

Første, andet og tredje bedste råd: 10 anbefalinger til at løse ATP's udfordringer

I denne artikel præsenterer vi 10 anbefalinger til et forbedret ATP. Vores ubetinget vigtigste anbefaling er, at det eksisterende ATP-produkt bør erstattes af et nyt, som giver mulighed for højere afkast, når man er ung, men bevarer en nominel garanti i udbetalingsfasen. For vort foreslåede ATP-produkt vil den forventede pension konservativt sat være ca. 15% større end for det nuværende ATP-produkt, mens mere realistiske afkastantagelser vil give en 20-30% større pension. Hvis der politisk ikke er ønske om at reformere det nuværende ATP-produkt, anbefaler vi, at ATP-opsparingen gives fri, vores næstbedste anbefaling. Vil man politisk hverken reformere ATP-produktet eller give opsparingen fri, har vi 8 anbefalinger til, hvordan den nuværende ATP-ordning kan forbedres, vores tredjebedste anbefalinger. Flere af disse anbefalinger er også relevante ved designet af et nyt ATP-produkt, jf. vores første anbefaling.

AF FORFATTERE



Henrik Ramlau-Hansen

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

Henrik Ramlau-Hansen er lektor, dr.scient., Institut for Finansiering, CBS, og tidl. adm. dir. i Danica Pension



Jesper Rangvid

Professor, Copenhagen Business School, CBS
E-mail: jr.fi@cbs.dk

Jesper Rangvid er professor, Institut for Finansiering, CBS

Note: Stud.merc.mat. Mads Hebsgaard takkes for beregningsmæssig assistance. Redaktøren takkes for forslag til forbedringer.

ATP er vores største pensionskasse med en samlet formue på ca. 700 mia. kr. (ultimo 1. halvår 2024), som alle lønmodtagere er tvunget til at betale til. ATP spiller en særlig vigtig rolle for de pensionister, som har de laveste indkomster. Dog er den nuværende ATP-ordning karakteriseret ved en række uhensigtsmæssigheder. Derfor har vi gennem de sidste 5 år søgt at belyse ATP's udfordringer med henblik på at få skabt en bedre ATP-ordning.

Vi offentliggjorde vores første analyser i 2019. Vi beskrev, hvordan ATP-produktet er skruet uhensigtsmæssigt sammen risikomæssigt, da man tager meget lidt risiko i afdækningsporteføljen, men samtidig meget høj risiko i investeringsporteføljen. Vi beskrev ligeledes, hvordan ATP ville risikere at få store tab på sine investeringer, når/hvis der en dag kom bølgegang på de finansielle markeder, og at ATP i så fald ville have svært ved at vinde det tabte tilbage. Man ville kort sagt ende med en "skæv" portefølje, se bl.a. Ramlau-Hansen (2019a, b) og Rangvid (2019).

Få år efter i 2022 kom inflations- og rentestigningerne i forlængelse af coronapandemien. Hvor ingen – og da slet ikke os – havde kunnet forudsige pandemien og de deraf afledte konsekvenser for de finansielle markeder, gik det præcist, som vi havde forudsagt for ATP. Selvom det ikke var en ekstrem voldsom krise på de finansielle markeder – aktier og obligationer faldt hver med ca. 15% – mistede ATP fire ud af hver ti kroner af deres frie midler, dvs. 40% af bonuspotentiallet (før skat), jf. ATP

(2023a). Det var tre til fire gange så meget som sammenlignelige institutionelle investorer; et katastrofeår for medlemmerne af ATP. De efterfølgende år har ATP underperformet, dvs. ATP har haft svært ved at vinde det tabte tilbage, selvom de finansielle markeder generelt har leveret høje afkast. Endelig er ATP endt ud med en skæv portefølje med fx for mange illikvide aktiver.

Det fik os til at skrive en ny analyse, Ramlau-Hansen og Rangvid (2023). Her påpegede vi, hvordan ATP over de foregående 10 år ikke har fået tilstrækkelig betaling for de store risici, ATP har påtaget sig på medlemmernes vegne i investeringerne. Vi skitserede i samme forbindelse et nyt ATP-produkt.

Hvor vi fik ret i vores forudsigelser om ATP's performance i et negativt marked og efterfølgende besvær med at vinde det tabte tilbage, må det samtidig konstateres, at ATP fortsat investerer med stor risiko i sin investeringsportefølje. ATP har stadig et produkt, som - i vores øjne - er uhensigtsmæssigt for medlemmerne.

Dog har alt ikke været forgæves. Vi vil gerne kvittere for, at ATP er blevet gradvist mere åben i sin kommunikation blandt andet gennem en række publikationer, som vi refererer i denne artikel. Det skal også nævnes, at ATP-loven blev ændret i 2021, så ATP fremadrettet får en lidt mindre skæv risikoallokering i sit produkt; en ændring som måske ikke ville være kommet i stand uden vores forudgående analyser af ATP's udfordringer. 2021-justeringen går dog ikke langt nok og retter derfor ikke tilstrækkeligt op på de grundlæggende udfordringer for ATP.

Vi vil i denne artikel samle vores anbefalinger til, hvordan danskerne kan få en bedre model for deres tvungne ATP-opsparing. Vi kommer med 10 anbefalinger til et forbedret ATP. Vi har tre overordnede typer af anbefalinger.

