



Rapport om solvens og finansiell situation

2025

Sammendrag.....	3
A. Virksomhed og resultater.....	4
A.1 Virksomhed	4
A.2 Forsikringsresultater.....	4
A.3 Investeringsresultater.....	5
A.4 Resultater af andre aktiviteter	6
A.5 Andre oplysninger	7
B. Ledelsessystem	7
B.1 Generelle oplysninger om ledelsessystemet.....	7
B.2 Egnetheds- og hæderlighedskrav	8
B.3 Risikostyringssystem, herunder vurderingen af egen risiko og solvens	9
B.4 Internt kontrolsystem.....	12
B.5 Intern audit-funktion	14
B.6 Aktuarfunktionen	14
B.7 Outsourcing.....	15
B.8 Andre oplysninger	16
C. Risikoprofil	16
C.1 Forsikringsrisici	16
C.2 Markedsrisici	18
C.3 Kreditrisici (Modpartsrisici).....	23
C.4 Likviditetsrisici	24
C.5 Operationelle risici	24
C.6 Andre væsentlige risici	25
C.7 Andre oplysninger	26
D. Værdiansættelse til solvensformål.....	28
D.1 Aktiver	28
D.2 Forsikringsmæssige hensættelser	29
D.3 Andre forpligtelser	30
D.4 Alternative værdiansættelsesmetoder.....	30
D.5 Andre oplysninger	31
E. Kapitalstyring	31
E.1 Kapitalgrundlag	31
E.2 Solvenskapitalkrav og minimumskapitalkrav	31
E.3 Anvendelse af delmodulet for løbetidsbaserede aktierisici til beregning af solvenskapitalkravet	32
E.4 Forskellen mellem standardformlen og en intern model.....	32
E.5 Manglende overholdelse af minimumskapitalkravet og manglende overholdelse af solvenskapitalkravet	32
E.6 Andre oplysninger	32

Sammendrag

Formålet med denne rapport er at give en redegørelse for de forhold, der har betydning for PensionDanmarks risikostyring og håndtering af selskabets solvens og finansielle situation.

PensionDanmark er et arbejdsmarkedsrelateret livsforsikringsaktieselskab, som driver livs- og pensionsforsikringsvirksomhed i Danmark. Selskabet driver tillige sygeforsikringsvirksomhed.

Bestyrelsen i PensionDanmark består af 18 personer, der for hovedpartens vedkommende repræsenterer arbejdsmarkedets parter. PensionDanmarks organisation afspejler PensionDanmarks væsentligste aktivitetsområder – forsikringsforretningen og investeringer – samt risikostyring og kontroller. De fire nøglefunktioner er: Risikostyringsfunktionen, compliancefunktionen, aktuarfunktionen og den interne audit-funktion. Der har ikke været ændringer i PensionDanmarks ledelsessystem i 2025.

Selskabet har en robust solvensposition baseret på Solvens II-standardformlen. Ved udgangen af 2025 udgør solvenskapitalkravet 2.071 mio. kr., basiskapital 7.287 mio. kr. og solvensdækningen 352 pct. Den stærke overdækning afspejler, at markedsrisici i hovedsagen bæres af medlemmerne gennem markedsrenteprodukter, og at risici i egenkapitalporteføljen håndteres inden for bestyrelsens risikotolerance.

Solvens og kapital	2025	2024
Solvenskapitalkrav (SCR), mio. kr.	2.071	1.940
Basiskapital, mio. kr.	7.287	6.869
Solvensdækning, pct.	352	354
Minimumskapitalkrav (MCR), pct.	748	753

Afkastet af PensionDanmarks investeringer af medlemmernes opsparede midler danner grundlag for den forrentning, medlemmernes opsparing tilskrives. I 2025 fik medlemmer op til 50 år fik et afkast på 8,6 pct., mens et medlem på 67 år fik et afkast på 5,7 pct.

Medlemmernes investeringsrisici styres ved en strategi, som indebærer, at risikoen aftrappes i takt med, at pensionsalderen nærmer sig. Derudover anvendes en udjævningsmekanisme, som dæmper stød fra år til år i udbetalingsperioden på den livsvarige pension ved hjælp af en buffer. Bufferen kan samtidig til en vis grad absorbere stigninger i den forventede levetid.

PensionDanmark opgør hensættelserne til solvens i overensstemmelse med Solvens II, og hensættelserne for både gennemsnits- og markedsrenteordningerne er således baseret på sandsynlighedsvægtede cash flows, hvor selskabets pensions- og forsikringsforpligtelser værdiansættes baseret på fremregning af de betalingsstrømme, som kontrakterne giver anledning til. Desuden værdiansætter modellen bonusforpligtelserne og betalinger til og fra egenkapitalen.

I 2026 forventer PensionDanmark at udbyde en forsikringsdækning ved tab af erhvervsevne samt give nye valgmuligheder i vores sundhedsordning.

A. Virksomhed og resultater

Dette kapitel beskriver PensionDanmarks selskabsstruktur samt forsikrings- og investeringsresultater for selskabet.

A.1 Virksomhed

PensionDanmark Pensionsforsikringsaktieselskab, er et arbejdsmarkedsrelateret livsforsikringsaktieselskab, jf. lov om forsikringsvirksomhed § 250. PensionDanmark er underlagt tilsyn af det danske Finanstilsyn og den eksterne revision varetages af EY. Kontaktinformationer findes nedenfor.

Finanstilsynet

Strandgade 29, 1401 København K
+45 3355 8282

EY Godkendt Revisionspartnerselskab

Dirch Passers Allé 36, 2000 Frederiksberg
+45 7323 3000

Samtlige aktier i PensionDanmark Pensionsforsikringsaktieselskab indehaves af PensionDanmark Holding A/S. Aktierne i PensionDanmark Holding A/S ejes af arbejdstager- og arbejdsgiverorganisationer. Følgende organisationer har en besiddelse på 10 pct. eller mere af aktiekapitalen i PensionDanmark Holding A/S: 3F Fagligt Fælles Forbund, Malerforbundet i Danmark og Dansk EI-Forbund. Ingen fysiske personer ejer aktier i selskabet direkte eller indirekte. For yderligere information se pensiondanmark.com.

Selskabet driver livsforsikringsvirksomhed i Danmark inden for forsikringsklasse I (almindelig livsforsikring) og forsikringsklasse III (forsikring tilknyttet investeringsfonde). Nytegnning sker på forsikringsklasse III, som udgør ca. 99 pct. af de forsikringsmæssige hensættelser. Selskabet driver desuden skadesforsikringsvirksomhed inden for forsikringsklasse II (sygdom).

A.2 Forsikringsresultater

Tabel 1 viser de poster, der driver resultatet i egenkapitalen i 2025 og 2024. Resultatdannelsen stammer overvejende fra egenkapitalens investeringsafkast. Nytegnning sker på forsikringsklasse III (markedsrente), som udgør ca. 99 pct. af de forsikringsmæssige hensættelser. Pensionerne på forsikringsklasse III er ugaranterede, og medlemmernes opsparing udgøres af værdien af de tilknyttede aktiver. Størstedelen af den øvrige bestand tilhører forsikringsklasse I og omfatter en gruppelivsbestand, garanterede ordninger uden ny tilgang af medlemmer samt en lille lukket tilsagnsordning. Endelig består en mindre del af bestanden af selskabets sundhedsordning, der er tegnet som sygeforsikring, hvor resultatet tilfalder egenkapitalen.

Tabel 1. Egenkapital for PensionDanmark A/S

Mio. kr.	2025	2024
Egenkapital primo	5.677	5.210
Investeringsafkast efter skat og omkostninger	390	429
Andel af resultat for gruppeforsikringer	4	4
Andel af resultat for PKAD	11	21
Omkostningsresultat for forsikringsklasse III	0	2
Risikoforrentning	8	9
Overførsel til/fra medlemmer	0	0
Resultat af syge- og ulykkesforsikring	13	3
Andel af andre omkostninger, netto	-3	0
Periodens resultat	423	467
Egenkapitalen ultimo	6.100	5.677

Posterne i tabel 1 er:

- **Egenkapital primo:** Egenkapitalen ved årets begyndelse.
- **Investeringsafkast efter skat og omkostninger:** Det nettoafkast, egenkapitalens investeringer har givet i året – efter investeringsomkostninger og skat.
- **Andel af resultat for gruppeforsikringer:** Det beløb, der ifølge reglerne i bonusregulativet for gruppeliv tilfalder egenkapitalen fra gruppelivsforretningen som betaling for at stille risikokapital/solvens til rådighed.
- **Andel af resultat for PKAD (tilsagnsordning):** Resultatet fra en lille, lukket ordning under afvikling.
- **Omkostningsresultat for forsikringsklasse III:** Forskellen mellem de omkostningsbidrag, der opkræves på forsikringsklasse III-ordninger (markedsrente), og de faktiske omkostninger.
- **Risikoforrentning:** En betaling til egenkapitalen fra de garanterede bestande med ret til bonus som betaling for at bære risikoen for, at bestandene potentielt kan generere et underskud, der er større, end den enkelte bestands midler kan finansiere.
- **Overførsel til/fra medlemmer:** Reguleringer mellem egenkapitalen og medlemmernes midler (fx udlæg fra egenkapitalen til finansiering af årets underskud for de garanterede bestande henholdsvis tilbagebetaling af tidligere års udlæg eller efterreguleringer ifølge politik/bonusprincipper).
- **Resultat af syge- og ulykkesforsikring (sundhedsordningen):** Sundhedsordningen er tegnet som sygeforsikring. Dens forsikringstekniske resultat går direkte til egenkapitalen.
- **Andel af andre omkostninger, netto:** Øvrige indtægter/udgifter uden for forsikring og investering, fx koncerninterne administrationsposter.
- **Periodens resultat:** Summen af alle ovenstående poster. Det er årets nettoresultat, der lægges til egenkapitalen.
- **Egenkapital ultimo:** Egenkapitalen ved udgangen af året.

Som helhed afspejler nøgletallene, at markedsrisikoen for hovedparten af medlemmernes opsparing (markedsrente) bæres af medlemmerne, mens egenkapitalen primært vokser gennem sit eget investeringsafkast og mindre, systematiske bidrag fra forsikringsdriften (gruppeliv, risikoforrentning, omkostningsresultat, udlæg for de garanterede bestande) samt resultatet af sundhedsordningen.

A.3 Investeringsresultater

2025 blev et år med positivt investeringsafkast, hvor medlemmer op til 50 år fik et afkast på 8,6 pct., mens et medlem på 67 år fik et afkast på 5,7 pct.

I tabel 2 ses sammensætningen af PensionDanmarks investeringsafkast for 2024 og 2025, således som det fremgår af resultatopgørelsen i årsrapporten. Der henvises til PensionDanmarks årsrapport for 2025 for kvalitative oplysninger om resultatet af PensionDanmarks investeringer.

Tabel 2. Investeringsafkast

Mio. kr.	2025	2024
Indtægter fra tilknyttede virksomheder	1.137	1.718
Indtægter fra associerede virksomheder	-111	695
Renteindtægter og udbytter mv.	13.298	12.431
Kursreguleringer	11.626	15.588
Renteudgifter	-233	-252
Administrationsomkostninger i forbindelse med investeringsvirksomhed	-596	-577
Investeringsafkast, i alt	25.120	29.604

I tabel 3 ses PensionDanmarks investeringsafkast i procent for 2024 og 2025 opdelt på aktivklasser.

Tabel 3. Investeringsafkast i pct. i hver aktivklasse

Aktivklasse	2025	2024
Markedsorienterede investeringer		
Børsnoterede aktier	11,6	16,7
Kreditobligationer og udlån	6,7	7,6
Danske stats- og realkreditobligationer	2,7	5,4
Ikke-markedsorienterede investeringer		
Private Equity (unoterede aktier)	5,3	2,3
Kreditfonde	10,5	7,8
Unoterede udlån	8,4	10,5
Infrastruktur	1,3	5,3
Ejendomme	3,3	4,7

Kreditobligationer omfatter højrenteerhvervsobligationer, statsobligationer udstedt af Emerging Markets-lande samt banklån. Infrastruktur omfatter infrastrukturfonde og direkte investeringer i blandt andet vindmølleparker.

Afledte finansielle instrumenter som fx renteswaps er placeret i de aktivklasser, hvor instrumenterne anvendes i forbindelse med almindelig porteføljeforvaltning. Valutaterminsforretninger er placeret i samme aktivklasser som de aktiver, forretningerne vedrører.

