

## ATP's udfordringer

Ramlau-Hansen, Henrik

*Document Version*  
Final published version

*Published in:*  
Finans/Invest

*Publication date:*  
2019

*License*  
Unspecified

*Citation for published version (APA):*  
Ramlau-Hansen, H. (2019). ATP's udfordringer. *Finans/Invest*, (6), 28-31.

[Link to publication in CBS Research Portal](#)

### General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

### Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us ([research.lib@cbs.dk](mailto:research.lib@cbs.dk)) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 04. Aug. 2024



# ATP's udfordringer

ATP er udfordret. Uden ændringer i ATP-ordningens struktur og med et fortsat nul-rente miljø er der en betydelig risiko for, at ATP-ordningen mister sin relevans for langt de fleste lønmodtagere og derved sin rolle som en væsentlig byggesten i det danske pensionssystem. Årsagerne hertil er mange års manglende regulering af ATP-bidraget og af optjente ATP-pensioner. Hertil kommer, at 80% af nye ATP-bidrag investeres til dagens renteniveau på rundt regnet 0%, ligesom medlemmernes garanterede pensioner på nu i alt 810 mia. kr. er investeret til en rente på omkring 0%. Derfor er ATP tvunget til at søge at opnå et merafkast ved at geare sine frie midler i form af bonuspotentialer på 124 mia. kr. kraftigt, og ATP påtager sig dermed tillige en høj investeringsrisiko. Denne artikel opsummerer ATP's udfordringer og den debat, der de seneste måneder har fundet sted i dagspressen.

## AF FORFATTER



Lektor **Henrik Ramlau-Hansen**,  
Copenhagen Business School, CBS  
E-mail: hram.fi@cbs.dk

Henrik Ramlau-Hansen er lektor ved CBS og har tidligere været CFO i Danske Bank, CEO i Danica Pension, formand for Finanstilsynets bestyrelse og formand for NOW: Pensions, Ltd.

**Note:** Jesper Rangvid, Johannes Raaballe og Anders Grosen takkes for konstruktive kommentarer til artiklen.

I Ramlau-Hansen (2019) blev der sat fokus på ATP's investeringsrisiko og forretningsmodel. I samme nummer af Finans/Invest svarede Johansen og Godsvig (2019), J&G i det følgende, på en række af de spørgsmål og kritikpunkter, som min artikel fokuserede på.

Samtidig udspandt der sig i dagspressen, bl.a. i Jyllands-Posten (JP) og FinansWatch (FW), en 'dialog' mellem professor Jesper Rangvid (JR), CBS, og professor Torben M. Andersen (TMA), der er formand for ATP's bestyrelse, om stort set samme problemstillinger. Udvekslingen af synspunkter blev initieret af en kronik i JP af Jesper Rangvid.

Som det formentlig er Finans/Invests læsere bekendt, opdeles det årlige ATP-bidrag på 3.408 kr. for fuldtidsansatte i to dele på henholdsvis 80% og 20%. De 80% bruges til at købe/etablere en garanteret livrentepension ud fra dagens renteniveau, mens de 20% henlægges til bonuspotentialer, som således er ATP's frie midler, der kan bære risiko. På den baggrund opererer ATP med en afdækningsportefølje, der skal dække de garanterede pensioner og en investeringsportefølje, der gerne skal generere et merafkast med henblik på over tid at forøge ATP-pensionerne. For yderligere detaljer om ATP's opbygning henvises til Jærner og Lorenzen (2017) og Ramlau-Hansen (2019).

Senest har ATP offentliggjort en kvartalsmeddelelse for 1.-3. kvartal 2019, der viser fortsat fremgang i form af et afkast af investeringsporteføljen på 36,9 mia. kr. svarende til 40,0 % af bonuspotentialer primo året, et samlet bonuspotentialer på nu 124 mia. kr. og en værdi af de garanterede pensioner på nu 810 mia. kr. Investeringsporteføljen havde ved udgangen af 3. kvartal en markedsværdi på 344 mia. kr.

