

Gode ideer, men governance halter, og udfordringer består

Ramlau-Hansen, Henrik

Document Version
Final published version

Published in:
Finans/Invest

Publication date:
2021

License
Unspecified

Citation for published version (APA):
Ramlau-Hansen, H. (2021). Gode ideer, men governance halter, og udfordringer består. *Finans/Invest*, (1), 22-24. <http://finansinvest.dk/product/gode-ideer-men-governance-halter-og-udfordringer-bestar/>

[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) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 11. Jun. 2023



Gode ideer, men governance halter, og udfordringer består

Beskæftigelsesministeriet har udsendt i høring et udkast til ny ATP-lov, hvor ATP-ordningen foreslås justeret på tre afgørende områder. Dette sker efter, at der de sidste par år har været en del offentlig debat om ATP-ordningens langsigtede holdbarhed og relevans, og de udfordringer ATP står overfor i lyset af bl.a. det meget lave renteniveau. Denne artikel analyser de foreslåede tiltag og sætter lys på de foreslåede ændringer. Nogle af forslagene er skridt i den rigtige retning, mens andre rejser nye spørgsmål, som fortjener opmærksomhed inden lovforslaget er givet fald vedtages.

AF FORFATTER



Henrik Ramlau-Hansen,

Lektor
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: Professor Jesper Rangvid, CBS, og redaktøren takkes for konstruktive kommentarer og forslag til forbedringer.

Nyt ATP-lovforslag

Beskæftigelsesministeriet har udarbejdet et udkast til ny ATP-lov. Af høringsskrivelsen om lovforslaget fremgår bl.a. tre forslag:

A. Det foreslås, at ATP's bestyrelse skal have mulighed for at investere op til en fjerdedel af den del af bidraget (80%), der går til garanterede pensioner, mere frit, så muligheden for forbedrede afkast øges, mod at der løbes en større risiko.

I lovforslagets bemærkninger kaldes den del af bidraget 'markedsbidraget'. Dette vil blive investeret efter livscyklus-princippet (dvs. med højere risiko for yngre medlemmer) i en underliggende markedsportefølje af diversificerede investeringsaktiver. Videre fremgår det, at startende 15 år før pensionsalderen vil markedsporteføljen gradvist blive konverteret til garanterede livrenter, så medlemmet får en fuldt garanteret livrente fra pensionsalderens start.

B. Der foreslås en ændring af afdækningsstrategien. Ændringen reducerer værdien af garantierne, hvilket frigiver et større milliardbeløb, der vil kunne investeres med højere risiko og forventet højere afkast til gavn for medlemmerne.

Af lovforslagets bemærkninger fremgår det, at ATP fremover vil opgøre værdien af pensionsforpligtelserne gennem tilføjelse af et illikviditetsspænd til den allerede eksisterende diskonteringskurve. Dette reducerer nutidsværdien af passiverne og frigør derved en kapitalbuffer, som giver et øget investeringsmæssigt råderum. Dette skal anvendes til at investere i aktiver med en højere risiko og et højere forventet afkast, som bl.a. kan bruges til realværdisikring af pensionerne.

C. Der sker en kodificering af ATP's bestyrelses praksis med i visse situationer at tildele bonus til ATP's pensionister som bidrag til at realværdisikre disse pensioner og dermed afvige fra, at bonus tildeles alle medlemmer, så længe dette anses for rimeligt.

Ifølge lovforslaget giver det ATP's bestyrelse bedre mulighed for at sikre pensionernes realværdi for ATP's pensionister i perioder, hvor det ikke er muligt at udlodde generel bonus til alle medlemmer.

Pressebriefing

Samtidig med fremsættelsen af lovforslaget afholdt ATP en pressebriefing, hvor det bl.a. fremgik af udleverede slides, at ATP's hovedudfordring er 'langsigtet relevans' og bunder i negative (real)renter og stadig lavere afkastforventninger kombineret med stigende levetider og manglende bidragsreguleringer.