I visse af PensionDanmarks investeringsmandater har forvalterne mulighed for at investere i securitiseringer som led i den almindelige porteføljeforvaltning. Ved udgangen af 2025 har investeringerne i securitiseringer en markedsværdi på 5.455 mio. kr. svarende til 1,48 pct. af PensionDanmarks investeringsaktiver, mens markedsværdien var 5.864 mio. kr. i 2024 svarende til 1,69 pct. af PensionDanmarks investeringsaktiver.

A.4 Resultater af andre aktiviteter

Selskabet har begrænsede andre indtægter og udgifter. Posterne vedrører helt overvejende administration for koncernforbundne selskaber og omkostninger forbundet hermed.

Tabel 4. Andre indtægter og omkostninger

Mio. kr.	2025	2024
Andre indtægter	26	22
Andre omkostninger	-28	-22
I alt	-2	0

A.5 Andre oplysninger

Ingen oplysninger.

B. Ledelsessystem

Dette kapital beskriver PensionDanmarks ledelsessystem, som vurderes at være effektivt. Der er særskilte afsnit om henholdsvis risikostyringsfunktionen, aktuarfunktionen og intern audit-funktionen samt et afsnit om PensionDanmarks outsourcing.

B.1 Generelle oplysninger om ledelsessystemet

Bestyrelsen i PensionDanmark består af 18 personer, som repræsenterer eller er udpeget af arbejdsmarkedets parter, bortset fra ét særligt sagkyndigt medlem, der er formand for Risiko- og Revisionsudvalget. For yderligere information om PensionDanmarks bestyrelse henvises til hjemmesiden.

Bestyrelsen har nedsat et risiko- og revisionsudvalg og et aflønningsudvalg, der bistår med at forberede bestyrelsens arbejde.

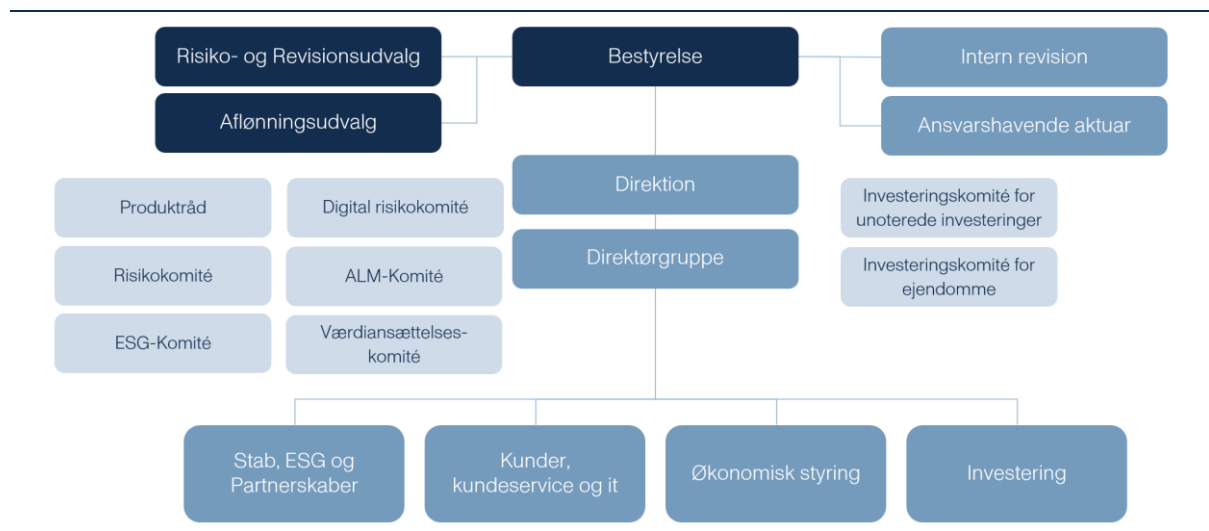
Risiko- og Revisionsudvalget overvåger PensionDanmarks regnskabs-, risiko- og revisionsforhold. Risiko- og Revisionsudvalget består af formanden for udvalget og yderligere fem bestyrelsesmedlemmer.

Aflønningsudvalget forbereder ændringer og påser overholdelsen af PensionDanmarks aflønningspolitik. Aflønningsudvalget består af tre medlemmer. Medlemmerne, herunder formanden, vælges af og blandt bestyrelsens medlemmer.

Direktionen i PensionDanmark udgøres af administrerende direktør Peter Stensgaard Mørch og investeringsdirektør Claus Stampe. Direktionen har blandt andet ansvaret for den daglige ledelse. Ledelsen i PensionDanmark udgøres af direktørgruppen, som består af direktionen samt tre områdedirektører. For information om ledelsen i PensionDanmark henvises til hjemmesiden.

Den interne organisation i PensionDanmark er afbilledet i organisationsdiagrammet i figur 1.

Figur 1. Den interne organisation i PensionDanmark



De fire nøglefunktioner er risikostyringsfunktionen, compliancefunktionen, aktuarfunktionen og den interne auditfunktion. Alle nøglefunktionerne ligger organisatorisk placeret under Økonomisk styring. Nøglefunktionernes opgaver er reguleret i Solvens II-forordningens artikel 268-272, lov om forsikringsvirksomhed §§ 126-131 og ledelsesbekendtgørelsens bilag 6-9. I afsnit B.3, B.4, B.5 og B.6 gives en detaljeret beskrivelse af de fire nøglefunktioner i PensionDanmark, herunder roller og ansvarsområder samt komitéer og råd.

Lønpolitik

PensionDanmarks lønpolitik beskriver de principper, som aflønningen i PensionDanmark skal afspejle, samt de løndelev, der kan indgå i aflønningen af bestyrelsen, direktionen, væsentlige risikotagere og øvrige medarbejdere i PensionDanmark. Lønpolitikken kan findes på PensionDanmarks hjemmeside¹.

B.2 Egnetheds- og hæderlighedskrav

Bestyrelsen sikrer, at personer, der reelt driver selskabet eller indtager andre nøgleposter, til enhver tid opfylder kravene til hæderlighed og egnethed, herunder besidder tilstrækkelig viden, faglig kompetence og erfaring for at kunne varetage deres hverv.

Bestyrelsen påser, at førømtalte personer har et tilstrækkeligt godt omdømme samt udviser hæderlighed og integritet. For så vidt angår bestyrelsesmedlemmer og medlemmer af direktionen sikres det desuden, at disse er tilstrækkeligt uafhængige for dermed at kunne vurdere og anfægte afgørelser og beslutninger truffet af den daglige ledelse.

Endelig påser bestyrelsen, at omhandlede personer ikke er pålagt eller bliver pålagt strafansvar for overtrædelse af straffeloven, den finansielle lovgivning eller anden relevant lovgivning, herunder hvidvasklovgivningen, hvis det afstedkommer, at personen ikke kan varetage sit hverv på betryggende vis.

Ved vurdering af egnethed og hæderlighed tages udgangspunkt i kriterier opregnet i lov om forsikringsvirksomhed og Finanstilsynets praksis, herunder krav til dokumentation, ligesom der tages højde for det hverv, de pligter og de ansvarsområder, som personen varetager.

¹ <https://www.pensiondanmark.com/om-os/aflonning/>

Krav til egnethed og hæderlighed retter sig mod bestyrelsesmedlemmer og de til Erhvervsstyrelsen anmeldte medlemmer af direktionen samt selskabets identificerede nøglepersoner, som omfatter direktøren for Økonomisk Styrelse, direktøren for Kunder, Kundeservice og It, direktøren for Stab, ESG og Partnerskaber og de ansvarlige for selskabets nøglefunktioner.

For så vidt angår direktionen, påser formandskabet, at kravene til hæderlighed og egnethed til enhver tid er opfyldt. Direktionen sikrer, at nøglepersoner til enhver tid opfylder kravene til hæderlighed og egnethed.

Herudover opfylder PensionDanmarks hvidvaskansvarlige kravene til egnethed og hæderlighed, hvilket påses af direktionen.

B.3 Risikostyringssystem, herunder vurderingen af egen risiko og solvens

Bestyrelsen fastlægger PensionDanmarks risikostyringsstrategi. PensionDanmarks risikostyring skal understøtte og sikre PensionDanmarks forretningsmodel og strategi såvel som de opgaver og risikogrænser, som bestyrelsen har fastlagt ved politikker og retningslinjer gældende for PensionDanmarks investeringer, forsikringsforretningen og operationelle risici.

Risikostyringssystemet danner grundlaget for gennemførelsen af bestyrelsens politik og strategi for risikostyring. Risikostyringssystemet er integreret i PensionDanmarks organisation og i beslutningsprocesser, som angår væsentlige risikobehæftede aktivitetsområder, som tillige indgår ved beregningen af PensionDanmarks solvenskapitalkrav.

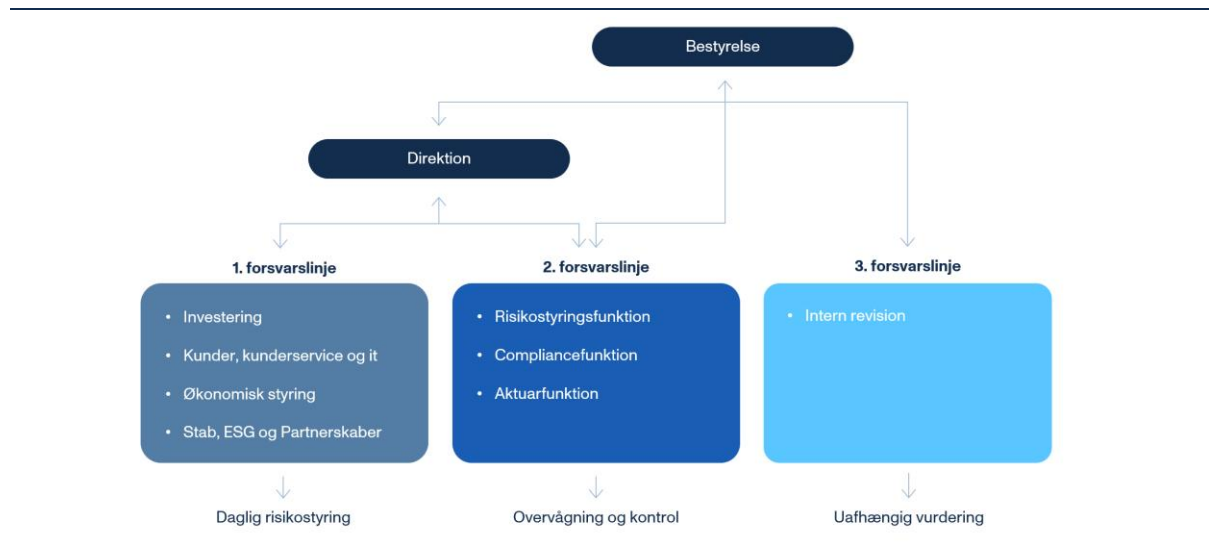
Risikostyringen i PensionDanmark tager udgangspunkt i et risikounivers, som opřidser de væsentligste risici for PensionDanmark fordelt på fire risikoområder:

- Investeringsmæssige risici
- Forsikringsmæssige risici
- Operationelle risici
- Forretningsmæssige risici

Risikouniverset udgør et fælles afsæt for arbejdet med risikostyring i de tre forsvarslinjer, og risiciene er identificeret med udgangspunkt i PensionDanmarks forretningsmodel og -strategi, konkrete aktiviteter samt udefrakommende hændelser/begivenheder. Den enkelte risiko kan bestå af flere underliggende risici, og for hver af risiciene er der udpeget en eller flere risikoejere med henblik på at sikre klare roller/ansvar. Risikouniverset er dynamisk, og det bliver årligt tilpasset hændelser og nye indsigter.

Som en del af risikostyringssystemet i PensionDanmark har bestyrelsen besluttet at etablere fire nøglefunktioner, som dækker en risikostyringsfunktion, en compliancefunktion, en aktuarfunktion og en intern audit funktion.

Figur 2. Oversigt over 1., 2. og 3. forsvarslinje



De enkelte nøglefunktioners ansvarsområder og opgaver samt afgrænsningen deraf mellem hver enkelt nøglefunktion fremgår i dette kapitel. Risikostyringsfunktionen fremgår i dette afsnit, compliancefunktionen fremgår af afsnit B.4, intern audit funktionen fremgår af B.5 og aktuarfunktionen fremgår af B.6.