## ATP er udfordret

ATP er grundlæggende udfordret forstået på den måde, at sker der ikke ændringer i ATP's forretningsmodel og struktur, er der

en betydelig risiko for, at ATP mister sin relevans som en væsentlig byggesten i det danske pensionssystem. ATP er oprindeligt tænkt som et væsentligt supplement til folkepensionen for alle de persongrupper, der ikke har anden pension, eller som kun har en beskedent arbejdsmarkedspension. ATP oplyser selv, at omkring 40% af landets folkepensionister ikke har anden pensionsindtægt end ATP og folkepensionen.

Men ATP pensionen sakker bagud i forhold til folkepensionen. Dette illustreres ved, at den gennemsnitlige ATP-pension var på 15.200 kr. i 2018, og den maksimale ATP-pension er på 24.500 kr. Folkepensionens grundbeløb udgør 75.924 kr. i 2019, og tillægsbeløbet er på 83.076 kr. For en folkepensionist, der alene modtager ATP og folkepension, vil den maksimale ATP-pension således blot udgøre 15% af den fulde folkepension på 159.000 kr.

Læg hertil at ATP-pensionen har haft svært ved at følge prisudviklingen, mens folkepensionen fremover vil følge lønudviklingen, som normalt er højere end prisudviklingen. Det er således et absolut realistisk scenario, at ATP-pensionen om få år vil udgøre under 10% af en fuld folkepension, og for mange lønmodtagere med en supplerende pensionsordning vil ATP-ordningen have udspillet sin rolle.

## Fem udfordringer for ATP

ATP's udfordringer kan kort opsummeres i følgende punkter:

- ATP-bidraget på 3.408 kr. årligt for en fuldtidsansat følger ikke den almindelige lønudvikling i samfundet, og det bidrager til, at ATP-pensionen sakker bagud.
- ATP har de seneste 10 år haft meget vanskeligt ved at pristalsregulere den ATP-pension, som vi alle pt. har optjent ret til. Dette bidrager også til, at ATP-pensionen sakker bagud i forhold til prisudviklingen.
- Grundet det kraftige rentefald er ATP's garanterede pensioner på nu 810 mia. kr. reelt investeret til en rente på rundt regnet 0 pct. Hertil kommer, at 80% af nye ATP-bidrag investeres til dagens renteniveau, hvilket ligeledes vil sige til en rente på omkring 0%. Da ATP-opsparingen er langsigtet pensionsopsparing, er dette ikke hensigtsmæssigt og lover ikke godt for det fremtidige afkast.
- For at kompensere for den manglende pristalsregulering af pensionerne gearer ATP bonuspotentialer på pt. 124 mia. kr. kraftigt og påtager sig i den forbindelse en høj (og måske for stor) investeringsrisiko.
- En stor del af ATP's investeringsportefølje består af alternative investeringer, og der er en risiko for, at i et negativt

scenario kan dette være med til at skævvride investeringsporteføljen og forhindre, at ATP får del i en efterfølgende optur på de finansielle markeder.

I det følgende kommenteres hvert af de enkelte punkter nærmere, og vi ser lidt yderligere på de argumenter, der fra ATP har været fremført i debatten.

### ATP-bidraget følger ikke lønudviklingen

Det forhold, at ATP-bidraget ikke følger den almindelige lønudvikling i samfundet, må siges at være en strukturel fejl ved opbygningen og etableringen af ATP. ATP er selv bekendt med problemet, der nævnes flere gange i den udmærkede bog om ATP's historie, 'ATP = fra grim ælling til smuk svane', se Petersen og Petersen (2014).

J&G er tilsyneladende enig i denne udfordring, idet de bl.a. skriver: 'Det er vigtigt, at ATP forbliver et relevant supplement til folkepensionen. Blandt de væsentlige udfordringer er, at give nominelle bidrag udfordrer mulighederne for at realværdisikre pensionerne relativt til folkepensionen.'