Pressebriefingen indeholdt også eksempler, der viste, at med de foreslåede ændringer er det ATP's forventning, at et nyt 20-årigt medlem fremover om 48 år kan forvente en årlig ATP-pension på 20.000 kr. mod i dag 14.000 kr. med den nuværende ATP-model.

Videre blev det fremhævet, at 'ATP ved lov er forpligtet til at tilstræbe realværdisikring, og ved at fastholde den nuværende forretningsmodel i det nuværende rente- og afkastmiljø vil der over tid være øget risiko for, at realværdien af medlemmernes pensioner skrumper'.

Samtidig blev det som en konklusion fremhævet, at 'medlemmerne kan (med de foreslåede ændringer) se frem til højere og realværdisikrede pensioner på trods af en højere risiko...'

Nedenfor kommenteres på de tre forslag til ændringer.

ATP's hidtidige udfordringer

Som det formentlig er *Finans/Invests* læsere bekendt, opdeles det årlige ATP-bidrag på 3.408 kr. i dag i to dele på henholdsvis 80% og 20%. De 80% bruges lidt enkelt sagt til at etablere en garanteret livrentepension ud fra dagens renteniveau, mens de 20% henlægges til bonuspotentiallet, som er ATP's frie midler, der kan bære risiko. På den baggrund opererer ATP med en afdækningsportefølje, der skal afdække de garanterede pensioner, og en investeringsportefølje, der skal generere et merafkast med henblik på over tid at forøge ATP-pensionerne.

Ultimo 3. kvartal 2020 havde ATP et samlet bonuspotential på 127 mia. kr. og en værdi af de garanterede pensioner på 809 mia. kr. Investeringsporteføljen havde ved udgangen af 3.

kvartal en markedsværdi på 367 mia. kr. ATP gearer således bonuspotentialt cirka 3:1 med henblik på at opnå et højere afkast. ATP er med disse tal Danmarks største pensionselskab.

Som tidligere beskrevet i Ramlau-Hansen (2019a) består ATP's udfordringer bl.a. i, at

- ATP-bidraget på 3.408 kr. ikke følger den almindelige lønudvikling i samfundet, hvilket er en væsentlig årsag til, at ATP-pensionen over tid reelt udhules og ikke kan følge med udviklingen i folkepensionen.
- ATP de seneste 10 år har haft meget vanskeligt ved at pristalsregulere den ATP-pension, som alle har optjent ret til. Baggrunden er, som sandsynliggjort i Ramlau-Hansen (2019a), at ATP skal levere et afkast på rundt regnet 25% af bonuspotentialt for at kunne pristalsregulere de garanterede pensioner. Dette er svært at leve op til, selv med ovennævnte gearing.
- Med den nuværende ATP-model investeres 80% af nye bidrag til dagens renteniveau på omkring 0%, hvilket reelt indebærer en fastlåsning af en negativ realrente mange år frem.

Det er derfor positivt, at ATP nu endelig kommer med forslag til, hvordan nogle af disse åbenlyse svagheder ved ATP-ordningen bør adresseres.

Ændret pensionsprodukt

Det er positivt, at der nu åbnes for, at specielt yngre medlemmer i de første mange år kan få en andel på 20% af deres ATP-bidrag investeret efter livscyklus-princippet og i mere risikofyldte aktiver. Fremover vil 40% af ATP-bidraget for unge således blive investeret i risikable aktiver i tråd med anbefalingen i Ramlau-Hansen (2019b) og Rangvid (2019). Givet at ATP, som et supplement til folkepensionen, ønsker at fastholde ATP-pensionen som en garanteret pension, giver det god mening, at man 15 år før pensionering successivt overfører markedsrentepensionen til en garanteret livrente.

Der er fra forskellig side argumenteret for, at for mange danskere med veludviklede arbejdsmarkedspensioner er ATP-pensionen kun et beskedent bidrag til den samlede pension. Det argumenteres, at disse ville være bedre stillet ved at få mulighed for at flytte deres ATP-bidrag og opsparat pension til et andet pensionselskab. Et sådant forslag vil i praksis indebære en afvikling af ATP. Givet et politisk ønske om at opretholde ATP-ordningen som et supplement til folkepensionen er den foreslåede ændring fornuftig.