For det første, og som den klart vigtigste anbefaling, vil vi (gen)fremsætte vores forslag til et nyt ATP-produkt, og vi præsenterer en række nye analyser af, hvorfor det er den mest hensigtsmæssige løsning på ATP's udfordringer. I vores analyser sammenligner vi de forventede pensioner for det nuværende ATP-produkt med de pensioner, som man kan forvente for det foreslåede nye ATP-produkt. Da disse analyser er omfattende, har vi samlet dem i en separat artikel - Hebsgaard, Ramlau-Hansen, og Rangvid (2025) - men fremhæver samtidig hovedkonklusionerne i denne artikel. Vi finder, at vores forslag til et nyt ATP-produkt kan forventes at levere ca. 15% højere årlige pensionsudbetalinger end det nuværende ATP-produkt selv under optimistiske forventninger til det afkast, ATP kan skabe i sine

investeringer. Under afkastforventninger, som vi vurderer er mere realistiske, vil vores forslag give 20-30% højere pension.

Både det nuværende ATP-produkt og vores forslag til et nyt indebærer risikable investeringer. Det er derfor tillige relevant at se på de "væreste" tilfælde. Det viser sig, at der kun er en begrænset sandsynlighed for, at de årlige udbetalinger vil være lavere for det af os foreslåede ATP-produkt. Med andre ord vil pensionister i vores forslag til et nyt ATP-produkt kunne se frem til markant større pension, uden at skulle risikere at ende meget dårligere ud i et negativt scenarie end med det nuværende ATP-produkt.

Vores forslag indebærer en højere risikoallokering end det nuværende ATP-produkt, når man er ung, mod en lavere risikoallokering, når man er pensionist; dog således at pensionen er nominelt garanteret i udbetalingsfasen (som i det nuværende ATP-produkt). Vi viser som det næste, at denne foreslåede risikoallokering er i overensstemmelse med forskningen om risikoallokering over livscyklens. Endelig viser vi med nye analyser baseret på individ-registerdata fra Danmarks Statistik, at for de danskere, som ATP er særligt vigtig for, dvs. dem uden anden pensionsopsparing end ATP, gælder, at de typisk ikke har risikofyldte aktiver i deres frie formue. Dette er et yderligere argument for, at disse danskere skal have mere risiko i deres pensionsopsparing i de unge år, som vores forslag til en ny ATP-ordning lægger op til.

Vores vigtigste anbefaling er derfor:

- Anbefaling 1. Erstat det nuværende ATP-produkt med et nyt ATP-produkt á la det af os foreslåede produkt.

Hvis vores anbefaling om et nyt ATP-produkt gennemføres, vil vi samtidig anbefale, at ATP-bidraget øges. Vi foreslår, at det årlige bidrag øges til 10.000 kr. og løbende justeres med lønudviklingen.

Hvis vores anbefaling om et nyt ATP-produkt ikke gennemføres, kan vi derimod ikke anbefale, at danskerne fortsat tvinges til at betale ind til ATP. Faktisk mener vi, at indbetalingerne til ATP bør stoppes, og danskerne bør få mulighed for at flytte deres nuværende ATP-opsparing til en anden valgfri pensionskasse, hvis det nuværende ATP-produkt bevares.

Næstbedste løsning:

- Anbefaling 2. Sæt ATP-opsparingen fri, hvis ATP-produktet ikke laves grundlæggende om.

Man kan spørge, hvorfor Anbefaling 2 ikke er vores hovedanbefaling, eller hvorfor vi ønsker at bevare ATP i en reformeret form og ikke 'bare' foreslår at opløse ATP. Årsagen er, at ATP udfylder en vigtig rolle i det danske pensionssystem for de danskere, som har en løs tilknytning til arbejdsmarkedet, dvs. i perioder, længere eller kortere, har jobs, hvor der ikke er indbetalinger til en arbejdsmarkedspension. Disse danskere sikres med ATP en vis pension udover Folkepensionen. Derudover er ATP-pensionen garanteret - både i vores forslag og i det nuværende produkt - og fungerer på den måde som et supplement til Folkepensionen. Arbejdsmarkedspensioner er typisk ikke garanterede. Derfor foretrækker vi et reformeret ATP, men hvis det ikke sker, kan vi ikke anbefale fortsatte indbetalinger til ATP, ej heller at den nuværende ATP-opsparing forvaltes af ATP. Ved en

opløsning af ATP skal et alternativ for personer med løs tilknytning til arbejdsmarkedet oprettes, fx efter inspiration af vores forslag til et nyt ATP-produkt.

Vi håber, at vores Anbefaling 1 følges. Omvendt må vi også anerkende, at der hidtil ikke har været megen politisk interesse for at gøre ATP-pensionen bedre. Man kan derfor frygte, at der ikke sker noget på kort sigt. Det vil føre til, at ATP over tid vil miste relevans og størrelse. Der vil dog gå en del år, før det sker. Derfor har vi en række anbefalinger til, hvordan man kan forbedre den nuværende ATP-ordning, selvom vi mener, at det vigtigste er et nyt ATP-produkt. En række af disse anbefalinger kan ligeledes benyttes ved designet af et nyt ATP-produkt.