Det siger sig selv, at følger ATP-bidraget ikke udviklingen i de almindelige lønninger, vil ATP-pensionen sakke bagud i forhold til folkepensionen, som fremover forventes at følge lønudviklingen.

Der hviler i den forbindelse et tungt ansvar på arbejdsmarkedets parter, så ATP ikke ender som sorteper i overenskomstforhandlingerne, hvis parterne måtte vælge at indbetale ekstra pensionsbidrag til 'egne pensionskasser'.

På den anden side befinder arbejdsmarkedets parter sig i et dilemma ved, at ATP's nuværende opbygning ikke er særlig attraktiv, når 80% af indbetalingerne anbringes til en rente på omkring 0% - det vil være langt mere attraktivt for de fleste at øge indbetalinger til de eksisterende arbejdsmarkedspensions-selskaber PensionDanmark, Industriens Pension etc.

Der ligger her en governance udfordring i, at der på organisationsniveau er et stort sammenfald mellem bestyrelsen i ATP og bestyrelserne i flere af arbejdsmarkedspensions-selskaberne.

### Optjente ATP-pensioner bliver ikke pristalsreguleret

En anden udfordring er, at ATP de seneste 10 år har haft svært ved at pristalsregulere allerede optjente ATP-pensioner. Over de sidste 10 år har ATP rundt regnet kun brugt ca. 2% af de pensionsmæssige hensættelser (summen af de garanterede pensioner og bonuspotentialer) på at opskrive de garanterede pensioner.

ATP's formand TMA oplyser til JP den 14. oktober, at 'Når der sker meget på levetiden, koster det på inflations-sikringen.' Fakta er, at en stor del af ATP's investeringsafkast over de sidste mange år er blevet brugt for at sikre, at de garanterede pensioner fortsat kan udbetales livsvarigt, og det er gået ud over pristalsreguleringen af pensionerne.

ATP-opskrivningerne halter således langt efter den almindelige inflation, på trods af at det af ATP lovens paragraf 18, stk. 3, fremgår, at 'der skal tilstræbes en langsigtet bonuspolitik, der sikrer pensionernes realværdi'.

Mindst lige så problematisk er det, at den opskrivning, som ATP har foretaget, er blevet ulige fordelt mellem eksisterende pensionister, der modtager pension, og alle andre, som endnu ikke har nået pensionsalderen. Eksisterende pensionister har

**TABEL 1: Krævet årligt afkast for ATP, opgjort henholdsvis ultimo 2018 og ultimo 3. kvartal 2019.**

Mio. kr.	Årligt afkastkrav pr. ult. 2018, jf. Ramlau-Hansen (2019)	Årligt afkastkrav pr. ult. 3. kvartal 2019
Pristalsregulering på 2% af garanterede pensioner	13.867	16.196
Rentekurveknæk	2.887	4.921
Levetidsudgift	2.500	2.500
Krævet afkast efter pal-skat	19.254	23.618
Afkast før pal-skat	22.732	27.884
Investeringsomkostninger mv	2.671	2.671
<b>I alt krævet afkast før pal-skat</b>	<b>27.980</b>	<b>30.555</b>
<b>I % af bonuspotentialer på 92 mia. kr. ult. 2018 hhv. 124 mia. kr. ult. 3. kvartal 2019</b>	<b>27,6%</b>	<b>24,7%</b>

fået en opskrivning på godt 5% de seneste 10 år, mens alle andre, dvs. alle, der ikke har en pension under udbetaling, alene er blevet opskrevet med 1%.

Denne tilsyneladende omfordeling af ATP's midler, hvor pensionister tilgodeses på bekostning af yngre medlemmer, virker, set udefra, stærkt problematisk. ATP's formand TMA kommenterer i JP den 14. oktober: 'Vi er meget opmærksomme på, hvordan bonuspotentialer fordeles mellem generationer. Det gælder om at finde den rette balance, og det analyserer vi løbende'.