Risikostyringsfunktionen

Direktionen har udpeget PensionDanmarks risikoansvarlige (CRO), der er nøgleperson med ansvar for risikostyringsfunktionen. Det er risikostyringsfunktionens ansvar at have det samlede overblik over PensionDanmarks risici og at bistå direktionen med at sikre risikostyringssystemets effektivitet. Den ansvarlige for risikostyring sikrer, at alle væsentlige risici i PensionDanmark, herunder risici, der går på tværs af virksomhedens organisation, identificeres, måles, overvåges, styres og rapporteres korrekt.

På investeringsområdet afhænger risikostyringsfunktionens opgaver af, om der er tale om alternative investeringer (herunder ejendomsinvesteringer) eller likvide investeringer. Ved alternative investeringer er risikostyringsfunktionen involveret i hele investeringens livscyklus (det vil sige både inden investeringens indgåelse og løbende under investeringens levetid). For likvide investeringer deltager risikostyringsfunktionen ikke i selve investeringsprocessen ved konkrete investeringer, men risikostyringsfunktionen foretager en løbende overvågning af investeringsrisici på porteføljeniveau, herunder overholdelsen af investeringsrammer mv. Desuden foretages én gang årligt en test af, om en maksimal udnyttelse af investeringsretningslinjerne kan holdes inden for PensionDanmarks solvensoverdækning.

I forhold til håndteringen af operationel risiko er risikostyringsfunktionen ansvarlig for at føre et risikoregister, som registrerer identificerede aktuelle og potentielle operationelle risici. Desuden føres en log for risikohændelser (hændelseslog), hvor realiserede eller truende tab ("Near misses") inden for det operationelle risikoområde registreres og beskrives. Driften af hændelseslog er forankret i risikostyringsfunktionen. Registreringer i hændelsesloggen rapporteres til risikokomiteén, direktionen og bestyrelsen i overensstemmelse med bestyrelsens bestemmelser herom.

Den ansvarlige for risikostyringsfunktionen skal på eget initiativ rapportere til direktionen om forhold inden for risikostyringsområdet, herunder om konstaterede, aktuelle eller potentielle væsentlige risici. Derudover skal den ansvarlige for risikostyringsfunktionen mindst én gang årligt udarbejde en rapport til direktionen og bestyrelsen om virksomhedens risikostyring.

Komitéer og råd

Centralt for risikoarbejdet er den risikoansvarliges deltagelse i tværorganisatoriske komitéer og råd med tilknytning til PensionDanmarks væsentlige aktiviteter og risici.

Direktionen har nedsat en risikokomité, som bidrager til den løbende identifikation og kvantificering af nye og kendte risici. Formålet med risikokomitéen er at opsamle information om PensionDanmarks risici på tværs af aktivitetsområder i ét forum og centralt initiere og overvåge risikostyringen. De enkelte medlemmer af risikokomitéen er derudover repræsenteret i direktørgruppen og diverse interne komitéer og råd og de har derfor en bred indsigt i PensionDanmarks væsentligste aktivitetsområder og relaterede risici.

Den risikoansvarliges rolle i øvrige komitéerne er at sikre de væsentligste risici håndteres i PensionDanmarks væsentligste aktiviteter, herunder efterlevelse af risikostyringssystemet.

Den risikoansvarlige deltager i ALM-komitéen, digital risikokomité, produktrådet (efter behov), ESG-komitéen, investeringskomitéen for unoterede investeringer, investeringskomité for ejendomme. Nedenfor er en kort opsummering af de disse komitéer:

- ALM-komitéen beskæftiger sig med renteafdækning af garanterede bestande, kontorente for garanterede bestande og regulering af pensionsydelsen på markedsrente.
- Den digitale risikokomité gennemgår det digitale risikobillede og dets mulige påvirkning af PensionDanmarks væsentligste it-systemer, data og processer.
- Produktrådet beskæftiger sig med vurdering og godkendelse af produkter og produktændringer og aktuar-mæssige forhold.
- ESG-komitéen arbejder med ansvarlige investeringer og varetager blandt andet håndteringen af de ikke-finansielle risici for PensionDanmarks investeringer i virksomheder.
- Investeringskomitéen for unoterede investeringer beskæftiger sig med direkte investeringer uden for de børs-noterede markeder i infrastruktur og udlån samt med kapitaltilsagn til Private Equity- og kreditfonde mv.
- Investeringskomité for ejendomme beskæftiger sig med direkte investeringer i danske ejendomme samt strategi for PensionDanmarks investeringer i ejendomme.

Bestyrelsens risikovurdering

Bestyrelsen i PensionDanmark foretager mindst én gang årligt en vurdering af egen risiko og solvens (ORSA) ud fra en going concern-forudsætning. ORSA er en proces, hvor selskabet skal vurdere dets risici samt samlede solvensbehov på både kort og lang sigt på basis af egen risikoprofil, risikotolerancegrænser og forretningsstrategi. Vurderingen skal foretages på koncernniveau og omfatter en lang række analyser og vurderinger, der udarbejdes på tværs af PensionDanmarks tre forsvarslinjer.

Ud over den årlige vurdering af egen risiko og solvens har bestyrelsen besluttet, at der skal foretages en fornyet vurdering i tilfælde af, at der indtræffer væsentlige begivenheder for selskabet, som forrykker det aktuelle risikobillede. Som væsentlige begivenheder skal anses:

- indtræden af fase 1 ifølge bestyrelsens kapitalnødplan,
- væsentlige ændringer af selskabets forretningsmodel, strategi eller risikoprofil,
- år til dato-afkastet på egenkapitalens aktiver er mindre end minus 10 pct. før skat, eller
- begivenheder, som bestyrelsen konkret beslutter skal indebære en fornyet vurdering af egen risiko og solvens.

Bestyrelsen ejer ORSA-processen, og har ansvaret for at vurdere og inddrage processens resultater i den strategiske planlægning. Risikostyringsfunktionen har fået ansvaret for at facilitere og koordinere ORSA-processen samt at være med til at sikre en korrekt implementering i risikostyringssystemet. Det er desuden risikostyringsfunktionens ansvar løbende at udvikle og optimere processen. Den samlede vurdering af selskabets egen risiko og solvens skal omfatte:

1. en vurdering af PensionDanmarks risikounivers/risikoprofil
1. basiskapital til solvensformål, solvenskapitalkrav, minimumskapitalkrav
2. standardformlens egnethed
3. PensionDanmarks samlede solvensbehov

Den samlede opgørelse af PensionDanmarks solvenskapitalkrav, og de risici, der indgår ved opgørelsen, behandles hvert kvartal i PensionDanmarks Risiko- og Revisionsudvalg og efterfølgende på møder i bestyrelsen ligeledes hvert kvartal.

Tabel 5 viser PensionDanmark A/S' solvenskapitalkrav, der udgør 2.071 mio.kr. ved udgangen af 2025 og 1.940 mio. kr. ved udgangen af 2024.

Tabel 5. Solvenskapitalkravet

Mio. kr.	2025	2024
Markeds- og modpartsrisici	2.795	2.510
Forsikringsrisici	1.395	1.484
Effekt af korrelation ¹	-873	-726
Øvrige risici	0	0
Basissolvenskapitalkravet	3.318	3.268
Brugte buffere ²	-1.141	-1.129
Effekt af skat	-269	-350
Operationelle risici	164	152
Solvenskapitalkrav	2.071	1.940

1. Ved opgørelsen af det samlede solvenskapitalkrav anvendes korrelationer mellem de forskellige risici, så de enkelte risici ikke indgår med fuld solvensbelastning samtidig.
2. Brugte buffere er den andel af de samlede buffere, som kan bruges til reduktion af solvenskapitalkravet.

Bestyrelsen har vurderet, at PensionDanmarks solvensposition er robust set i lyset af de risici, som er identificeret og vurderet via PensionDanmarks risikounivers samt de gennemførte stresstest og følsomhedsanalyser.

B.4 Internt kontrolsystem

PensionDanmark har vedtaget en politik for interne kontroller, som sikrer et effektivt internt kontrolsystem samt overholdelse af love og regler.

Det interne kontrolsystem er baseret på de tre forsvarslinjer. Der er uafhængighed mellem de tre forsvarslinjer, det vil sige enhederne i 2. forsvarslinje arbejder uafhængigt af 1. forsvarslinje og deltager således ikke i den daglige drift af forretningen. Fælles for kontrolsystemet er, at 2. forsvarslinje udfører kontrol med de metoder og antagelser, der anvendes og lægges til grund i 1. forsvarslinje, ligesom overholdelse af gældende lovgivning og intern regulering

kontrolleres. Tilsvarende, er intern revision uafhængig af både 1. og 2. forsvarslinje og udfører kontrol med både 1. forsvarslinje og 2. forsvarslinje.

Kontrolsystemet er forankret i PensionDanmarks samlede risikounivers, som dækker aktiviteter på blandt andet investeringsområdet, forsikringsområdet og det operationelle område, herunder det regnskabsmæssige område.

På investeringsområdet udarbejdes diverse opgørelser af registreringer og kontrolrapporter af om investeringsrammer udstukket af direktionen og bestyrelsen er overholdt. Desuden afspejler organisationen aktivernes art, sammensætning og kompleksitet. De enkelte teams i investeringsafdelingen sammensættes og tilpasses løbende med specialister i takt med udviklingen af nye aktivtyper og sammensætning af aktivporteføljen. Samme forhold gør sig gældende vedrørende investeringsadministration og risikostyring af investeringer, der involveres i investeringers forberedelse, gennemførelse, administration og overvågning.

På forsikringsområdet foreligger der organisatoriske og tekniske foranstaltninger, der sikrer definerede kontroller af forsikringsdriften samt overvågning og kontrol af understøttende it-drift, eskaleringsrammer, dokumentationskrav og rapporteringsforpligtelser til direktion og bestyrelse.

I det operationelle område er registrering, kontrol og betaling af administrationsomkostninger samt investeringsomkostningerne underlagt almindelig funktionsadskillelse, idet omkostninger som udgangspunkt skal godkendes af to personer.

Compliancefunktion

Der er oprettet en selvstændig compliancefunktion i PensionDanmark, hvor den complianceansvarlige er udpeget af direktionen. Compliancefunktionen kontrollerer og vurderer, hvorvidt de foranstaltninger, der er truffet for at imødegå compliancerisici, er tilstrækkelige og efterleves betryggende. Derudover rådgiver og assisterer compliancefunktionen ved implementering og overholdelse af aktuel eller kommende lovgivning og interne regler til alle dele af PensionDanmarks organisation, herunder direktionen og bestyrelsen.

Compliancefunktionen varetager sine arbejdsopgaver på baggrund af et årshjul og complianceplan, som overordnet afgrænses af en funktionsbeskrivelse for compliancefunktionen og tilhørende interne regelsæt. Complianceaktiviteterne koordineres med de øvrige nøglefunktioner i 2. forsvarslinje og compliancefunktionen bidrager til PensionDanmarks risikounivers.

Opgaverne består især af løbende kontroller med 1. og 2. forsvarslinje enheders overholdelse af lovgivnings- og myndighedskrav samt intern regulering (politikker, retningslinjer og forretningsgange). Kontroller gennemføres som tværgående temaundersøgelser eller med afsæt i krav i konkret regulering inden for et afgrænset regelsæt. Compliancefunktionen vurderer og rådgiver desuden om de potentielle konsekvenser af lovændringer og implementering heraf.

Den ansvarlige for compliancefunktionen er desuden medlem af PensionDanmarks risikokomite og digitale risikokomite samt involveret i produktrådets arbejde efter behov.

Compliancefunktionen afgiver løbende rapporter til direktionen om complianceaktiviteter, og minimum én gang årligt afgives rapportering om compliance til bestyrelsen.

B.5 Intern audit-funktion

Intern revision er etableret i henhold til Finanstilsynets bekendtgørelse nr. 1912 af 22. december 2015 om revisionens gennemførelse i finansielle virksomheder mv. samt finansielle koncerner. Den interne audit-funktion er etableret i henhold til Solvens II-regelsættet.

Den interne revision ledes af en revisionschef. Den interne revisionschef er samtidig ansvarlig for den interne audit-funktion.

Ansættelse og afskedigelse af revisionschefen kan alene foretages af bestyrelsen, hvorved intern revision fungerer uafhængigt af den daglige ledelse. Desuden behandles det årlige budget for intern revision i Risiko- og Revisionsudvalget og godkendes af bestyrelsen. Endelig skal intern revision som udgangspunkt efterleve og opfylde samme krav til uafhængighed, som den eksterne revision er underlagt.