Tredjebedste løsninger er anbefalinger til investeringsstrategien (3. - 6.), til inflationsreguleringen (7. og 8.) og til governance (9. og 10.). Rangordningen afspejler til en vis del vores prioritering af anbefalingerne, som er:

- Anbefaling 3. Gennemfør regelmæssige uafhængige performancemålinger af ATP's investeringsresultater og indfør et investeringsbenchmark.
- Anbefaling 4. Sænk andelen af danske børsnoterede aktier og følg et bredt indeks af børsnoterede aktier.
- Anbefaling 5. Sænk andelen af illikvide aktiver i investeringsporteføljen.
- Anbefaling 6. Sænk investeringsomkostningerne.
- Anbefaling 7. Anerkend, at ATP-pensionerne ikke kan realværdiskres og juster ATP-loven tilsvarende. Afskaf muligheden for den særlige pensionistbonus.
- Anbefaling 8. Hæv bonusgraden.
- Anbefaling 9. Indfør forbedret governance struktur i ATP.
- Anbefaling 10. Flyt ATP's ressortministerium fra Beskæftigelsesministeriet til Erhvervsministeriet og underlæg ATP samme tilsyn som andre pensionskasser.

I resten af artiklen uddyber vi disse 10 anbefalinger.

Første og vigtigste anbefaling

Vi har tidligere beskrevet ATP's udfordringer, se fx Ramlau-Hansen (2019a, b) og Ramlau-Hansen og Rangvid (2023). Det største problem er, at ATP-medlemmerne i opsparingsfasen får en for stor allokering til lavtforrentede aktiver og dermed ender med en for lav pension. Samtidig tages der for stor risiko i de frie midler (bonuspotentiallet), og samlet vurderes modellen på sigt at give lave pensioner, hvor købekraften ikke kan bevares. Vi uddyber udfordringerne i Hebsgaard, Ramlau-Hansen og Rangvid (2025).

På den baggrund er vores ubetinget vigtigste anbefaling til løsning af ATP's udfordringer, at det nuværende ATP-produkt erstattes af et nyt.

Anbefaling 1: Erstat nuværende ATP-produkt med nyt ATP-produkt

Vi foreslår, at det nye ATP-produkt designes med inspiration fra produktet beskrevet i Ramlau-Hansen og Rangvid (2023). Det foreslåede produkt er i hovedtræk et livscyklus-pensionsprodukt, men med justeringer for at tage højde for ATP's særlige rolle i det danske pensionssystem. Dette indebærer bl.a., at vi tilknytter en nominel garanti i udbetalingsfasen, da ATP-pensionen skal ses som et supplement til Folkepensionen, og da produktet etableres uden gearing, kan man operere med en mindre

TABEL 1: Udvalgte tal fra fordelingen af estimerede årlige pensioner i det nuværende ATP-produkt og det foreslåede nye ATP-produkt.

Årlig pension	Fraktiler					
	Gennemsnit	5%	25%	50%	75%	95%
Nyt ATP-produkt	40.077	18.082	26.140	34.927	47.947	79.324
Nuværende ATP-produkt (optimistisk)	35.064	19.211	25.860	32.402	41.254	59.889
Nuværende ATP-produkt (realistisk)	29.877	17.655	22.986	28.005	34.622	48.404
Forskel til ATP-produkt (optimistisk)	14,3%	-5,9%	1,1%	7,8%	16,2%	32,5%
Forskel til ATP-produkt (realistisk)	34,1%	2,4%	13,7%	24,7%	38,5%	63,9%

Note: Beregningerne er baseret på et ATP-bidrag på 10.000 kr. årligt for begge produkter, der løbende reguleres med lønudviklingen, der er antaget 1% p.a. ud over inflationen på 2%. Beregningerne er for en person, der starter indbetalinger fra alder 25 og går på pension ved alder 74.

egenkapital (bonuspotentiale) end det nuværende ATP-produkt. Vi vil i denne artikel tilføje beskrivelsen i Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) tre nye aspekter.

For det første vil vi komme med nye og mere detaljerede beregninger af de forventede pensioner, som hele denne diskussion jo i den sidste ende handler om. Da disse beregninger er omfattende, har vi samlet dem i Hebsgaard, Ramlau-Hansen og Rangvid (2025), og nedenfor sammenfatter vi hovedkonklusionerne. For det andet vil vi komme med nye teoretiske argumenter, baseret på den nyeste forskningslitteratur, for, hvorfor det foreslåede ATP-produkt vil være mere hensigtsmæssigt end det nuværende ATP-produkt. Endelig vil vi med udgangspunkt i analyser af individregisterdata fra Danmarks Statistik komme med nye empiriske argumenter for, hvorfor det er vigtigt at have en høj risiko i sin pensionsopsparing i de unge år. Vi viser, at dette er særligt vigtigt for de danskere, som ikke har anden pensionsopsparing end ATP.

Nyt pensionsprodukt

I dette afsnit sammenfatter vi hovedkonklusionerne fra Hebsgaard, Ramlau-Hansen og Rangvid (2025), som analyserer konsekvenserne af et nyt ATP-produkt. Produktet er i høj grad inspireret af et livscyklusprodukt, dog med visse ATP-specifikke karakteristika. For det første er udbetalingerne under pensionering nominelt garanterede som i det nuværende ATP-produkt (men kun gradvist garanteret inden pensionering i modsætning til det nuværende ATP-produkt). For det andet er produktet konstrueret, så medlemmerne får en ret til deres respektive andel af bonuspotentialet/egenkapitalen i modsætning til det nuværende ATP-produkt, hvor ATP-medlemmet ikke ved, om og hvornår man får sin behørig del af bonuspotentialet udbetalt.