Ændret afdækningsstrategi og risikostyring

Videre planlægger ATP at øge diskonteringsrenten, som bruges ved opgørelsen af værdien af de garanterede pensioner. Det foreslås at øge diskonteringsrenten med et såkaldt illikviditetsspænd på 0-60 basispunkter. Ifølge Børsen d. 26. januar 2021 vil dette frigive omkring 50 mia. kr. i ekstra kapitalbuffer. I forhold til garanterede pensioner på 809 mia. kr. er der tale om en reduktion af forpligtelserne på godt 6%.

Der kan godt teoretisk argumenteres for en reduktion af værdien af pensionsgarantierne, al den stund at ATP-medlemmerne er låst fast og ikke kan flytte deres opsparing. Udfordringen i lovforslaget relaterer sig til, at denne reduktion baseres på en 'illikviditetspræmie'. Vi har mange studier af illikviditetspræmier

på forskellige typer af aktiver, men dette er en illikviditetspræmie på passiverne, og det findes der ikke meget erfaring med.

Teoretisk kan man forestille sig det tankeeksperiment, at man ønsker at opgøre markedsværdien af ATP's pensionsforpligtelser og indhenter bud på, hvem der vil overtage forpligtelserne til en (lavere) pris end de bogførte 809 mia. kr. Udfordringen her er, at et sådant 'marked for ATP forpligtelser' jo ikke findes. Dertil skal man huske, at ATP's pensionshensættelser er meget langtøende og behæftet med bl.a. en betydelig levetidsrisiko, som en tredjepart måske kun vil overtage mod en merpræmie.

Illikviditetsspændet kan derfor kun fastsættes med meget stor usikkerhed, og det kan blive genstand for stor debat. Hvad sker der fx, hvis der er store kursfald og usikkerhed på finansmarkederne? Vil illikviditetsspændet så stige voldsomt? Hvad sikrer, at ATP's diskonteringskurve i en sådan situation ikke kommer over fx EU's diskonteringskurve?

Forslaget om at indregne et illikviditetsspænd og frigøre 50 mia. kr. kan også nemt bringe tanken hen i retning af, at har man svært ved at leve op til sine forpligtelser, kan man altid overveje at øge risikotagningen. På de finansielle markeder er der ingen 'free lunch', så modstykket vil være en øget risiko for, at det går galt. Dette anerkendes også i lovforslaget.

Særlig problematisk er formuleringen på s. 14 i lovforslaget: 'I stedet for som i dag alene at risikostyre efter måling af forventede tab i markedsværdien af aktiverne på en kort tidshorisont vil den nye portefølje af risikofyldte aktiver med forventet højere afkast i afdækningsporteføljen blive målt på deres evne til at levere pensionerne på udbetalingstidspunktet baseret på et passende langsigtet risikomål med en længere risikohorisont end i dag.'

Denne formulering mere end antyder, at man vil gå væk fra den nuværende risikostyring, som, lidt simpelt formuleret, er baseret på, at man inden for 3 mdr. med 1% sandsynlighed maksimalt kan tabe 50% af bonuspotentialt. Dette vil også være en markant afvigelse fra de gældende regler for private pensionselskaber. Ændringen kan koste ATP dyrt, hvis man skulle komme ud for et langstrakt negativt 'Japan-scenarie', hvor aktiekurser efter et fald ikke forholdsvis hurtigt retter sig.

Hvis ATP skal bevæge sig ud af sporet med en ændret afdækning og et langsigtet risikomål, bør det som minimum kræve en eksplicit formuleret målsætning. Er målsætningen f.eks. 0,5% sandsynlighed for, at man ikke kan leve op til forpligtelserne om 50 år? Eller hvordan? Uden præcision giver det (for) stor frihed for ATP.