Til dette bemærkes, at ATP ikke har oplyst noget om, at der internt i ATP føres særlige generationsregnestykker, der kan have betydning for pensionens størrelse og regulering, og der er heller ikke offentliggjort analyser af dette. Snarere tværtimod fremhæver ATP flere steder, at man kun har et produkt og en bestand. Det fremstår derfor uklart, hvordan ATP vil sikre, at der ikke sker/er sket omfordeling af bonuspotentialer.

Udfordringen for ATP er, at det er ganske dyrt at pristalsregulere allerede optjente pensioner, når renteniveauet er meget lavt, og der samtidig tages hensyn til de andre udgifter, ATP må forventes at have. I Tabel 1 er, svarende til Ramlau-Hansen (2019), vist det samlede afkastkrav ATP nu, efter 3. kvartal 2019, skal levere pro anno for bl.a. at pristalsregulere de garanterede pensioner. En pristalsregulering koster nu godt 16 mia. kr., rentekurveknækket nærmer sig nu 5 mia. kr. efter det seneste rentefald, og de øvrige udgifter er antaget uændrede.<sup>1</sup>

Reelt er det årlige gennemsnitlige afkastkrav nu oppe på mere end 30 mia. kr. I forhold til bonuspotentialer ved udgangen af 3. kvartal er afkastkravet nu 25%. Hvis der skal være nogen forhåbninger om at levere et så højt afkast i dagens lavrentemiljø, er der behov for en betydelig gearing af bonuspotentialer. Med høj gearing følger dog desværre også muligheden for meget store tab.

ATP's årsrapport for 2018 nævner et afkastkrav over tid på 11% efter skat, svarende til ca. 10 mia. kr., for at realværdisikre

1. Ved rentekurveknæk forstås den ekstra årlige udgift, der opstår ved år 40, når de garanterede pensioner går fra at være diskonteret med en fast rente på 3% til en markedsrente.

pensionerne. I JP den 10. oktober 2019 nævner TMA, at det koster 9 mia. kr. at pristalsregulere pensionsudbetalingerne. Som det fremgår af Tabel 1, vil det med udgangen af 3. kvartal 2019 koste ca. 16 mia. kr. at pristalsregulere alle ATP-pensioner med 2%.

I J&G fremhæves det dog, at 'ATP's investeringer er – som alle andre langsigtede investeringer – udfordret af de meget lave realrenter. Realværdisikringen af de garanterede pensioner har derfor været genstand for analyser og drøftelser mellem ATP's bestyrelse og administration over flere år'. Men det fremhæves også, at 'I ATP er markedsrisikoen i investeringsporteføljen kalibreret til, at det forventede afkast på lang sigt er tilstrækkeligt til at realværdisikre de garanterede pensioner gennem bonustilskrivning...'

ATP har desværre ikke fremlagt regnestykker for, hvordan man i lyset af tallene i Tabel 1 kan realværdisikre pensionerne med et afkast på 11% svarende til ca. 10 mia. kr. Disse oplysninger fremstår derfor fortsat som lidt af et mysterium.

TMA oplyser til JP den 14. oktober 2019, at 'han ikke ved, hvornår ATP vil være i stand til at inflationssikre pensionerne'.

### 810 mia. kr. af ATP's formue og nye bidrag investeres til en rente på rundt regnet 0%

En tredje udfordring for ATP er, at ATP-ordningen med sin nuværende struktur ikke er attraktiv for en almindelig lønmodtager. Af ATP's samlede kundeformue på 934 mia. kr. er nu 810 mia. kr., svarende til de garanterede pensioner, anbragt i en afdækningsportefølje, der må formodes at levere et afkast på rundt regnet 0%, svarende til markedsrenten.