Intern revision varetager sine arbejdsopgaver med udgangspunkt i den af bestyrelsen godkendte "Funktionsbeskrivelse for intern revision og intern audit samt politik for intern audit" samt den indgåede revisionsaftale med ekstern revision. Intern revisions samlede revisionsplan og årshjul omfatter både operationelle og finansielle revisioner. Revisionsplanen forelægges bestyrelsen.

Intern revision rapporterer i henhold til revisionsplanen direkte til Risiko- og Revisionsudvalget i PensionDanmark og bestyrelsen om blandt andet virksomhedens risikostyring, compliancefunktion, forretningsgange og interne kontroller på væsentlige og risikofyldte områder. Desuden giver intern revision ledelsen sin vurdering af, hvorvidt det interne kontrolsystem er tilstrækkeligt og effektivt. Der udarbejdes revisionsprotokollat til bestyrelsen efter behov. Dog mindst én gang om året i forbindelse med bestyrelsens godkendelse af årsregnskabet, eller hvis der foreligger kritiske observationer.

Intern revisions uafhængighed og objektivitet er beskyttet af, at intern revision ikke er ansvarlig for eller har beføjelser til at udføre virksomhedens operationelle kontroller eller andre dele af kontrolmiljøet. Intern revision må ikke deltage i andet arbejde end revision/audit. Desuden må revisionschefen og medarbejdere i intern revision ikke deltage i opgaver, som kan bevirke, at revisionschefen kommer i en situation, hvor vedkommende erklærer sig eller oplyser om forhold og dokumenter, som revisionschefen eller medarbejderne har udarbejdet grundlaget for.

Den interne revisionschef bliver årligt evalueret af Risiko- og Revisionsudvalget og den eksterne revision. Risiko- og Revisionsudvalget foretager årligt en:

- konkret og kritisk vurdering af den interne revisionschefs uafhængighed, objektivitet og kompetence,
- vurdering af samarbejdet mellem intern og ekstern revision,
- vurdering af intern revisions rapportering
- samt evaluering af intern revisions performance og effektivitet.

Den eksterne revision foretager tilsvarende årlig evaluering i henhold til revisionsbekendtgørelsens §8.

B.6 Aktuarfunktionen

Bestyrelsen i PensionDanmark har besluttet, at rollen som ansvarshavende aktuar og nøgleperson for aktuarfunktionen varetages af samme person.

Den ansvarshavende aktuar er ansat af bestyrelsen, men refererer i det daglige til direktøren for Økonomisk Styring.

Arbejdsopgaverne for den ansvarshavende aktuar og nøglepersonen for aktuarfunktionen følger af lov om forsikringsvirksomhed (§ 126, § 130 og § 139), bekendtgørelse om ansvarshavende aktuar, artikel 272 i Solvens II-forordningen samt bekendtgørelse om ledelse og styring af forsikringsselskaber mv. (bilag 8).

Aktuarfunktionen varetager sine arbejdsopgaver på baggrund af et årshjul, som overordnet afgrænses af en funktionsbeskrivelse.

Arbejdsopgaverne for aktuarfunktionen omfatter opgørelse af de forsikringsmæssige hensættelser og selskabets solvenskapitalkrav/minimumskapitalkrav samt medvirken i selskabets risikostyring.

Arbejdsopgaverne for den ansvarshavende aktuar omfatter udarbejdelse eller som minimum gennemgang af det forsikringstekniske indhold af anmeldelser, beregningsgrundlag samt bonusregulativ og overskudspolitik.

Den ansvarshavende aktuar gennemgår det aktuarmæssige indhold i selskabets aktiviteter og materiale i øvrigt og påser generelt, at selskabet overholder det anmeldte beregningsgrundlag.

Aktuaren deltager i Risiko- og Revisionsudvalgets møder og er desuden medlem af PensionDanmarks risikokomité, ALM-komité samt produktråd.

Aktuaren udarbejder en årlig rapport til bestyrelsen, som belyser de opgaver, der er udført af aktuarfunktionen og redegør for eventuelle mangler i de belyste forhold.

B.7 Outsourcing

PensionDanmark benytter leverandører af it-relaterede tjenester samt outsourcer visse opgaver. Formålet er at opnå ydelser af høj kvalitet til lave omkostninger med en høj grad af fleksibilitet.

PensionDanmarks bestyrelse har fastlagt en politik for leverandører af it-relaterede tjenester og anden outsourcing samt retningslinjer for direktionen med henblik på at håndtere og begrænse risici forbundet hermed.

Outsourcing anvendes på investeringsområdet ved brug af en række eksterne porteføljeforvaltere i ind- og udland samt i mindre grad administration i relation til investeringsejendomme. På det forsikringsadministrative område og på it-området anvendes bl.a. cloud-løsningen Microsoft Azure i blandt andet forsikringsadministrationen. Microsoft 365, som også er cloudbaseret, anvendes til e-mail, personlige netværksdrev, Office-applikationer, kommunikation og møder via Teams samt tilknyttede sikkerhedsværktøjer (fx Authenticator og InTune).

Nedenstående oplister den outsourcing PensionDanmark har vurderet som kritisk eller vigtige funktioner:

- Microsoft vedrørende anvendelse af cloud-løsningen Microsoft Azure samt Microsoft 365. Microsoft-aftalen er indgået med Microsoft i Irland og har derudover alene tilknytning til Irland og Holland (data befinder sig i disse to konkrete EU-lande).
- Stratu leverer backup-løsningen og Stratu er udelukkende en dansk leverandør.
- Vitec Alloc, som leverer investment management-løsningen til porteføljestyring af investeringer mv. til PensionDanmark og er udelukkende en dansk leverandør.
- Festina Finance er systemudviklings- og vedligeholdelsesleverandør på PensionDanmarks pensionsplatform og er udelukkende en dansk leverandør.
- Colt er leverandør af telefonlinjer til callcenter samt netværksforbindelser generelt. PensionDanmark har indgået aftalen med Colts danske enhed.

- Bloomberg er en amerikansk leverandør af en investeringsplatform til finansiel dataindsamling og -analyse, finansiel markedsovervågning og gennemførelse af handler samt kommunikation mellem modparter. Data er beliggende i USA.
- SWIFT er en belgisk leverandør, som stiller det primære kommunikationsnetværk til rådighed, hvorigennem internationale betalinger igangsættes.

B.8 Andre oplysninger

Alle væsentlige oplysninger vedrørende PensionDanmarks ledelsessystem er indeholdt i ovenstående afsnit. Det er ledelsens vurdering, at PensionDanmark lever op til såvel egne som Finanstilsynets krav og anbefalinger til at ledelsessystemet er fyldestgørende i forhold til arten, omfanget og kompleksiteten af de risici, der er forbundet med selskabets virksomhed.

C. Risikoprofil

Arbejdet med at identificere og håndtere de mange forskelligartede risici knyttet til PensionDanmarks virksomhed er forankret bredt i PensionDanmarks organisation både vertikalt og horisontalt.

PensionDanmarks bestyrelse vedtog i 2024 en ny strategi, som gennem 2025 har været under implementering. En række initiativer er allerede søsat og implementeringen af de resterende initiativer fortsætter gennem 2026. Et af de væsentligste tiltag i 2026 bliver introduktionen af en forsikringsdækning ved tab af erhvervsevne. Et andet initiativ vil være lanceringen af en AI-chatbot i PensionDanmarks selvbetjening. I forhold til begge initiativer vil der være fokus på de forskellige risici, som initiativer medfører herunder hvordan initiativerne påvirker PensionDanmarks Risiko-univers.

Bestyrelsen gennemfører minimum én gang om året en samlet vurdering af PensionDanmarks væsentlige risici som led i bestyrelsens vurdering af egen risiko og solvens (ORSA). Denne vurdering tilpasses også i forhold til ovenstående initiativer.

C.1 Forsikringsrisici

Beskrivelse af risici

De forsikringsmæssige risici (forsikringstegning) er kendetegnet ved, at de følger forretningsmodellen og produkt-valget med obligatoriske ordninger uden brug af helbredserklæringer. Det er kendetegnende for PensionDanmarks forsikringsprodukter (en del af produktpolitikken), at forsikringsprodukterne helt overvejende udformes som etårige gruppeforsikringsprodukter med mulighed for at justere priser og dækninger. Til en række mindre, ældre afviklings-bestande er der knyttet ydelsesgarantier, som indebærer risici for PensionDanmark, herunder risiko for forlænget levetid og førtidspensionsrisiko.

PensionDanmark Sundhedsordning er tegnet som sygeforsikring og ligesom for størstedelen af de øvrige forsikringer, er det muligt at justere pris og dækning for sundhedsordningen.

Det følger således af forretningsmodellen, at de forsikringsmæssige risici er begrænsede og givne. Bestyrelsen tager som minimum én gang årligt stilling til behovet for genforsikring.

Kvantificering af de enkelte forsikringsrisici fra Solvens II-standardmodellen ses i tabel 6. Opgørelsen af forsikrings-risici foretages minimum en gang om måneden ved beregning af solvenskapitalkravet og rapporteres kvartalsvis til

bestyrelsen. Til denne rapportering beregnes desuden den økonomiske effekt af flere risikoscenarier, så det beregnede solvenskapitalkrav efterprøves med udgangspunkt i tænkte scenarier, som er specifikke for PensionDanmark.

Tabel 6. Kvantificering af forsikringsrisici

Effekt af hændelse, mio. kr.	2025	Heraf forsikrings- klasse III og gruppeliv (2025)	Heraf øvrig forsikringsklasse I (2025)	Heraf sundheds- ordning (2025)	2024
Dødelighedsrisici	5	4	0		4
Levetidsrisici	780	658	122		798
Invalide- og sygdomsrisici	660	550	1	109	648
Optionsrisici	121	120	1		103
Omkostningsrisici	70	62	8		65
Genoptagelsesrisici	0				0
Katastroferisici	203	197		6	368
I alt før korrelationseffekter	1.840	1.592	133	115	1.986
Effekt af korrelation	-490				-502
Samlet effekt	1.350				1.484

PensionDanmark har ikke en væsentlig risikokoncentration. Medlemsbestanden er antalsmæssigt stor og har samtidig en betydelig spredning på geografi, brancher og alder.

Langt størstedelen af forsikringsdækningerne i PensionDanmark er etableret som gruppeforsikringer, og forsikringspriserne fastsættes, så de opkrævede præmier forventeligt balancerer med de indtrufne skader. Det er muligt at indgå aftaler med genforsikringsselskaber om dækning mod meget store skadesudgifter, og PensionDanmarks bestyrelse vurderer årligt behovet for genforsikring.

Stresstest og følsomhedsanalyser

For at validere de risici, som standardmodellen anvender til solvensberegningen, foretages yderligere stresstest og følsomhedsanalyser målrettet PensionDanmarks specifikke bestande og risici på forsikringsområdet. Der foretages følgende stresstest:

- **Levetidsrisiko:** Levetiden valideres ved i beregningen af de forsikringsmæssige hensættelser at antage japansk levetid og uændrede forbedringsrater. Ved udgangen af 2025 øges hensættelserne med 161 mio. kr., hvilket ligger inden for solvenskapitalen.
- **Katastroferisiko:** Et tænkt flystyrt med udelukkende PensionDanmark-medlemmer anslås ved udgangen af 2025 at medføre en øjeblikkelig skadesudgift på 389 mio. kr. Denne udgift ligger inden for det fastsatte solvenskapitalkrav.
- **Koncentrationsrisiko:** Ved udgangen af 2025 kan basiskapitalen bære 16.400 dødsfald eller 1.450 nye løbende invalideydelser.
- **Levetidsfølsomhed:** Ved udgangen af 2025 kan PensionDanmarks basiskapital modstå et fald i dødeligheden på 84 pct.
- **Invaliditetsrisiko:** Under 2.000 medlemmer er omfattet af ikke-nedsættelige invalideydelser; kapitalkravet stresses derfor ikke for flere invalidetilkendelser.

C.2 Markedsrisici

Beskrivelse af risici

De finansielle markeder i 2025 var præget af en del usikkerhed og store udsving, der særligt var dreven af lanceringen af høje amerikanske toldsatser, men året endte dog med pæne afkast (se afsnit A.3). Vendingen på aktiemarkederne skal blandt andet ses i lyset af, at den globale økonomi viste sig at være overraskende robust overfor de højere amerikanske toldsatser. Årsagerne hertil var dels at stigningerne i toldsatser blev mindre end frygtet, mens amerikansk økonomi blev understøttet af et historisk investeringsboom inden for kunstig intelligens og datacentre. Endelig reagerede mange lande i resten af verden ved at lempe finans- og pengepolitik - særligt i Europa med et massivt løft i investeringerne i forsvar og energiomstilling.