Sidst ATP påtog sig ekstra risiko var, da man for nogle år siden valgte at tilbagediskontere de langtøende forpligtelser efter 40 år med en rente på 3%. Dette var en åbenlys satsning på en kommende rentestigning, som fortsat udebliver. Denne øgede risikotagning koster pt. ATP en ekstra årlig udgift på 5-6 mia. kr.

Det bør nævnes, at det er uklart, om den frigivne kapitalbuffer på 50 mia. kr. også planlægges gearret 3:1 som bonuspotentialt. Undertegnede vil fraråde dette.

Samlet er konklusionen, at indførelsen af et illikviditetsspænd indebærer en klart større risiko for ATP's medlemmer. Hvis det vedtages uændret, bliver det spændende at følge ATP's risikostyring i de kommende år.

Ekstra bonus til ATP's pensionister

Der er også et forslag om, at ATP i visse situationer kan beslutte at tildele bonus til ATP's pensionister som bidrag til at realvær-

disikre pensionerne uden samtidig at opskrive pensionerne for dem, der ikke er gået på pension. Dog kun når det vurderes at være rimeligt.

Dette strider åbenlyst mod det forhold, at det flere steder i lovforslaget fremhæves, at ATP-ordningen er baseret på et fuldstændigt formuefællesskab, at der føres en fælles overordnet investeringsstrategi for den samlede formue, og at der fortsat er bonusfællesskab med ét fælles bonuspotentiale for den samlede ordning.

Så selv om udgangspunktet må være, som nævnt i lovforslaget, at en rimelig bonusudlodning må føre til generelle bonusudbetalinger til alle medlemmer, lykkes det dog ministeriet at ræsonnere sig frem til, at i en 'ATP-kontekst' kan der være særlige grunde til kun at udbetale bonus til ATP's pensionister, hvis f.eks. pensionister efter at have bidraget til bonuspotentialet ikke har fået en regulering i en længere periode.

Mere konkret foreslås det, at ATP under visse omstændigheder kan tilstræbe realværdisikring via udbetalingsbonus til pensionisterne, hvis bonusgraden er over 10 pct. men under 20 pct. Såfremt bonusgraden er over 20 pct., skal der i stedet tilstræbes en generel realværdisikring via generel bonus til alle medlemmer. Bonusgraden har de sidste 10 år ikke været over 20%.

Det nævnes dog i lovforslaget, som en slags ren tilståelse, at det nævnte forslag kan føre til en omfordeling mellem medlemmerne. Så det gode og helt centrale spørgsmål er, hvordan ATP har tænkt sig at sikre, at forslaget ikke fører til omfordeling.

Dette besvarer lovforslaget ikke.

Finanstilsynet sættes på porten

Forslaget indeholder også to forslag, der sætter Finanstilsynet på porten. Normalt er det Finanstilsynets rolle at sikre, at kunderne får en fair deal. Det vil være en bekymrende nyskabelse, om Finanstilsynet nu skal holde mindre øje med ATP.

Det virker derfor uforståeligt, at Finanstilsynet ikke skal godkende den rentekurve og det illikviditetstillæg, som ATP's bestyrelse efter lovforslaget selv skal fastsætte. Det nævnes, at tillægget er underlagt vurderingen af den ansvarshavende aktuar og Finanstilsynet, men hvad betyder det?

For de private pensionselskaber er der en meget striks EU governance omkring Solvens 2 rentekurven – så hvorfor ingen governance, når der er tale om Danmarks største pensionselskab?

Tilsvarende indebærer lovforslaget, at Finanstilsynet skrives ud af ATP-lovens paragraf 18, stk. 3, som pt. indebærer, at der skal tilstræbes en langsigtet bonuspolitik, der sikrer pensionernes realværdi. Hidtil har Finanstilsynet, jf. stk. 4, kunnet fastsætte nærmere regler om dette, men denne bestemmelse foreslås sløjftet.