Baggrunden for at værdien af de garanterede pensioner nu udgør 810 mia. kr. er, at ATP de seneste år har tjent stort på de renteafdækninger, selskabet har foretaget ud fra tidligere indbetalte bidrag og den samlede pension, som de tidligere bidrag har givet anledning til. De 810 mia. kr. er det beløb, der ud fra dagens renteniveau er nødvendigt at investere i obligationer mv., for at ATP med stor sikkerhed kan leve op til de pensioner, som ATP har garanteret ud fra de historiske bidrag. De historiske bidrag er investeret til historiske renteniveauer, og det er således de historiske renteniveauer, der bestemmer størrelsen af de nuværende ATP-pensioner. Størrelsen af de historiske renter (eller realrenter) er således implicit afspejlet i størrelsen af de pensioner (eller købekraft), som den enkelte har ret til i ATP. Det lave rente- og realrenteniveau, vi nu har haft i en årrække, er derfor medvirkende til, at ATP-pensionerne er ved at sakke bagud.

Hertil kommer, at 80% af alle nye indbetalinger bruges til at købe/etablere en garanteret livrentepension også ud fra dagens rente på cirka 0%. I lyset af at pension er langsigtet opsparing, er dette en dårlig 'value proposition', der mildt sagt ikke er særlig attraktiv for de fleste.

Et simpelt eksempel illustrerer, hvorfor dette ikke er attraktivt: Det ordinære ATP-bidrag udgør pt. 3.408 kr. årligt. Hvis 80% af dette investeres til 0% i 45 år, og efterfølgende udbetales over 20 år, vil det give en årlig ATP-pension på godt 6.000 kr. før skat ( $45 \cdot 0,8 \cdot 3.408 / 20$ ). Antages samtidig at de 20%, der går til bonuspotentialer og kan investeres mere frit, giver et afkast på f.eks. 4% årligt, øges ATP-pensionen til godt 10.000 kr. årligt – altså mindre end det halve af den nuværende maksimale ATP-pension. Og over 45 år er prisniveauet måske steget markant, så de 10.000 kr. nominelt giver begrænsede forbrugs-

muligheder. Eksemplet illustrerer konsekvensen af at investere en stor del af pensionsopsparingen i obligationer mv. med det nuværende renteniveau.

ATP har retteligt bemærket, at man ikke nødvendigvis skal ændre ATP-modellen på baggrund af få år med et lavt renteniveau. Og ingen ved, om renten stiger i morgen. På den anden side er der intet der tyder på, at renten er på vej op. Rentemarkerne for statsobligationer antager implicit, at nulrenter eller negative renter vil fortsætte mange år endnu. Eksempelvis er den 30-årige tyske statsobligationsrente negativ.

Realrenten har stort set været negativ lige siden finanskrisen, og det grundlæggende problem for ATP-modellen er, at 80% af nye bidrag anbringes til en negativ realrente – så målt i købekraft garanteres medlemmerne, at 80% af deres indbetalinger over tid mister købekraft.

### ATP gearer bonuspotentialer kraftigt og investeringsrisikoen er høj

Som angivet ovenfor kræver det et meget højt afkast for alene at pristalsregulere ATP-pensionerne. Derfor gearer ATP bonuspotentialer kraftigt. Dette er senest illustreret ved et afkast på 40% af bonuspotentialer for de tre første kvartaler af 2019. Videre er den underliggende investeringsportefølje nu på 344 mia. kr., og bonuspotentialer er vokset til 124 mia. kr. Ved starten af året var de tilsvarende to tal henholdsvis 308 mia. kr. og 92 mia. kr., så gearingen er formentlig nu lidt mindre, men fortsat i niveauet 3, når der ses bort fra effekten af futures mv.

Man må ønske ATP tillykke med det flotte afkast på 40% målt på bonuspotentialer primo året. Det er formentlig sådanne flotte afkast, der er med til, at mange har et indtryk af, at ATP gør det godt, selv om pensionerne har svært ved at følge med prisudviklingen. Et afkast på 40% uden høj gearing af bonuspotentialer ville være meget usandsynligt.