Den vigtigste konklusion fra vores analyser relaterer sig til, hvor stor pension et ATP-medlem i den sidste ende kan forvente. Vi viser i Tabel 1 de pensioner, som ATP-medlemmer kan forvente med det nuværende ATP-produkt sammenlignet med de pensioner, medlemmerne kan forvente fra et nyt ATP-produkt. Vi ser for det nuværende ATP-produkt på to afkastantagelser: en optimistisk antagelse for, hvad ATP kan forventes at levere i afkast fremover, og hvad vi vurderer som mere realistiske afkastantagelser for ATP, jf. nedenfor og Hebsgaard, Ramlau-Hansen og Rangvid (2025). For det nye ATP-produkt følger afkastforventningerne Rådet for Afkastforventninger. Tallene er baseret på Figur 4 i Hebsgaard, Ramlau-Hansen og Rangvid (2025).

Som det fremgår af Tabel 1, kan et ATP-medlem forvente en årlig pension på ca. 40.000 kr. med det af os foreslåede

nye ATP-produkt. Dette tal er størrelsen af den fremtidige årlige pension opgjort ud fra dagens lønniveau, jf. beskrivelsen i Hebsgaard, Ramlau-Hansen og Rangvid (2025).

De 40.000 kr. skal sammenlignes med, hvad et medlem kan forvente i årlig pension fra det nuværende ATP-produkt. Under antagelse af at ATP kan levere afkast, som ATP har leveret historisk, hvilket vi vurderer som værende en optimistisk antagelse, jf. nedenfor, er det ca. 35.000 kr.

Med andre ord er det sandsynligt, at en ny ATP-ordning vil give små 15% (14,3%) højere pension (40.077 kr. vs. 35.064 kr.). Dette er et markant løft i den forventede årlige pension for ATP-opsparingen.

Vi viser i Tabel 1 også forskellige fraktiler i fordelingen af de fremtidige årlige udbetalinger. Selv ved 25%-fraktilen vil det nye ATP-produkt forventeligt give en højere pension end det nuværende ATP-produkt. De finansielle markeder skal således opføre sig meget negativt, før det nuværende ATP-produkt giver en lidt højere forventet pension end det produkt, som vi foreslår. Det er først under 20% fraktilen, at den årlige pension vil være marginalt højere med det nuværende ATP-produkt. Og selv ved 5% fraktilen er den forventede pension i det nye produkt alene 6% lavere end for det nuværende ATP-produkt.

Skulle det omvendt gå rigtigt godt på de finansielle markeder, vil det af os foreslåede pensionsprodukt give en væsentligt højere pension. Ved 75% og 95% fraktilerne henholdsvis 16% og 32% højere årlige pensionsydelse.

Disse forhold er andre vigtige karakteristika ved det af os foreslåede nye ATP-produkt. ATP argumenterer ofte, at en fordel ved den nuværende ATP-ordning er, at en stor del af opsparingen er nominelt garanteret, jf. Andersen og Præstegaard (2023). Men de samlede pensionsudbetalinger er jo ikke garanterede, da de afhænger af bonuspotentialets udvikling, og bonuspotentialet er investeret meget risikabelt i det nuværende ATP-produkt.¹ Derfor ender pensionen i vores forslag ud med at være højere, medmindre de finansielle markeder udvikler sig endog meget dårligt, altså dårligere end hvad der er mindre end 20% sandsynlighed for.

Hebsgaard, Ramlau-Hansen og Rangvid (2025) præsenterer en lang række yderligere analyser. Som det nok vigtigste ses på alternative forventede afkast i det nuværende ATP-produkt. Tal-

1. Når bonusgraden (bonuspotentialet ift. medlemmernes opsparing) er høj, fx som følge af høje afkast fra investeringerne, kan bestyrelsen i ATP vælge at regulere pensionerne. På den måde bliver pensionerne afhængige af bonuspotentialets udvikling.

lene i Tabel 1 er 'optimistisk' beregnet mht. hvilket afkast ATP kan opnå af bonuspotentiallet. De er nemlig baseret på en antagelse om, at ATP fremover kan levere væsentligt højere afkast end det generelle aktiemarked. Mere præcist har vi antaget, at ATP kan levere samme investeringsmæssige afkast af bonuspotentiallet, som ATP har opnået historisk (8,9%), mens vi samtidigt har antaget, at aktieafkast i vores forslag til en ny ATP-model følger Rådet for Afkastforventninger: 5,1% (6,5% før pal-skat og omkostninger). En sådan antagelse om, at ATP kan levere væsentlig højere afkast end det generelle aktiemarked er dog i modstrid med, hvad ATP historisk har været i stand til at levere. Japhetson og Svenstrup (2024) dokumenterer selv, at ATP over de sidste mange år har leveret afkast på niveau med eller lidt under det generelle aktiemarked. Alligevel har vi valgt at sammenligne vores model med en model, hvor vi optimistisk antager, at ATP fremover vil klare sig markant bedre ift. aktiemarkedet. Dette ikke fordi vi tror, at det vil ske, men fordi vi ikke ønsker at blive beskyldt for at "favorisere" vores eget forslag.

Skulle ATP derimod fremover levere afkast på linje med aktiemarkedet – dvs. som det historisk er gået, og hvad vi anser for mere realistisk – viser Tabel 2, at det nuværende ATP-produkt vil give en forventet årlig pension på 29.877 kr. Med andre ord vil en antagelse om, at ATP leverer på linje med det historiske, altså på linje med aktiemarkedet, medføre, at vores forslag til en ny ATP-model vil give 34% højere pension. Med disse afkastforventninger er selv 5% fraktilen højere for vores forslåede nye produkt.