Om muligheden for at udbetale en særlig udbetalingsbonus alene til pensionister traf Finanstilsynet i 2016 en afgørelse, hvor det blev udtalt: 'Finanstilsynet vurderede, at indførelsen af udbetalingsbonus medfører, at muligheden for at udbetale generel bonus til alle forringes. Finanstilsynet anmodede derfor ATP om at indsende en redegørelse for, hvordan ATP med den nuværende bonuspolitik lever op til lovkravet om at føre en langsigtet bonuspolitik, som tilstræber at sikre pensionernes realværdi.'

Op nu, som en slags tak for sidst, foreslår ATP, at Finanstilsynet ikke længere skal holde øje med ATP's bonuspolitik, og med at pensionernes realværdi sikres. Det er nu alene op til

ATP's bestyrelse at beslutte udviklingen i danskernes ATP-pension.

ATP er fortsat under tilsyn af Finanstilsynet på en række andre områder, og det virker derfor påfaldende, at man nu ønsker at undtage de to områder, som er helt centrale i forbindelse med lovforslaget.

Der skal derfor her opfordres til, at ovenstående governance udfordring adresseres, inden forslaget vedtages.

Langsigtet relevans og udfordringer består

Det helt store problem for ATP er, som nævnt af ATP selv, langsigtet relevans. Hvis ATP fortsat skal være et reelt supplement til folkepensionen, kræver det, at ATP-pensionernes købekraft kan bevares, og her ser det desværre fortsat problematisk ud. Pt. udgør den gennemsnitlige ATP-pension for 2019 16.400 kr. svarende til 21% af folkepensionens grundbeløb på 78.216 kr. (2021).

Hvis den fremtidige ATP-pension om 48 år bliver på 20.000 kr., som nævnt af ATP, og folkepensionen over de næste mange år blot vokser med 1% om året, vil folkepensionen til den tid være på ca. 126.000 kr., og ATP-pensionen vil være faldet til 16% af folkepensionens grundbeløb. De oprindelige tanker ved ATP's stiftelse var, at ATP-pensionen skulle udgøre omkring 50% af folkepensionen.

Det er derfor fortsat et helt grundlæggende problem, at så længe ATP-bidraget ikke følger udviklingen i samfundet, kan selv ATP's gearede investeringsstrategi eller lovforslagets forskellige finansielle tiltag ikke løse problemet.

Arbejdsmarkedets parter, som bestemmer ATP-bidraget, bærer således ansvaret for, om ATP på sigt skal udfases eller opretholdes. I stedet for nye finansielle tiltag var det måske mere relevant, at arbejdsmarkedets parter drøftede, hvilken rolle ATP skal spille fremover og for hvem.

For ATP's nuværende medlemmer er den helt store udfordring fortsat, at de aftalte pensioner ikke reguleres. Som nævnt har ATP i de sidste mere end 10 år kun beskedent reguleret pensionerne. ATP har heller ikke i det fremlagte materiale dokumenteret, eller sandsynliggjort, at de foreslåede ændringer medfører, at alle medlemmer kan se frem til at få en realværdisikret pension.

Usikkerheden om ATP-ordningens holdbarhed og relevans eksisterer derfor fortsat.

Litteratur

- Beskæftigelsesministeriet, 2021: Forslag til Lov om ændring af lov om Arbejdsmarkedets Tillægspension. <https://høringportal.dk/Hearing/Details/64774>.
- Finanstilsynet, 2016: Redegørelse om inspektion i Arbejdsmarkedets Tillægspension (ATP). <https://www.finanstilsynet.dk/tilsyn/vurderinger-af-finansielle-virksomheder/vurdering-af-finansielle-virksomheder-2016/vu-atp-141216>.
- Ramlau-Hansen, Henrik, 2019a: ATP's udfordringer. *Finans/Invest*, 6/19, s. 28-31.
- Ramlau-Hansen, Henrik, 2019b: ATP's investeringsrisiko og forretningsmodel. *Finans/Invest*, 5/19, s. 13-19.
- Rangvid, Jesper, 2019: Her er ATP's opgaver og et bud på vejen frem. *Kronik i Jyllands-Posten*, 10. oktober 2019. ■