolitisk redegørelse*. København.
- Danmarks Sparekasseforening. 1986. *Hvordan munde møttes og goder og glæder deles. Et pensionspolitisk debatoplæg*. København.
- Davies, E.P. 1988. Financial Market Activity of Life Insurance Companies and Pension Funds. *BIS Economic Papers*, no 21, January 1988.
- Gallup Markedsanalyse A/S. 1988. *Omnibus: Banker og Sparekasser. Pensionsopsparing*. Danmarks Sparekasseforening og Den Danske Bankforening, Marts 1988.
- Greens Analyseinstitut. 1988. *Politisk meningsmåling for Dagbladet Børsen*. April 1988.
- Landsorganisationen i Danmark. 1985. *Forslag til en samlet pensionsreform*. København.
- Møller, M. og N.C. Nielsen. 1987. Realrenteafgiften og dens økonomiske konsekvenser. Institut for Finansiering. Handelshøjskolen i København. *Working Paper*. 1987:2.

mæssige kongruens- og lokaliseringskrav. Den forventede fremtidige friere internationale konkurrence på pensionsmarkedet nødvendiggør en tilpasning af de danske regler. Udenlandske erfaringer viser, at en høj diversificeringsgrad for pensionsformuen giver et bedre afkast. Danske institutioner vil med en udvidet udenlandsk placeringsadgang kunne reducere den systematiske landespecifikke porteføljerisiko. Der vil herunder være mulighed for køb af aktier i brancher, der ikke findes på det danske marked.

8. Afslutning

Pensionssektoren er karakteriseret ved uensartede konkurrenceforhold, en ringe mobilitet og gennemsigthed samt en meget forsigtig placeringspolitik. Ved udformningen af en pensionsreform, der på en effektiv måde skal sikre det samfundsøkonomiske grundlag for større fremtidige pensionsydelse, er det væsentligt, at der tages hensyn til disse forhold.

Det er i artiklen søgt påvist, at målene med pensionsreformen bedst kan opnås ved at basere reformen på private, frivillige og decentrale opsparingsordninger, hvor pensions-sparerne selv kan påvirke udformningen af pensionsordningen og placeringen af op-sparingen. Det frie valg forudsætter imidlertid mere enkle og gennemskuelige regnskabs- og skatteregler, bedre adgang til at flytte mellem forskellige pensionsordninger og mere viden om de reelle omkostninger til administration, risikodækning og overflytning. Det vurderes under disse mere konkurrenceprægede og ensartede forudsætninger at være muligt og hensigtsmæssigt at foretage generelle lempelser af de gældende placeringsregler specielt med hensyn til risikoprægede aktiver, herunder placering i erhvervslån og ejerkapital.

Litteratur

- Assurandør Societetet. 1986. *Et forslag til fremtidens pensioner. En pensionspolitisk redegørelse*. København.
- Danmarks Sparekasseforening. 1986. *Hvordan munde møttes og goder og glæder deles. Et pensionspolitisk debatoplæg*. København.
- Davies, E.P. 1988. Financial Market Activity of Life Insurance Companies and Pension Funds. *BIS Economic Papers*, no 21, January 1988.
- Gallup Markedsanalyse A/S. 1988. *Omnibus: Banker og Sparekasser. Pensionsopsparing*. Danmarks Sparekasseforening og Den Danske Bankforening, Marts 1988.
- Greens Analyseinstitut. 1988. *Politisk meningsmåling for Dagbladet Børsen*. April 1988.
- Landsorganisationen i Danmark. 1985. *Forslag til en samlet pensionsreform*. København.
- Møller, M. og N.C. Nielsen. 1987. Realrenteafgiften og dens økonomiske konsekvenser. Institut for Finansiering. Handelshøjskolen i København. *Working Paper*. 1987:2.