ATP har selv meldt ud, at man håber at kunne levere 11% i afkast om året. Det vil være mere end det dobbelte af, hvad aktiemarkedet forventes at levere (og en risikopræmie, der er ca. tre gange større end aktiemarkedets), hvilket vi stiller os meget skeptiske overfor. Men vi har regnet på det. I dette scenarie vil den forventede årlige pension være 36.372 kr., jf. Hebsgaard, Ramlau-Hansen og Rangvid (2025), dvs. selv i dette meget optimistiske scenarie vil vores forslag til en ny ATP-model forventeligt give højere pensioner. Vi illustrerer disse alternative scenarier i Hebsgaard, Ramlau-Hansen og Rangvid (2025), hvor vi også diskuterer ATP's solvens og andre forhold.

Teoretiske argumenter

I dette afsnit beskriver vi, hvordan vi med udgangspunkt i forskningen har designet vores forslag til et nyt ATP-produkt. Formålet med ATP-pensionen er sammen med Folkepensionen at sikre en vis minimumspension for alle, for at undgå fattigdom blandt pensionister. Arbejdsmarkedspensionerne skal tilsvarende sikre en pension, der er fornuftig set i forhold til indkomsten som erhvervsaktiv.

Som beskrevet i fx Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) og Hebsgaard, Ramlau-Hansen og Rangvid (2025) er risikoalloke-

ringen i det nuværende ATP-produkt den samme uanset medlemmets alder.²

Det har længe været kendt fra forskningslitteraturen, at et optimalt forløb for en persons investeringer over livscyklus-sen er, at personen starter med en høj andel af risikable aktiver, som giver højere forventede afkast, og at denne andel trappes ned - og andelen af sikre aktiver i porteføljen trappes op - hen mod og efter pensionstidspunktet. Se fx de klassiske studier af Cocco, Gomes og Maenhout (2005) og Gomes, Haliassos og Ramadorai (2021) for et fyldigt overblik over denne litteratur.

Den basale forklaring på dette forløb er, at arbejdsindkomst for de fleste er forholdsvis sikkert relativt til afkast fra risikable finansielle aktiver. Når man ser på den samlede formue – bestående af både finansiell formue og nutidsværdien af fremtidig arbejdsindkomst – bør man have en forholdsvis høj andel af risikable finansielle aktiver (med højt forventet afkast), når man er ung, og nedtrappe denne andel efterhånden, som formuen fra arbejdsindkomst udgør en mindre del af den samlede formue, dvs. når man bliver ældre. Dette princip sikrer, at man opnår en nogenlunde konstant andel af sin samlede formue i risikable aktiver gennem hele livet.

Dette grundlæggende resultat er robust og består også i analyser, hvor der inddrages realistisk usikkerhed om fremtidig arbejdsindkomst, boligkøb, studiegæld, kønsforskelle på arbejdsmarkedet osv., se igen Gomes, Haliassos og Ramadorai (2021) for et overblik.

Argumenterne for en højere andel af risikable finansielle aktiver i de unge år er blevet underbygget gennem de senere års forskning, som har fokuseret mere eksplicit på aktivallokering i pensionsopsparing og samspejlet med anden fri opsparing, se fx Larsen og Munk (2023), Munk (2024) og Schlafmann, Setty og Vestman (2024).

Dertil er der kommet ny forskning, der belyser risikotagningen over livscyklus i en ordning som ATP, dvs. en obligatorisk pensionsordning. I den forbindelse er især forskningen af Dahlquist, Vestman, og Setty (2018) relevant. De studerer, hvordan porteføljeallokeringen i en obligatorisk pensionsordning bør indrettes. De finder – som i andre studier – at man bør have mange risikable aktiver som ung, som så aftrappes med alderen: Aktieandelen bør være 100% i de unge år, faldende over tid, og omkring 40% under pensionering. Derudover – og det er det nye, som vi vil fokusere på her – viser Dahlquist m.fl. (2018), at den optimale pensionsordning ikke alene bør tage højde for folks pensionsordning, men også deres frie investeringer. Hvis en person har mange risikable aktiver udenfor sin pensionsordning, så behøver man ikke så mange risikable aktiver i pensionsordningen, og omvendt.

Hovedresultatet i Dahlquist m.fl. (2018) er i deres Tabel VI. Her finder de, at investorer, som ingen aktiemarkedseksponering har udenfor deres obligatoriske pensionsordning, optimalt bør have omkring 20 procentpoint højere aktiemarkedseksponering i deres obligatoriske pensionsordning. Pointen er her, at den obligatoriske pensionsordning bør kompensere medlemmernes lave investering i aktiemarkedet for frie midler via en højere aktieandel i pensionsordningen.

Dette er en vigtig indsigt ift. ATP-diskussionen. ATP-pensionen er især relevant for folk med lav pensionsformue og dermed lav indkomst under pensionering. Hvis disse danskere også har en lav privat formue, og derved lav/ingen investering i risikable

2. Indtil 2022 blev indbetalinger til ATP delt i to dele på henholdsvis 80% og 20% uanset medlemmets alder. De 80% blev brugt til at etablere en garanteret livrentepension, mens de resterende 20% blev henlagt til bonuspotentiallet. Fra og med 2022 allokeres ¾ af de 80% (dvs. 60%) til den garanterede livrentepension, mens den resterende ¼ af de 80% investeres i en markedsrentepension for unge medlemmer, som senere hen mod pensionering ligeledes konverteres til en garanteret livrentepension. Med andre ord bliver 60-80% af nye indbetalinger i dag stadig investeret i lavt forrentede aktiver uanset medlemmets alder.