PensionDanmarks samlede passiver ved udgangen af 2025 opgøres til 385 mia. kr. fordelt på de bestanddele, der ses i tabel 7, mens de samlede passiver ved udgangen af 2024 opgøres til 366 mia. kr.

Tabel 7. Regnskabsbalanceposter

Mio. kr.	2025	2024
Egenkapital	6.100	5.677
Hensættelser på markedsrente	354.519	330.848
Hensættelser på gennemsnitsrente, inkl. buffere	2.364	2.641
Gruppelivsbonushensættelse	3.038	2.993
Sundhedsordningen	25	30
Øvrige	18.847	23.343
Balancen i alt	384.894	365.532

PensionDanmarks solvensmæssige markedsrisiko stammer alene fra aktiverne hørende til egenkapitalen, gruppe-livsbonushensættelsen, sundhedsordningen samt de knap 1 pct. af de pensionsmæssige hensættelser allokert til gennemsnitsrentebestandene. Den resterende del af hensættelserne kan henføres til PensionDanmarks ugaranterede produkter, hvor medlemmerne selv bærer de finansielle risici. Markedsrisikoen på aktiverne hørende til denne del af hensættelserne bidrager derfor ikke til PensionDanmarks solvenskapitalkrav.

De solvensmæssige markedsrisici i Solvens II-standardmodellen opgøres ved at forudsætte, at en række hændelser på de finansielle markeder indtræffer samtidigt. Ved opgørelse af den samlede markedsrisiko i standardmodellen anvendes korrelationer mellem de forskellige markeds-mæssige risici på mellem 0 og 0,75. Herved antages, at de enkelte markeder ikke samtidig oplever de angivne stød med fuld styrke. Dette giver en risikomæssig "rabat" ved veldiversificerede investeringer som PensionDanmarks, der omfatter både rentefordringer, aktier og ejendomme mv.

De omfattede risici opgjort i 2025 og 2024 ses i tabel 8.

Tabel 8. Markeds- og modpartsrisiko

Effekt af hændelse, mio. kr.	2025	2024
Renterisici	303	290
Aktierisici	1.824	1.705
Ejendomsrisici	427	233
Valutarisici	212	282
Kreditspændrisici	532	554
Koncentrationsrisici	284	25
Effekt af korrelation	-814	-611
Modpartsrisici	27	32
Markeds- og modpartsrisici	2.795	2.510

Tabel 8 viser en stigning i de markeds-mæssige risici fra 2024 til 2025, der primært kan tilskrives en stigning i ejendomsrisici samt den positive udvikling i aktiemarkederne i løbet af 2025.

I det følgende behandles de enkelte markedsrisikotyper.

Renterisiko

Renterisikoen på aktiverne kommer fra de aktiver, der er tilknyttet de garanterede bestande, og fra egenkapitalens obligationsinvesteringer. For de garanterede bestande er renterisikoen på aktiverne fastlagt med henblik på at af-dække renterisikoen på de garanterede ydelser, så egenkapitalen ikke belastes af udsving i værdien af hensættel-serne, der skyldes renteændringer.

I henhold til Solvens II-standardmodellen opgøres renterisikoen under henholdsvis et rentefaldscenarie og et ren-testigningsscenario, og scenariet med den største renterisiko for selskabet ligger til grund for renterisiko opgørelsen af solvenskapitalkravet. Ved udgangen af 2025 er det rentestigningsscenarioet, som anvendes.

Renterisikoen ved udgangen af 2025 på 303 mio. kr. er sammensat af et fald i de rentebærende aktivers værdi på 470 mio. kr. (udgift) og et fald i de forsikringsmæssige hensættelser på 167 mio. kr. (indtægt).

Det er egenkapitalens obligationsinvesteringer, der er den primære kilde til selskabets renterisiko, mens hovedpar-ten af renterisikoen fra aktiverne tilknyttet de garanterede bestande opvejes af renterisikoen på hensættelserne.

Aktierisiko

PensionDanmark er eksponeret mod aktiemarkedets udvikling gennem investeringerne i børsnoterede aktier og alternative investeringer. Langt størstedelen af aktieinvesteringerne findes blandt aktiver tilhørende markedsrente-ordningerne, og eftersom de garanterede ordninger ikke p.t. er investeret i aktier, påvirkes PensionDanmarks sol-venskapitalkrav af aktieinvesteringer i egenkapitalen, gruppeliv og sundhedsordningen.

Til kategorien aktierisiko henregnes også i risikomæssig sammenhæng en del af de aktiver, der betegnes alterna-tive investeringer. Det drejer sig om investeringer i unoterede fonde, som varetager investeringer i Private Equity, infrastruktur og kredit.

I PensionDanmark anvendes ikke overgangsfradrag ved opgørelse af aktierisiko.

Ejendomsrisiko

PensionDanmark er eksponeret mod det danske ejendomsmarkeds udvikling gennem investeringerne i bolig- og erhvervsejendomme, herunder ejendomme der anvendes til detailhandel og hoteldrift. Desuden har PensionDanmark investeringer i OPP-projekter. Langt størstedelen af ejendomsinvesteringerne findes blandt aktiver tilhørende markedsrenteordningerne, og eftersom de garanterede ordninger ikke p.t. investerer i ejendomme, påvirkes PensionDanmarks solvenskapitalkrav af ejendomsinvesteringer i egenkapitalen, gruppeliv og sundhedsordningen

Valutarisiko

PensionDanmark er eksponeret mod valutakursudviklingen gennem investeringerne i udenlandske aktiver, hvis valutakursrisikoen ikke afdækkes fx gennem valutaterminforretninger. Langt størstedelen af de udenlandske aktiver tilhører markedsrenteordningerne, men de garanterede ordninger og egenkapitalen investerer også i udenlandske aktiver, hvilket påvirker PensionDanmarks solvenskapitalkrav.

Kreditspændsrisiko

Kreditspændsrisiko er et udtryk for det kurstab, som PensionDanmark kan forvente, hvis kreditkvaliteten af en investering forværres. For PensionDanmarks vedkommende er kreditspændsrisiko relevant for obligationsinvesteringer og udlån. Langt størstedelen af disse investeringer findes blandt aktiver tilhørende markedsrenteordningerne, men eftersom de garanterede ordninger investerer i obligationer, og egenkapitalen investerer i obligationer og udlån, påvirkes PensionDanmarks solvenskapitalkrav af disse investeringer.

Koncentrationsrisiko

Koncentrationsrisiko er udtryk for den merrisiko, PensionDanmark påtager sig ved at samle investeringerne på få store modparter (fx obligationsudstedere) frem for at sprede investeringerne på flere modparter. Koncentrationsrisikoen afhænger af kreditkvaliteten af udstederen, hvor koncentrationsrisikoen dog er nul for statsobligationer udstedt af EØS-lande.

Langt størstedelen af PensionDanmarks investeringer er henført til markedsrenteordningerne, som ikke bidrager til PensionDanmarks solvenskapitalkrav. Fokuseres der alene på investeringerne tilhørende de garanterede ordninger og egenkapitalen, er de største obligationsudstedere Nykredit (2,2 mia. kr.) og Realkredit Danmark (1,3 mia. kr.) samt den danske stat (0,3 mia. kr.) ved udgangen af 2025.

Investering efter Prudent Person-princippet

Den overordnede målsætning for PensionDanmarks investeringer er at opnå et attraktivt langsigtet realafkast. Samtidig lægges der vægt på, at afkastet målt over kortere perioder er forholdsvis stabilt og ikke har en uacceptabel høj følsomhed overfor enkelte aktivklasser eller enkelte risici.

Målsætningen opnås bedst ved at:

- tilstræbe en betydelig risikospredning på forskellige aktivklasser og typer af investeringer både inden for og uden for de børsnoterede markeder,
- fastlægge investeringsstrategi og udgangspunktet for porteføljens sammensætning ud fra langsigtede overvejelser om de enkelte aktivtypers afkastpotentiale, risikoprofil og samvariation og
- træffe investeringsbeslutninger med baggrund i et grundigt og veldokumenteret analysearbejde.

Pensionsopsparing har en lang investeringshorisont. Samtidig er PensionDanmark et ungt pensionsselskab med en betydelig vækst i formuen mange år frem. Derfor har PensionDanmark et godt udgangspunkt for at inddrage

mere illikvide investeringer i porteføljen og således høste de illikviditetspræmier og spredningsfordele, der kan være derved.

Det vurderes i PensionDanmark, at man ved at investere i ikke-børsnoterede markeder, hvor konkurrencen om investeringerne ofte er mindre hård, har gode muligheder for at opnå attraktive risikojusterede afkast. Det er imidlertid en forudsætning, at organisationen har de rette ressourcer og kompetencer til at håndtere denne type ofte komplicerede og ressourcekrævende investeringer. Derfor har PensionDanmark valgt at fokusere sine direkte investeringer uden for de børsnoterede markeder, og har etableret specialiserede teams inden for investering i ejendomme, infrastruktur, private equity og direkte udlån.

Udnyttelse af stordriftsfordele og omkostningsovervejelser skal indgå som en vigtig faktor i valget af porteføljestruktur.

Risikokoncentration

Foruden koncentrationen af investeringsaktiverne behandlet i forbindelse med koncentrationsrisiko medregnet som en del af markedsrisiciene har PensionDanmarks bestyrelse gjort sig følgende overvejelser om risikokoncentration:

- De største samlede eksponeringer imod en enkelt koncern findes inden for områderne domineret af danske stats- og realkreditobligationer. Det drejer sig om Nykredit-koncernen, hvor den samlede eksponering ved udgangen af 2025 udgør 29,8 mia. kr., som består af realkreditobligationer og aktier. Derudover har PensionDanmark eksponering til Danske Bank-koncernen (12,7 mia. kr.), som helt overvejende er realkreditobligationer udstedt af Realkredit Danmark og i mindre omfang aktier, bankindskud og markedsværdi af finansielle kontrakter.
- PensionDanmark har foretaget en række energi- og infrastrukturinvesteringer gennem fonde forvaltet af Copenhagen Infrastructure Partners (CIP). Markedsværdien af PensionDanmarks samlede investeringer udgør 10,6 mia. kr.
- PensionDanmarks eksponering til den danske stat (4,6 mia. kr.) består af statsobligationer.

Risikoreduktion

For PensionDanmarks garanterede forsikringsbestande er renterisikoen på aktiverne fastlagt med henblik på at afdække renterisikoen på de garanterede ydelser, så egenkapitalen ikke belastes af udsving i værdien af hensættelserne, der skyldes renteændringer. For tre af de fire bestande tilstræbes en fuld afdækning af renterisikoen på de garanterede ydelser. På den fjerde bestand (aktuelle førtidspensionister på 1,5 procentgrundlag) er der et betydeligt kollektivt bonuspotentiale, og derfor afdækkes renterisikoen kun delvist.

PensionDanmark har valgt ikke at anvende volatilitetsjustering ("VA-tillæg") af rentekurven, og PensionDanmarks solvenskapitalkrav påvirkes dermed ikke af eventuelle fremtidige ændringer af dette tillæg. Uanset valg om anvendelse af VA-tillæg eller ej inddrager Solvens II-standardmodellen ikke, at værdien af de obligationer og renteswaps, som PensionDanmark anvender til at afdække renterisikoen på de garanterede forsikringsbestande, følger det danske renteniveau, mens EIOPA-rentekurven til diskontering af de garanterede ydelser følger den europæiske swap-rentekurve. Udsving i rentespændet mellem danske renteswaps og EUR renteswaps betyder, at aktiver og passiver ikke vil udvikle sig ens, og i det omfang det kollektive bonuspotentiale ikke kan absorbere udsvingene, vil egenkapitalen agere buffer.

PensionDanmark anvender en række danske og udenlandske modparter på afledte finansielle instrumenter, og der er indgået aftale om gensidig sikkerhedsstillelse med disse modparter for at mindske tabet, hvis en af parterne ikke er i stand til at opfylde sine forpligtelser.

Anvendelse af afledte finansielle instrumenter i PensionDanmark, herunder kravene til sikkerhedsstillelse, er reguleret af PensionDanmarks bestyrelse i "Retningslinjer for anvendelse af afledte finansielle instrumenter", der er en del af investeringsretningslinjerne.