Sættes det oplyste afkast på 36,9 mia. kr. i forhold til den gennemsnitlige investeringsportefølje på 326 mia. kr., fås et før skat afkast på 11,3%, hvilket er et mere jordnært afkastniveau for de 3 første kvartaler af 2019. PFA har for samme periode oplyst et afkast på 11,6% for et markedsrenteprodukt med 15 år til pension (profil C), og Danica har leveret et afkast på 13,5% for et tilsvarende produkt (mix middel risikoforløb, 15 år til pension).

Man må også være glad på ATP's vegne for, at afkastet ikke blev -40%. Havde ATP tabt 40% af primo bonuspotentialer, ville ATP formentlig stå med et reduceret bonuspotentialer på ca. 61 mia. kr. i stedet for de nu oplyste 124 mia. kr. – altså en halvering i forhold til, hvor man nu står efter 3. kvartal 2019.

ATP vil formentlig hævde, at et scenario med et afkast på -40% ikke er særlig sandsynligt. J&G fremhæver i deres artikel, at 'ATP's investeringstilgang er baseret på, at risikoniveauet løbende tilpasses. Det betyder, at risikoen reduceres, når denne relativt til bonuspotentialer bliver for stor.' og 'ATP's investeringstilgang indebærer, at risikoniveauet også tilpasses i opadgående retning, når bonuspotentialer vokser, hvormed ATP vil kunne "fange" opadgående trends, som historisk ofte har vist sig efter større markedsfald.'

Lidt enkelt sagt, kan dette godt fortolkes som en investeringsstrategi baseret på salg inden kurserne falder, og køb inden de stiger – en strategi, der kan være meget vanskelig at gennemføre i praksis.

## ATP's alternative investeringer på 150 mia. kr. fylder meget

Som fremført i Ramlau-Hansen (2019) fylder ATP's alternative investeringer på ca. 150 mia. kr. meget målt i forhold til primo bonuspotentiallet på 92 mia. kr. og også i forhold til det nuværende bonuspotentiallet på 124 mia. kr.

Målt i forhold til den samlede investeringsportefølje på godt 300 mia. kr. er andelen væsentlig lavere (50%), men som fremhævet i Ramlau-Hansen (2019) er det alene bonuspotentiallet, som kan bære risiko. De garanterede pensioner kan ikke bære risiko, uden at pensionerne i givet fald skal tvangsnedskrives. Og i forhold til bonuspotentiallet udgør de alternative investeringer altså mere end 100%.

Problemstillingen er her, at går det meget galt på de finansielle markeder, og ATP bliver tvunget til at reducere risikotagningen i investeringsporteføljen, vil man formentlig alene kunne reducere i den likvide part af porteføljen. Hermed opstår en betydelige risiko for, at ATP efterfølgende står med en investeringsportefølje, hvor den alternative del udgør en for stor andel til, at det investeringsmæssigt kan siges at være hensigtsmæssigt. Med en stor andel alternative investeringer og en begrænset andel likvide investeringer, vil ATP i mindre grad få glæde af den optur på de finansielle markeder, der typisk følger efter en nedtur.

Også her kan en sammenligning illustrere risikotagningen i ATP. PFA oplyste for nylig, at man har passeret 100 mia. kr. i alternative investeringer. Men denne risikotagning skal bl.a. ses i forhold til, at man har markedsrenteprodukter på 266 mia. kr. og egenkapital mv. på godt 37 mia. kr., så den samlede kapital, der kan bære risiko, udgør formentlig mere end 300 mia. kr. I PFA's tilfælde udgør alternativerne således ca. 33% af de hensættelser, der kan bære tab. I Danicas tilfælde er andelen af alternativer på omkring 20% af de hensættelser, som kan bære tab. I ATP's tilfælde er andelen over 100%.

I forrige nummer af *Finans/Invest* angiver J&G, at 'ATP's investeringsstrategi sigter desuden mod, at den illikvide portefølje er sammensat risikomæssigt balanceret. ATP's investeringsportefølje vil derfor fortsat være risikomæssigt balanceret, selv efter en nedbringelse af risikoen i den likvide del af porteføljen som konsekvens af et krisescenarie.'