TABEL 2: Andele af pensionister som ejer aktier og ejendom, opdelt efter om pensionisten kun har ATP-opsparring eller også har anden pensionsopsparing.

Panel A. Andel med aktier								
År efter pensionering	-25	-20	-15	-10	-5	0	5	8
Kun ATP	13,1%	13,1%	16,2%	17,9%	17,4%	16,6%	14,7%	13,5%
Alle andre	18,0%	27,1%	32,9%	37,4%	39,2%	40,2%	39,4%	38,1%

Panel B. Andel med ejendom								
År efter pensionering	-25	-20	-15	-10	-5	0	5	8
Kun ATP	40,8%	37,2%	36,6%	36,8%	36,2%	33,0%	27,8%	23,6%
Alle andre	62,6%	62,6%	61,3%	62,9%	63,1%	61,2%	56,6%	52,9%

Panel C. Andel af bruttoformue i aktier								
År efter pensionering	-25	-20	-15	-10	-5	0	5	8
Kun ATP	2,4%	3,0%	4,1%	4,1%	3,4%	4,0%	4,2%	4,0%
Alle andre	3,1%	5,0%	6,6%	7,2%	7,5%	9,4%	11,0%	11,1%

Panel D. Andel af bruttoformue i ejendom								
År efter pensionering	-25	-20	-15	-10	-5	0	5	8
Kun ATP	41,5%	37,8%	36,2%	35,0%	32,9%	27,9%	24,0%	20,5%
Alle andre	59,3%	58,7%	56,5%	56,1%	53,2%	46,9%	43,9%	40,7%

aktiver udenfor deres pensionsformue, vil forskningen således tilsige, at aktieandelen i ATP-ordningen bør være ekstra høj. Spørgsmålet er så empirisk, om det er tilfældet, hvilket vi undersøger i det følgende afsnit.

Empiriske argumenter

ATP's argument for, at ATP-ordningen har en høj grad af sikre investeringer – fra man træder ind på arbejdsmarkedet som ung til man går bort – er, at ATP-ordningen er specielt vigtig for folk uden anden pensionsopsparing, jf. Andersen og Præstegaard (2024). Som nævnt ovenfor vil dette argument være validt, hvis de danskere, som ATP er særligt vigtig for, har store investeringer i risikable finansielle aktiver udenfor deres pensionsordning.

Faktum er, at det forholder sig omvendt. De danskere, som ikke har anden pensionsindkomst end folkepension og ATP-pension, har en lavere andel risikable aktiver i frie midler end andre danskere. I det følgende belyser vi dette via individdata fra Danmarks Statistik.

I Tabel 2 viser vi forskellige mål for, hvor store investeringer i risikable aktiver to grupper af pensionister har for frie midler, nemlig (a) pensionister som ikke har anden pensionsindkomst end folkepension og ATP-pension og (b) alle andre pensionister. Vi kigger på pensionister i perioden 2014-2021. Vi ser på følgende mål for risikable investeringer:

Panel A: Andel af pensionister som har aktier m.v. (direkte investeringer i aktier og gennem investeringsforeninger).

Panel B: Andel af pensionister som ejer en bolig.

Panel C: Hvor stor en del af pensionisternes samlede bruttoformue, de har placeret i aktier m.v.³

Panel D: Hvor stor en del af pensionisternes samlede bruttoformue, de har placeret i bolig.

Vi ser på, hvordan disse pensionisters investeringer udviklede sig fra op til 25 år før, de gik på pension, indtil 8 år efter de er

gået på pension, dvs. gennem årene 1995-2022 for pensionister, som er gået på pension i 2014-2021.⁴

Tabel 2, Panel A, viser, at pensionister, som ikke har anden pensionsopsparing end ATP, har en væsentligt lavere tilbøjelighed til at holde aktier m.v. I pensionsåret (år '0') er det kun ca. hver 6. pensionist (16,6%) af de, som kun har ATP-pensionsopsparing, som ejer aktier for frie midler, mens det er mere end hver 3. pensionist, som også har anden pensionsopsparing end ATP (40,2%), som ejer aktier. Det samme mønster gjorde sig gældende for disse to grupper, mens de arbejdede, dvs. i opsparingsfasen. Op til 25 år før disse personer gik på pension (så længe vores data rækker tilbage) havde pensionister, der i dag har anden pensionsopsparing end ATP, næsten 40% større sandsynlighed for at eje aktier, end pensionister, der i dag kun har ATP-opsparring (18% vs. 13,1%), og 20 år før pensionering dobbelt så stor sandsynlighed (27,1% vs. 13,1%).

Samme mønster gør sig gældende for boliginvestering: En bolig er både et forbrugsgode (vi bor i vores bolig) og et investeringsgode (vi kan tjene – og tabe – penge på vores boliginvestering). Når vi ser på risikoeksponering udenfor pensionsopsparing, er det derfor relevant også at betragte boliginvestering. Hvor 62,6% af pensionister med anden pensionsopsparing end ATP ejede bolig 25 år før de gik på pension, gjorde dette sig kun gældende for 40,8% af pensionister, som kun har ATP-opsparring. Dette mønster holder op gennem arbejdslivet, på pensions-tidspunktet og i årene efter pensionering.