Stresstest og følsomhedsanalyser

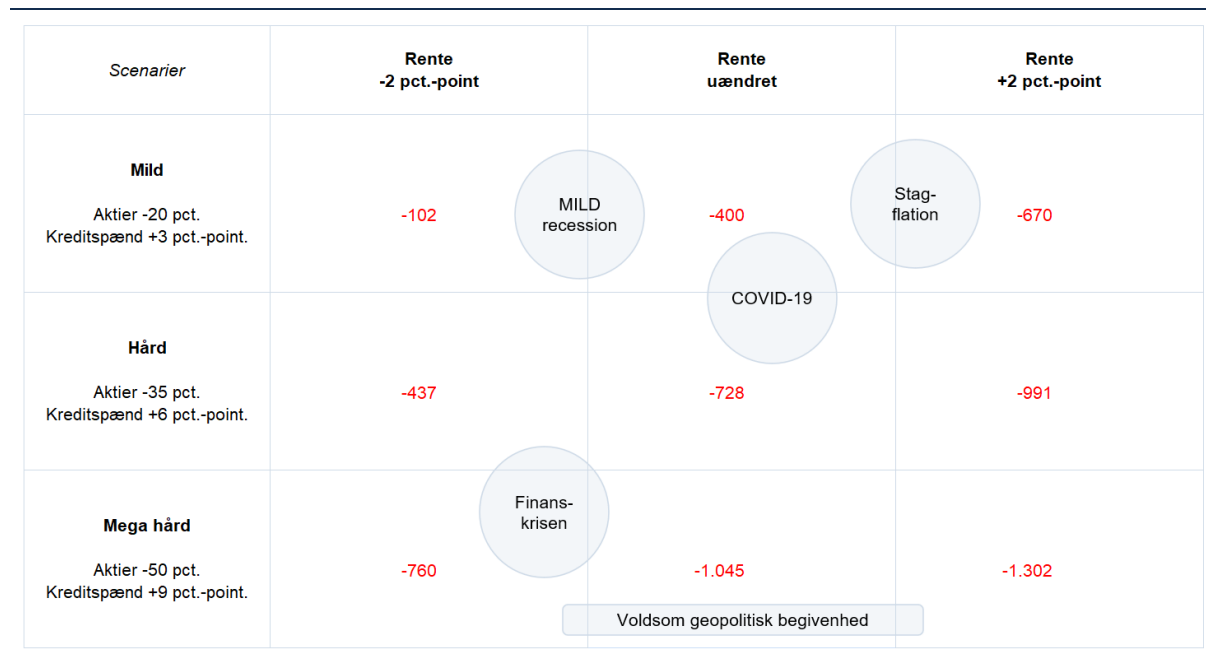
For at efterprøve forudsætningerne for de markedsfølsomme risici foretages der stresstests, hvor PensionDanmarks aktuelle investeringer og pensionsmæssige forpligtelser gennemlever ni hypotetiske scenarier.

Der tages udgangspunkt i tre risikoscenarier, hvor risikoaktiverne oplever forskellige niveauer af kursfald. Scenarierne kaldes henholdsvis mild, hård og mega hård, og afspejler især, hvor meget aktiemarkedet falder i de tre scenarier. Det er ligeledes specificeret, hvorledes kreditspænd på High Yield-obligationer udvikler sig.

Hver af de tre risikoscenarier opdeles i tre scenarier, hvor der varieres på, hvorledes renteniveauet ændrer sig – enten falder renten med 2 procentpoint, er uændret eller stiger med 2 procentpoint.

I figur 3 er vist det beregnede tab for egenkapitalen i de enkelte scenarier. Det største tab er i det mega hårde scenarie, hvor renteniveauet stiger med 2 procentpoint og aktierne falder med 50 pct. Egenkapitalens beregnede tab udgør her 1.302 mio. kr.

Figur 3. Krisescenarier



Note: De fire cirkler viser, hvilke begivenheder der historisk har været forbundet med de viste markedsudsving. Markeringen af den voldsomme geopolitiske begivenhed viser de forventede, markedsfølsomme konsekvenser af en potentiel konflikt eller krig.

I tilfælde af kriser svarende til de i figur 3 anførte vil de samlede tab være væsentligt større, men hovedparten af opsparingen ligger på markedsrente, hvor medlemmerne selv bærer investeringsrisikoen.

Solvenskapitalkravet beregnes desuden under et modificeret rentestigningsscenarie, hvor der antages en rentestigning på mindst 3 procentpoint i stedet for standardmodellens 1 procentpoint, og resultatet rapporteres kvartalsvis til PensionDanmarks bestyrelse. Ved udgangen af 2025 resulterer det modificerede rentestigningsscenarie i et solvenskapitalkrav, der er 59 mio. kr. højere end solvenskapitalkravet beregnet med standardmodellen.

Hvert kvartal udarbejdes der følsomhedsanalyser, som viser isolerede ændringer i forskellige risikotyper for PensionDanmarks basiskapital til solvensformål og solvensdækning. En beskrivelse af risikoscenarierne kan findes i bekendtgørelse om følsomhedsanalyser for gruppe 1-forsikringsselskaber.

Generelt er stress af risikomodulene defineret på følgende vis:

- Renterisici er angivet som en rentestigning på 200 basispunkter, dvs. 2 procentpoint.
- Aktie-, ejendoms- og kreditspændsrisici er angivet som fald på 100 pct. i markedsværdien af aktiverne omfattet af de pågældende risikotyper, hvilket betyder, at disse aktiver antages at blive værdiløse.
- Valutaspændsrisici er angivet som en stigning eller fald på 100 pct. i værdien i de pågældende valutaer i forhold til danske kroner. Følsomhedsberegningen tager udgangspunkt i det scenarie (stigning eller fald), der resulterer i den laveste solvensdækning.
- Modpartsrisiko er angivet som bortfald af modparten med mest risikoreducerende effekt samt en nedgradering af øvrige modparterers kreditkvalitet med to trin.
- Levetidsrisici er angivet som procentvist fald i dødelighedsintensiteterne.

De enkelte risikotyper stresses så hårdt, at solvensdækningen bliver henholdsvis 125 pct. og 100 pct., hvilket for PensionDanmark kun er muligt for levetidsrisici. De øvrige risikotyper kan hver for sig stresses til grænsen defineret i ovennævnte bekendtgørelse, uden at solvensdækningen reduceres ned til de 125 pct. og 100 pct.

Stresstestene og følsomhedsanalyserne viser således at PensionDanmark vil være godt stillet selv efter meget hårde stød.

C.3 Kreditrisici (Modpartsrisici)

Modpartsrisici afspejler risikoen for, at en modpart på et afledt finansielt instrument misligholder sine forpligtelser. PensionDanmark anvender en række solide danske og udenlandske modparter på afledte finansielle instrumenter, og der er indgået aftale om gensidig sikkerhedsstillelse med disse modparter for at mindske tabet, hvis en af parterne ikke er i stand til at opfylde sine forpligtelser.

PensionDanmarks modparter er alle Investment Grade med en rating på BBB eller bedre. Det betyder, at sandsynligheden for, at en modpart misligholder forpligtelserne over for PensionDanmark, er lille. Desuden er PensionDanmarks tab ved misligholdelse begrænset som følge af aftaler om sikkerhedsstillelse.

PensionDanmark har en vis risikokoncentration på Danske Bank, Nordea, SEB og Bank of New York Mellon, der stammer fra kontantindestående i bankerne. Det er en naturlig følge af det daglige transaktionsflow, der opstår fra opsparingernes ind- og udbetalinger, styring af investeringerne, håndtering af sikkerhedsstillelse, clearing af derivater, mv.

Bestyrelsen har opstillet rammer for, hvor stor modpartseksposering, der må være på de enkelte banker. I den daglige drift anvendes reverse-repo forretninger til at begrænse den daglige modpartsrisiko på bankerne.

C.4 Likviditetsrisici

PensionDanmark vurderer, overvåger og styrer likviditetsrisikoen med henblik på at sikre, at selskabet til enhver tid kan opfylde sine betalingsforpligtelser uden at realisere aktiver på u hensigtsmæssige markedsvilkår. Likviditetsrisiko opstår primært ved potentielle forskydninger mellem ind- og udbetalinger samt ved ændringer i medlemmernes dispositionsadfærd, herunder større pensionsudbetalinger, scenarier med stor medlemsafgang, uforudsete udbetalingspidser og sikkerhedsstillelse i afledte finansielle kontrakter.

PensionDanmarks likviditetsbehov er begrænset og forudsigeligt, idet selskabet har en stor og stabil indbetalingsprofil relativt til udbetalingerne. Det betyder, at behovet for kortfristede beredskabsforanstaltninger som udgangspunkt er lavt, og at likviditetsstyringen primært fokuserer på planlagte cash-flows og løbende drift.

PensionDanmark har en formaliseret likviditetsstyringsramme, der omfatter:

- Likviditetsforhold behandles løbende i Aktiv- og Passivkomitéen, som overvåger likviditetsnøgletal, bufferudnyttelse og eventuelle ændringer i betalingsstrømme. Relevante forhold eskaleres til direktionen efter fastlagte procedurer.
- Investeringsretningslinjerne fastsætter håndtering af sikkerhedsstillelse på afledte finansielle kontrakter og daglig monitorering af marginbehov.

PensionDanmark opretholder en høj andel af likvide aktiver, herunder:

- Kontantbeholdninger og likvide obligationer.
- Umiddelbart omsættelige børsnoterede aktiver og salgsberedskab for udvalgte værdipapirer.
- Kommitterede kreditfaciliteter samt muligheder for kortfristet markedslividitet.
- Driftssikre processer for realisering og ombytning af aktiver (inkl. repo-beredskab, hvor relevant).

Aktivsammensætningen vurderes løbende for egnethed ift. natur, løbetid og likviditet med henblik på at dække forpligtelser, efterhånden som de forfalder. Der er fastlagt interne kvantitative grænser i retningslinjerne for investering, for at sikre rettidig realiserbarhed af bufferne.

Forventet profit inkluderet i fremtidige præmier indgår i basiskapital i overensstemmelse med reglerne og behandles ikke som likvid ressource.

C.5 Operationelle risici

Beskrivelse af risici

En operationel risiko er risikoen for tab som følge af uhensigtsmæssige eller mangelfulde interne procedurer, menneskelige fejl og systemmæssige fejl eller som følge af eksterne begivenheder, herunder juridiske risici. Der kan fx være tale om fysiske risici som brand, vandskade og tyveri eller fejl i kontroller. Operationelle risici omfatter også compliance risici.

PensionDanmarks høje grad af digitalisering medfører desuden en grundlæggende operationel afhængighed af en sikker, stabil og tilgængelig it-infrastruktur og systemportefølje, hvorfor it-risici derfor også er blandt de mest væsentlige operationelle risici.

Som en del af bestyrelsens vurdering af egen risiko og solvens gennemgås de ti væsentligste operationelle risici. Her forholder bestyrelsen sig til, hvordan risikoen er håndteret, herunder om den er reduceret til et acceptabelt

niveau via for eksempel kontroller eller andre risikoreducerende foranstaltninger, eller om der skal implementeres yderligere foranstaltninger.

I løbet af 2025 har der været drøftelser om brugen af kunstig intelligens (AI). Den hurtige udbredelse af generativ AI til et bredt publikum er uden fortilfælde, og forventningerne til dens effektiviserings- og forandringspotentiale er meget høje. PensionDanmark har derfor vedtaget en AI-politik. Denne politik sikrer, at forretningsdrevet innovation og testning kan finde sted inden for fastlagte rammer.

Cyberkriminalitet har også ligget højt på agendaen blandt andet på grund af den høje trusselsvurdering (ifølge Center for Cybersikkerhed) samt den generelt høje risiko, der har været i finanssektoren i en årrække. PensionDanmark har i løbet af året gennemført en række tiltag, som yderligere styrker modstandskraften på området.

Det er bestyrelsens overordnede målsætning, at operationelle risici i PensionDanmark skal begrænses mest muligt inden for visse økonomiske restriktioner.

Vurdering af operationelle risici sker som led i bestyrelsens vurdering af egen risiko og solvens (ORSA). PensionDanmark arbejder desuden løbende med vurdering og begrænsning af de operationelle risici ved systematiske kortlægninger af det operationelle risikobillede, hvor risiko og håndtering af risici identificeres.

Som følge af standardmodellen opgøres kapitalkravet vedrørende operationelle risici efter en skematisk metode, som er en funktion af præmieindtægter, forsikringsmæssige hensættelser (kundernes samlede opsparing) og administrationsomkostninger.