Dette kan tolkes derhen, at ATP er bevidst om, at de alternative investeringer kan komme til at dominere efter en finansiell nedtur – men at dette ifølge ATP ikke er noget problem, da den del af porteføljen er risikomæssigt balanceret.

## Konklusion

Som det fremgår af ovenstående er ATP udfordret på en række områder, og der er behov for en række strukturelle ændringer i ATP's opbygning, hvis ATP fortsat skal være et reelt supplement til folkepensionen i årene fremover.

I den forbindelse har TMA fremhævet i JP den 14. oktober 2019, at 'Vi er lige så udfordret som alle andre' med henvisning til den stigende levealder og det lave renteniveau. Dette er ikke korrekt. ATP er det eneste selskab i Danmark, hvor stort set hele passivsiden i form af de garanterede pensioner på 810 mia. kr. rammes hårdt af en stigende levealder. Og ATP er også det eneste selskab, som, via afdækningsporteføljen, nu har anbragt 810 mia. kr. i lavtforrentede renteaktiver.

Ligeledes har TMA i JP den 10. oktober fremhævet, at ATP

siden 2013 har øget medlemmernes formue fra 500 mia. kr. til nu over 900 mia. kr. i 2019. Det er rigtigt. Men det har ikke givet danskerne højere pensioner. Modstykket til dette er nemlig, at ATP nu har garanterede pensioner på 810 mia. kr. investeret til en rente på rundt regnet 0%.

Med henblik på at løse ATP's udfordringer blev det i Ramlau-Hansen (2019) foreslået, at ATP-bidraget skal øges væsentligt, og man bør overveje at reducere den andel af bidraget, der går til en garanteret pension fra 80% til f.eks. 60%, eller eventuelt lavere. Men en sådan ændring vil kun hjælpe langsomt, og der er derfor også behov for at investeringsafkastet i en periode alene bruges til at opbygge bonuspotentiallet, så gearingen kan bringes ned, og der skabes bedre forudsætninger for at regulere pensionerne på sigt. Videre bør garantierne gøres betingede.

Hvornår der i givet fald kommer en ændring af ATP-ordningen er uklart. ATP har meldt ud, at de har i 2018 igangsat et analysearbejde af forretningsmodellen. Ifølge TMA er det dog uklart, hvornår arbejdet er færdigt. I JP den 10. oktober 2019 er TMA citeret for 'Men om det lige bliver næste år, ved jeg ikke'.

Omvendt hersker der ikke tvivl om, at sker der ingen ændring, og det lave renteniveau fortsætter, vil det blive mere og mere tydeligt for alle, at ATP-ordningen for de fleste ikke er et attraktivt pensionstilbud.

En alternativ løsning for ATP er at konstatere, at ATP har 'tjent kassen' på rentefaldet, men omvendt nu må se i øjnene, at ATP er blevet fanget af det lave renteniveau. Samtidig er det også en realitet, at ATP allerede nu spiller en mindre rolle for mange arbejdstagere med andre pensionsordninger. En ændret struktur for ATP kunne derfor også omfatte en mulighed for, at eksisterende medlemmer fik mulighed for at flytte deres ATP-ordning til et andet pensionselskab. På denne måde vil danskerne ikke blive tvunget til, at størstedelen af deres ATP-ordning investeres til 0% i rente.

## Litteratur

- Jarner, Søren Fiig og Kasper Ahrendt Lorenzen, 2017: ATP som faktorinvestor. *Finans/Invest*, 2/17, s. 7-14.
- Johansen, Kim Kehlet og Mads Gosvig, 2019: Kommentar til 'ATP's investeringsrisiko og forretningsmodel'. *Finans/Invest*, 5/19, s. 20-22.
- Petersen, Jørn Henrik og Klaus Petersen, 2014. *ATP = fra grim ælling til smuk svane*. Syddansk Universitetsforlag.
- Ramlau-Hansen, Henrik, 2019: ATP's investeringsrisiko og forretningsmodel. *Finans/Invest*, 5/19, s. 13-19. ■