Endelig ser vi i Panel C og D på, hvor stor en del af bruttoformuen de to grupper af pensionister har placeret i aktier og bolig. Vi ser igen, at danskere, som ender med kun at have ATP-pensionsopsparing, generelt har en væsentlig lavere eksponering til risikable aktiver, end folk, der ender med også at have anden pensionsopsparing end ATP – det gælder fra 25 år før de går på pension til 8 år efter.

3. Den samlede bruttoformue består af værdien af den frie formue, dvs. bankindskud, aktier, obligationer og ejendom (offentlig vurdering) som frie midler, plus pensionsformuen.

4. For en person, som går på pension i 2014, kan vi følge denne 8 år efter, nemlig indtil år 2022. For en person, som er gået på pension i 2015, kan vi følge denne 7 år efter, og så fremdeles.

Konklusionen er klar. Pensionister, som alene har ATP-opsparring, har mindre tendens til at eje risikable finansielle aktiver (aktier og boliger) udenfor deres pensionsopsparing end andre pensionister. En optimal obligatorisk pensionsordning bør kompensere de personer, som har lav finansiell risikoeksponering udenfor pensionsordningen med en høj eksponering i pensionsordningen, især i de unge år, jf. diskussionen om risikoallokering over livscyklens. Dette viser sig i data at gøre sig gældende for de pensionister, som ATP er særligt vigtig for, nemlig de personer, som kun har ATP-opsparring. Vores forslag til et nyt ATP-produkt er designet efter dette princip modsat det nuværende ATP-produkt.

Vores resultater her er ikke overraskende. Det er alment antaget, at pensionister, som alene har ATP-opsparring, typisk har lavere indkomst og formue end andre danskere. Vi har i dette afsnit vist, at dette også bekræftes af data.

Alt i alt har vi således i dette afsnit beskrevet, at (i) akademisk forskning om den optimale risikoallokering over livscyklens medfører, at man skal have stor finansiell risiko som ung og lav som gammel, (ii) at denne risikoallokering skal være ekstra høj for folk med lav eksponering til risikable finansielle aktiver i deres frie formue, og (iii) at danskere, som alene har ATP-opsparring har lav finansiell formue relativt til andre danskere.

Vi har med disse forhold in mente foreslået et nyt ATP-produkt. Vi har også vist, at dette ATP-produkt konservativt vurderet vil give ca. 15% højere pensioner end det nuværende ATP-produkt, og med mere realistiske antagelser vil det give 20-30% højere pension.

Sæt ATP-bidraget op, hvis nyt produkt indføres

Hvis vores anbefaling om et nyt ATP-produkt gennemføres, anbefaler vi en stigning i ATP bidraget. Vi har tidligere (Ramslau-Hansen og Rangvid, 2023) anbefalet, at ATP-bidraget cirka 3-dobles, hvis et nyt ATP-produkt introduceres. Derudover anbefaler vi, at ATP-bidraget fremadrettet fastsættes som en procentdel af lønnen og ikke et nominelt fast beløb, så ATP-bidraget fremadrettet kommer til at følge lønudviklingen. Samlet kan man således forestille sig et fremtidigt ATP-bidrag på fx 3% af lønnen, dog maksimalt 10.000 kr., hvor altså grænsen på de 10.000 kr. skal reguleres med lønudviklingen. Med et ATP-bidrag på 10.000 kr. er det muligt at udbetale en ATP-pension på rundt regnet halvdelen af folkepensionens grundbeløb.

Det er samtidigt vigtigt - igen - at slå fast, at vi alene kan anbefale et højere lønindekseret ATP-bidrag, hvis ATP-produktet laves grundlæggende om á la vores forslag hertil. Fortsætter ATP-produktet i uændret form, kan vi ikke anbefale en stigning i ATP-bidraget, faktisk tværtimod, jf. vores næste anbefaling, Anbefaling 2.

Næstbedste løsning

Anbefaling 2. Sæt ATP-opsparringen fri, hvis ATP-produktet ikke laves grundlæggende om

Hvis der ikke er politisk stemning for at ændre det nuværende ATP-produkt, mener vi, at ATP-opsparringen bør sættes fri, så danskerne får mulighed for at flytte deres nuværende ATP-opsparring til en pensionskasse efter eget valg. Vi foreslår ikke, at man skal kunne hæve pengene til forbrug, idet midlerne som beskrevet tjener et vigtigt pensionsformål.

Det kan heller ikke anbefales, at der fortsat indbetales til ATP

med det nuværende produkt. Vi foreslår derfor, at indbetalingerne til ATP stoppes, hvis ikke ATP-produktet ændres grundlæggende. I det tilfælde skal danskere med løs tilknytning til arbejdsmarkedet spare op andetsteds, jf. diskussionen i introduktionen.