Risikokoncentrationen i forhold til operationelle risici er så lille, at den ikke giver anledning til yderligere solvenskapitalkrav.

Risikoreduktion

Forekomsten af operationelle risici er søgt minimeret ved generel anvendelse af robuste, risikoreducerende tiltag og processer, som er beskrevet i forretningsgange inden for de relevante organisatoriske områder, herunder funktionsadskillelse, rapportering og organisatoriske og tekniske tiltag. I tillæg hertil foretages systematisk overvågning, registrering og håndtering af operationelle risici inden for de væsentlige aktivitetsområder. Fx anvendes særlige procedurer ved betaling af cash calls fra forvaltere og fonde, som dermed sikrer en korrekt betalingsoverførsel og minimering af risiko for bedrageri fra en betalingsmodtager.

Der er flere forskelligartede it-relaterede risici, der kan påvirke PensionDanmark, men især risikoen for cyberkriminalitet har i en årrække været meget høj i finanssektoren. Derudover vil der potentielt være risiko for langvarig nedetid eller ødelæggelse af data. Derfor følges udviklingen af det digitale og it-relaterede trusselsbillede tæt.

Stresstest

Stresstestene består derfor af konstruerede eksempler fx et cyberangreb mod PensionDanmarks centrale databaser med medlemsoplysninger.

C.6 Andre væsentlige risici

Bestyrelsen har identificeret en række konkrete risici, som ikke kan henregnes til kategorierne markeds- og modpartsrisici, forsikringsrisici eller operationelle risici. De pågældende risici håndteres via PensionDanmarks risikounivers og monitoreres løbende. En af disse risici er klimarisici.

Klimarisici

De finansielle klimarelaterede risici på aktivsiden vurderes blandt andet ved scenarieanalyse og stresstest.

Aktuelt anvendes MSCI's Climate Value-At-Risk model til at beregne, hvordan klimaforandringer kan påvirke vores investeringers værdi langt ud i fremtiden. Modellen estimerer de fremtidige økonomiske konsekvenser af klimarisici og beregner, hvor meget værdien af et aktiv kan ændre sig. Beregningen tager højde for tre typer kategorier:

1. Transitionsrisiko, der er omkostninger og muligheder forbundet med overgangen til en mere bæredygtig økonomi.
2. Teknologiske muligheder, der er potentialet for gevinst gennem nye, grønne teknologier.
3. Fysiske risici, der er skader forårsaget af ekstreme vejrfænomener og andre klimarelaterede begivenheder.

For at få en dybere indsigt anvender vi tre scenarier fra Network for Greening the Financial System (NGFS). Disse scenarier dækker forskellige, mulige, fremtidige udviklinger i relation til klimaet og bruges også til regulatoriske stresstests.

I analysen ser vi, at det største potentielle tab opstår i et "Net Zero 2050 1,5°C" scenarie, hvor verden forsøger at begrænse den globale opvarmning til 1,5°C. Her vurderes sektorer som energi og materialer som særligt udsatte, fordi de er afhængige af fossile brændstoffer og energiintensive processer. I "Delayed Transition"-scenariet, hvor politiske tiltag først iværksættes efter 2030, bliver fysiske risici mere fremtrædende. I NDC-scenariet (Nationally Determined Contributions) ses betydelige fysiske risici, som kan føre til højere omkostninger i fremtiden.

Analysen viser, at de forventede tab i de tre scenarier er moderate og passer inden for vores porteføljes generelle risikoprofil. Dog skal resultaterne tolkes med forsigtighed, da de er påvirket af metodiske usikkerheder og begrænset datatilgængelighed.

Det er vigtigt at understrege, at analysen ikke giver præcise forudsigelser, men fungerer som et værktøj til at forstå og håndtere klimarisici i vores investeringer.

C.7 Andre oplysninger

Ikke-balanceførte poster

PensionDanmark har givet investeringstilsagn til en række fonde inden for Private Equity, infrastruktur, kredit og lignende. Når fondene løbende kalder disse tilsagn, påvirkes PensionDanmarks solvenskapitalkrav i større eller mindre omfang afhængig af, hvordan de enkelte kapitalkald finansieres. Finansiering ved kontanter eller salg af stats- eller realkreditobligationer giver den største påvirkning, mens påvirkningen er mindre, hvis finansieringen sker ved salg af aktier. PensionDanmark modtager desuden løbende udbetalinger fra fonde, som har nået afviklingsfasen, og disse udbetalinger påvirker solvenskapitalkravet modsat af kald af eksisterende tilsagn til fonde under opbygning. Ved afgivelse af nye investeringstilsagn er PensionDanmark opmærksom på, hvordan tilsagnet kan forventes at påvirke solvenskapitalkravet. Ved udgangen af 2025 udgjorde afgivne, men endnu ikke kaldte investeringstilsagn, 44,3 mia. kr.

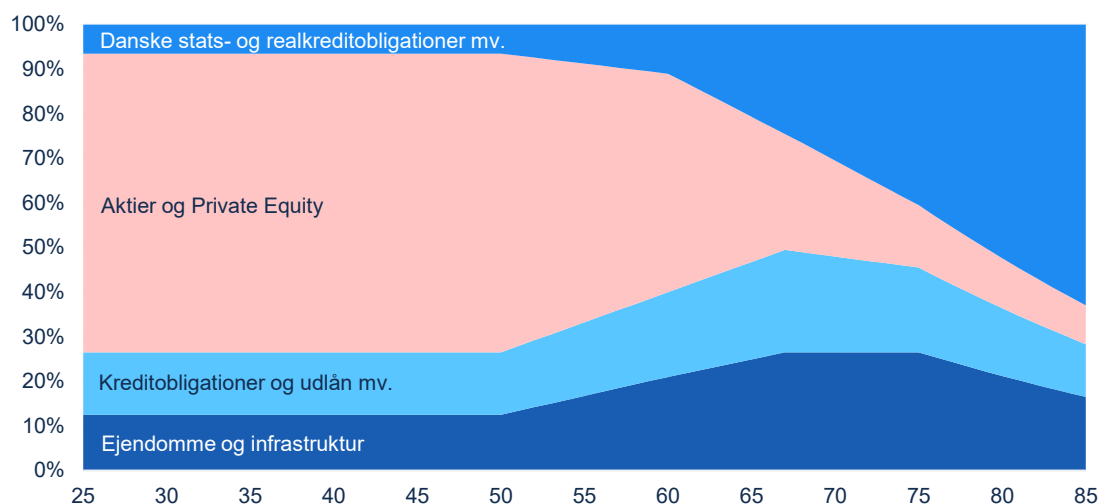
Aldersaftrapningsprofil

På markedsrenteproduktet bærer medlemmerne selv investeringsrisikoen. I de unge år fastholdes en passende høj investeringsrisikoprofil for at forbedre det langsigtede afkastpotentiale, hvor der kan accepteres store årlige

afkastudsving, fordi der er mange år til, at udbetaling af opsparingen sættes i gang. Fra medlemmerne er 51 år, påbegyndes en meget gradvis aftrapning af investeringsrisikoen, der skærpes, fra medlemmerne er 60 år og ældre.

Aftrapningen af risiko sker ved, at aktierisikoen gradvist sænkes til fordel for kreditobligationer, ejendomme, infrastrukturinvesteringer og danske obligationer, jf. figur 4.

Figur 4. Aldersaftrapning af investeringsrisiko



Note: Gældende fra 2025.

Pensionsprognose

Forventningen til størrelsen af det enkelte medlems alderspension er udtrykt ved pensionsfremskrivninger, som er tilgængelige på det enkelte medlems egne sider på pension.dk. Bestyrelsen behandler og beslutter principperne for pensionsfremskrivningerne og de renter, som indgår heri (prognoserenterne). Pensionsfremskrivningerne er altid fulgt af kommunikation om produkternes egenskab som ugaranterede, hvilket også fremgår af forsikringsbetingelserne.

I pensionsfremskrivningerne anvendes de såkaldte samfundsforudsætninger. Samfundsforudsætningerne er fastlagt fælles for pensionsbranchen af et sagkyndigt råd. Det sagkyndige råd fastsætter forventninger til inflation, afkast på ti aktivklasser fordelt på henholdsvis 1-5 og 6-10-års sigt og tre aktivklasser på lang sigt (11 år og opefter) samt dertilhørende omkostninger og risiko.

Prognoserenterne bliver beregnet for hver årgang, så den tilpassede aktivsammensætning over medlemmernes levetid (livscyklusprodukt) afspejles i prognoserenterne. Der foretages løbende tilpasninger i levetidsforventningerne til beregning af den livsvarige pension.

Bestyrelsens investeringsretningslinjer afspejler, at der tilstræbes en balance mellem målsætningen om at opnå et attraktivt langsigtet realafkast og samtidig sikre en acceptabel forudsigelighed i pensionsprognoserne. Jo tættere det enkelte medlem er på at gå på pension, desto højere prioriteres forudsigelighed frem for afkastmaksimering.

Udbetalingsprofil

Medlemmer på markedsrente bærer selv investerings- og forsikringsrisiko - også under udbetaling. I udbetalingsperioden håndteres risikoen forskelligt for aldersopsparing, ratepension og livsvarig pension:

Aldersopsparing kan udbetales som et engangsbetrag, månedligt ratebeløb eller løbende efter behov.

Ved beregning af udbetalinger fra ratepensionen forudsættes en årlig rente (beregningsrenten), som anvendes til at beregne pensionen på baggrund af de opsparede midler. Beregningsrenten fastsættes årligt, men var i 2025 1,0 pct. for udbetalinger, der er startet efter den 4. maj 2018, og 1,5 pct. for udbetalinger startet før denne dato. Det betyder, at der skal opnås et årligt afkast på beregningsrenten for at fastholde udbetalingen. Udbetalingen reguleres årligt og svinger med det opnåede afkast. For at mindske udbetalingsrisikoen aftrappes investeringsrisikoen forholdsvis meget fra 67 år til 70 år.

For at sikre en vis grad af stabilitet i udbetalingen fra den livsvarige pension anvendes PensionDanmarks udjævningsmekanisme, der indregner en forventet årlig stigning i de fremtidige udbetalinger og danner en individuel buffer som del af medlemmets opsparing. Udbetalingen afhænger af depotets størrelse, forventet restlevetid samt udjævningskomponenter (forventet afkastkurve og årlig stigningstakt). Skuffer afkastet, sænkes stigningstakten; så længe den er positiv, kan udbetalingen fastholdes og på sigt forbedres.

D. Værdiansættelse til solvensformål

Dette kapitel indeholder en gennemgang af de metoder, der anvendes til værdiansættelse af aktiver og passiver. Der anvendes samme principper som ved årsregnskabet til værdiansættelse af aktiver, mens der er forskelle i opgørelsesmetoderne til værdiansættelse af hensættelserne.

D.1 Aktiver

For alle noterede investeringer fastsættes en markedspris med udgangspunkt i officielle data fra de børser, hvor aktiverne er noteret.

For alle unoterede investeringer, hvor der ikke dagligt findes observerbare priser, er der fastsat en række principper og metoder for værdiansættelsen. Fælles for dem alle er, at der i videst muligt omfang skal inddrages eksterne input fra markedsdata og likvide markeder samt at det skal tilstræbes, at der med jævne mellemrum er eksterne værdiansættelsesrådgivere involveret i værdiansættelsesprocesserne, og at det er anerkendte revisorer, der årligt reviderer investeringerne.

Investeringerne testes dagligt for behov for værdijusteringer eller værdijusteres dagligt. Det vurderes løbende, om der er væsentlige ændringer i risikobilledet/særligt volatile finansielle markeder, som er relevante i forhold til værdiansættelserne, og som der ikke er taget højde for i den eksisterende værdiansættelsesproces og de anvendte værdiansættelsesmodeller.

Unoterede investeringer kan opdeles i fire kategorier:

1. Fondsinvesteringer (fonde med unoterede aktier, kreditfonde, infrastrukturfonde og fonde med udenlandske ejendomme) værdiansættes med udgangspunkt i de års- og kvartalsrapporter mv., som modtages fra fondenes forvaltere. Fondene er underlagt revision fra anerkendte revisorer. Fondens værdi siden seneste rapporteringsdato korrigeres løbende for fondsspecifikke forhold og/eller som følge af markedsudviklingen for

sammenlignelige noterede investeringer, som vurderes at påvirke værdien af de underliggende investeringer i fondene. Co-investeringer omfattes som udgangspunkt af samme værdiansættelsesproces som fondsinvesteringer.

2. Direkte investeringer i fysiske aktiver (infrastruktur – herunder energiinfrastruktur) værdiansættes med udgangspunkt i en finansiel model med et budget for indtægter og udgifter. Der anvendes markedsbaserede input for visse af indtægterne (fx forwardkurver for energipriser). Det budgetterede cash flow tilbagediskonteres med det fastsatte afkastkrav, som afhænger af renteniveau, illikviditetspræmie, risikopræmie samt tilgængelige informationer om transaktioner i markedet for sammenlignelige aktiver.
3. Direkte udlån med forskellig grad af sikkerhed værdiansættes med udgangspunkt i markedsudviklingen og data for sammenlignelige børsnoterede obligationer og lån. Det sker med hensyntagen til modpartens kreditværdighed, graden og arten af sikkerhed, varighed, renteniveau, indfrielsesvilkår mv.
4. For danske ejendomsinvesteringer baseres værdiansættelsen på modelbaserede værdiansættelsesmodeller, multipelbaserede modeller eller på baggrund af eksterne værdiansættelsesestimater fra anerkendte eksterne rådgivere/mæglere. Alle ejendomsinvesteringer fremskrives dagligt med det forudsatte afkastkrav for løbende at indregne driftsafkast/værdiskabelse – dog ikke ejendomme under opførelse/udvikling, hvor værdiansættelsen i stedet reguleres i forhold til opnåede milepæle i projektet.

Desuden udarbejdes der kvartalsvise backtest af værdiansættelserne for at vurdere præcisionen af de daglige værdiansættelser og for at vurdere om der er grundlag for justering af værdiansættelsesmodellen, herunder anvendte markedsproxyer og følsomhedsfaktorer. Komiteen gennemgår og evaluerer de nævnte backtest og tager konkret stilling til, om der er behov for at tilpasse modellerne.

Samtlige aktiver er værdiansat til dagsværdi. Immaterielle anlægsaktiver (værdi af softwareudviklingsprojekter) er i regnskabet værdiansat til anskaffelsesværdi med fradrag af op- og nedskrivninger. Disse aktiver er til solvensformål værdiansat til 0.

D.2 Forsikringsmæssige hensættelser

Værdien af de forsikringsmæssige hensættelser til solvensformål fastsættes både for gennemsnitsrente og markedsrente samt gruppeliv som summen af det bedste skøn, værdien af fremtidig bonus og en risikomargen. Det bedste skøn består af værdien af cash flowet for de forventede ind- og udbetalinger baseret på antagelser om fx rente, dødelighed, omkostninger mv. Hertil kommer værdien af det forventede cash flow af bonus (FDB), som fastsættes på baggrund af bestyrelsens principper for udlodning af overskud.

Forventningen til dødeligheden er baseret på Finanstilsynets benchmark, og der benyttes den modeldødelighed, som fremkommer ved statistisk test af PensionDanmarks dødelighed mod Finanstilsynets benchmark.

Ved opgørelsen af livsforsikringshensættelserne er der – ud over den observerede levetid i dag – forudsat en forøgelse af levetiden fremover. Disse fremtidige forbedringer i levetiden er opgjort i Finanstilsynets benchmark, som anvendes direkte ved beregningerne af livsforsikringshensættelserne. Modeldødeligheden er senest opdateret i 2025 på baggrund af Finanstilsynets opdaterede benchmark og data for PensionDanmarks bestand.

Forventningen til øvrige biometriske og aktuarmæssige risici er baseret på selskabets egne statistiske analyser og forventninger. Med biometrisk risiko forstås de tilfældigheder, som er knyttet til levetidslængde og helbred for medlemmerne.

Risikomargen beregnes i overensstemmelse med artikel 37 i Kommissionens delegerede forordning ud fra det beregnede solvenskapitalkrav, cost of capital samt rentekurven anvendt ved opgørelsen af bedste skøn. Risikomargen er et udtryk for den pris, en tredjepart skal have for at overtage og afvikle bestanden med alle dertil hørende forpligtelser, og risikomargen beregnet til solvensformål udgør 487 mio. kr. ved udgangen af 2025.

Værdiansættelsen af de forsikringsmæssige forpligtelser er i sin natur usikker, da den realiserede værdi af forpligtelserne blandt andet afhænger af medlemmernes livsforløb og adfærd samt af rentekurvens forløb, og om bedste skøn for de biometriske parametre viser sig at være korrekte eller ændrer sig over tid. Hvis parametrene, der anvendes til prisfastsættelse af risikodækningerne, ikke er korrekte, vil risikoresultaterne over tid vise sig ikke at balancere. Dette er primært et problem for ordninger med indbygget garanti, hvor betalingerne ikke umiddelbart kan ændres. Dette gælder kun for en mindre del af bestanden, da det både for markedsrente og gruppeordninger er muligt fremadrettet at ændre på prisfastsættelsen af medlemmernes risikodækninger og pensioner.

Til gruppelivsdækningerne er knyttet den usikkerhed, at risikoforløbet i det enkelte år i sagens natur ikke er kendt på forhånd. Dog minimeres denne risiko ved, at det årligt er muligt at fastsætte priserne på de enkelte dækninger i overensstemmelse med det observerede forløb. Desuden opsamles eventuelle overskud i en bonushensættelse, som udjævner udsving i risikoforløbet.

Opgørelsen af de forsikringsmæssige hensættelser for ordninger med garanti er ud over det ukendte forløb af risikodækningerne desuden forbundet med en usikkerhed, som kan henføres til den anvendte rentekurve. Denne usikkerhed er imødegået ved placering i aktiver med tilsvarende renterisiko.

Usikkerheden omkring opgørelsen af de forsikringsmæssige hensættelser vedrører for langt den største del af bestanden således risikoen for afvigelser fra det forventede forløb for risikodækningerne. Ved fastsættelse af solvenskapitalkravet gennemføres stresstests af de biometriske parametre med henblik på at sikre, at basiskapital til solvensformål er tilstrækkelig til at imødegå disse risici.

PensionDanmark har tilpasset metoderne til værdiansættelse til solvensformål, men har ikke ændret i værdiansættelsesmetoder til regnskabsformål. Der er derfor forskel på værdiansættelser til regnskabsformål og værdiansættelser til solvensformål.

PensionDanmark anvender ikke matchtilpasning, volatilitetsjustering, midlertidig risikofri kurve eller overgangsfradrag og har ingen beløb til tilbagekrav under genforsikring eller Special Purpose Vehicles.

D.3 Andre forpligtelser

Andre forpligtelser er udskudt skat, gældsposter og negativ værdi af afledte finansielle kontrakter. Posterne er værdiansat til samme værdi som i årsrapporten. Der foretages ikke diskontering af udskudt skat.

D.4 Alternative værdiansættelsesmetoder

PensionDanmark anvender alternative værdiansættelsesmetoder for unoterede investeringer, hvor der ikke dagligt findes observerbare priser. Der henvises til D.1.

D.5 Andre oplysninger

Ingen.

E. Kapitalstyring

Dette kapitel beskriver først kapitalgrundlaget og hvordan selskabet fortsat opretholder robustheden heraf. Dernæst beskrives solvenskapitalkravet og minimumskapitalkravet.

E.1 Kapitalgrundlag

PensionDanmarks basiskapital består af aktie- og overskudskapital, udskudt skatteaktiv og afstemningsreserve. Aktie- og overskudskapital er den solvensmæssige opsplitning af egenkapitalen i aktiekapital og det overførte overskud på regnskabsbasis. Afstemningsreserven afspejler forskellen mellem regnskabs- og solvensværdiansættelse, herunder forskellen mellem regnskabs hensættelser og solvensens bedste skøn og risikomargen. Det udskudte skatteaktiv indgår som tier 3-kapital og kan højst dække 15 pct. af solvenskapitalkravet.

Overskudskapitalen er regnskabs overførte overskud og udvikler sig i takt med årets realiserede resultat, der tilføres egenkapitalen.

Selskabet prioriterer en stabil og stigende basiskapital, så kapitalgrundlaget understøtter strategi og risikovillighed. Budget- og prognoseforløb viser en gunstig udvikling relativt til solvenskapitalkravet i et normalt scenarie, mens worst case for egenkapitalens investeringsafkast er anslået til et tab på cirka 14 pct. før skat i et kalenderår. Kapitalplanens robusthed testes via tænkte krisescenarier, herunder et megahårdt markedsfald og vedvarende lave renter. Scenarierne er udvalgt ud fra, hvad der i forbindelse med den kvartalsvise opgørelse af solvenskapitalkravet stresser basiskapitalen mest.

PensionDanmarks kapital er overvejende tier 1. Udskudte skatteaktiver på 318 mio. kr. klassificeres som tier 3, og immaterielle aktiver fradrages i basiskapitalen. Den samlede basiskapital 487 mio. kr. ved udgangen af 2025 fremgår af opgørelsen i tabel 9 og udgør 7.287 mio. kr., baseret på aktiekapital, overskudskapital, udskudt skatteaktiv og afstemningsreserve, korrigeret for den del af skatteaktivet, der ikke kan medgå til dækning af solvenskapitalkravet.

Tabel 9. Basiskapital til solvensformål

Mio. kr.	2025	2024
Aktiekapital	8	8
Overskudskapital	6.092	5.669
Udskudte skatteaktiver	318	305
Afstemningsreserve	876	901
Andel af skatteaktiv, der ikke kan dække solvenskapitalkrav ¹	-8	-14
Basiskapital til solvensformål	7.287	6.869

1 Skatteaktiv på 318 mio. kr. er tier 3 kapital. Derfor kan højst 15 pct. af solvenskapitalkravet på 2.071 mio. kr. dækkes af denne, dvs. kun 310 mio. kr. indgår i basiskapitalen, og derfor trækkes 8 mio. kr. fra.

E.2 Solvenskapitalkrav og minimumskapitalkrav

PensionDanmark anvender Solvens II-standardmodel for beregning af solvenskapitalkravet, og opgørelsen opdelt på risikomoduler ses i tabel 5. PensionDanmark anvender ikke de forenklede beregninger for standardmodellen.

Der anvendes i overensstemmelse med Solvens II-standardmodellen en approksimation til beregningen af risikomargen. PensionDanmark anvender ikke selskabsspecifikke parametre i standardformlen.

Minimumskapitalkravet har hele året bestået af 45 pct. af solvenskapitalkravet. Den største del af ændringerne i solvenskapitalkravet gennem 2025 stammer fra ændringer i markedsrisikoen. Markedsrisikoen ændrer sig løbende, primært når egenkapitalens investeringer i aktiver behæftet med aktierisiko ændrer sig, ligesom bevægelser i den symmetriske justering af aktiestødet har betydning for markedsrisikoen.

Størrelsen af de enkelte input til opgørelse af PensionDanmark minimumskapitalkrav ved udgangen af 2025 ses i tabel 10.

Tabel 10. Minimumskapitalkrav

Komponent, mio. kr.	Beskrivelse	2025
MCR_{linear}	Lineære minimumskapitalkrav	3.657
MCR_{cap}	45 pct. af solvenskapitalkravet	932
MCR_{floor}	25 pct. af solvenskapitalkravet	518
AMCR	Absolutte minimumskapitalkrav	30
MCR	$\max(\min(\max(MCR_{linear}; MCR_{floor}); MCR_{cap}); AMCR)$	932

PensionDanmarks indberettede solvens- og minimumskapitalkrav for 2025 ses i tabel 11.

Tabel 11. Solvenskapitalkrav og minimumskapitalkrav

Dato, mio. kr.	Solvenskapitalkrav	Minimumskapitalkrav
31. december 2024	1.940	873
31. marts 2025	2.071	932
30. juni 2025	2.106	948
30. september 2025	2.330	1.049
31. december 2025	2.071	932

E.3 Anvendelse af delmodulet for løbetidsbaserede aktierisici til beregning af solvenskapitalkravet

PensionDanmark anvender ikke delmodulet for løbetidsbaserede aktierisici til at beregne solvenskapitalkravet.

E.4 Forskellen mellem standardformlen og en intern model

PensionDanmark anvender ikke en intern model til at beregne solvenskapitalkravet.

E.5 Manglende overholdelse af minimumskapitalkravet og manglende overholdelse af solvenskapitalkravet

PensionDanmark har overholdt minimumskapitalkravet og solvenskapitalkravet gennem hele 2025.

E.6 Andre oplysninger

Der er ikke andre væsentlige oplysninger om forsikringselskabets kapitalforvaltning i PensionDanmarks rapport om solvens og finansiell situation.