Det er tidligere lykkedes at slippe LD-midlerne fri, uden at det gav de store problemer, og LD har også efterfølgende gjort det udmærket. Skal ATP-midlerne slippes fri, skal det muligvis gøres i etaper, så ATP får mulighed for at tilpasse sig og mulighed for fx at sælge illikvide aktiver i god ro og orden. Dertil kommer, at pensionisterne i ATP har garanterede pensioner, som de formentlig ikke vil kunne få i en anden pensionskasse. Man kan derfor overveje kun at tilbyde valgfrihed for medlemmer, der endnu ikke er på pension. Vælger man alligevel at tilbyde, at også pensionister kan flytte opsparingen, skal man sikre sig mod negativ selektion, så det alene ikke er medlemmer med 'kort levetid', der flytter. Dette kan ske ved, at man opkræver et fradrag ved flytningen for at kompensere tilbageværende medlemmer mod, at levetidsantagelserne ændrer sig ved, at man 'fritstiller' ATP-medlemmerne. Man skal endelig sikre sig, at medlemmerne får en rimelig andel af bonuspotentiallet med ved en flytning.

Tredjebedste løsninger

Skulle der ikke være politisk opbakning til et nyt ATP-produkt, ej heller at ATP-pensionen sættes fri, er man efterladt med det nuværende ATP-produkt. Selvom vi ikke mener, at det er et hensigtsmæssigt produkt, ser vi dog en række muligheder for forbedringer i forhold til det eksisterende. Vi starter med anbefalinger til investeringsstrategien, hvorefter vi kommer til anbefalinger omkring governance og regulering, hvilket til dels afspejler en prioritering, men vi understreger, at vi finder alle anbefalingerne vigtige.

Som nævnt i indledningen vil flere af anbefalingerne ligeledes være relevante ved design af et nyt ATP-produkt, jf. Anbefaling 1. Når vi fx anbefaler, at man investerer mere i forhold til et indeks og har færre illikvide investeringer, er det både en anbefaling til det nuværende ATP-produkt, men kan med fordel også være en inspiration for investeringsstrategien for et nyt obligatorisk ATP-produkt.

Anbefaling 3. Gennemfør regelmæssige uafhængige performancemålinger af ATP's investeringsresultater og indfør et investeringsbenchmark

Der har været megen debat om ATP's investeringsstrategi og resultater gennem de senere år, ikke mindst som følge af ATP's katastrofale afkast i 2022, hvor ATP tabte 3-4 gange så meget som andre professionelle investorer. ATP har stadig ikke indhentet det tabte tilbage på trods af gunstige investeringsvilkår i de senere år med høje aktieafkast og faldende renter.

Vi præsenterede i Ramslau-Hansen og Rangvid (2023) første bud på en uafhængig performancemåling af ATP. Vi konkluderede, at ATP ikke har fået nok betaling for den store risiko, man har taget på medlemmernes vegne. Japhetson og Svenstrup (2024) afviste kritikken på basis af et argument om, at perioden, som vi har data for – 12 år – er for kort til, at man kan konkludere noget statistisk om ATP's performance.

I mellemtiden udsættes store offentlige pengetanke i vores nabolande for regelmæssige eksterne evalueringer af deres in-

vesteringsforvaltning/-performance. Vi mener, at det vil være hensigtsmæssigt, hvis det samme sker for ATP.

Skoleeksemplet er den norske Oliefond, som vi har ladet os inspirere af. Den norske regering lader med jævne mellemrum eksperterne eksperter gennemgå Oliefondens investeringsresultater og komme med anbefalinger hertil. Rapporterne er grundige med mange analyser og anbefalinger. Oliefonden vurderer og kommenterer på rapporterne, og de norske politikere tager i den sidste ende stilling til anbefalingerne. Sådanne analyser er siden 2009 blevet gennemført hvert 4. år, se Norges Bank (2021). De seneste analyser findes i Ang, Brandt og Denison (2014), Dahlquist og Ødegaard (2018) og Bauer, Christiansen og Døskeland (2022).

Selvom de første indbetalinger til den norske oliefond først fandt sted i 1996, og der gik en del år, før der var midler af betydning, gik man i Norge således forholdsvis hurtigt i gang med uafhængige performancemålinger. Selvom man "kun" har 10+ års data til rådighed, kan man naturligvis lave analyser af performance.

Vi foreslår lignende evalueringer af ATP. Som i Norge er det vigtigt, at disse evalueringer af ATP's investeringsperformance bliver betalt af staten og ikke af ATP for at sikre armslængde og mindske eventuelle interessekonflikter. De uafhængige eksperter, som bør lave undersøgelserne, kunne være en blanding af udenlandske og danske eksperter.

Det er svært at forstå, at uafhængige performancemålinger ikke allerede for længst er blevet besluttet. Vi tror, at det ville være til gavn for ATP selv, men også for debatten om ATP, hvis der blev etableret en løbende uafhængig evaluering af ATP's performance.

ATP offentliggør heller ikke et investeringsbenchmark. Udover regelmæssige uafhængige evalueringer ville det være relevant at vurdere ATP's kortsigtede performance i forhold til et relevant benchmark. Ifølge ATP (2023b) investerer man ud fra en overordnet 'risk-parity' strategi med hhv. 35% risiko knyttet til aktie- og renterisici, 15% til inflationsrisici og 15% til anden risiko, hvorfor det bør være forholdsvis enkelt at etablere et benchmark. Dette bør ikke tage fokus fra vigtigere langsigtede diskussioner om ATP's overordnede produkt og investeringsstrategi, men et benchmark vil give løbende evaluering af den kortsigtede performance. Oliefonden offentliggør hvert halve år en analyse af deres performance i forhold til et benchmark.

Anbefaling 4. Sænk andelen af danske børsnoterede aktier og følg et bredt indeks af aktier

ATP har en meget stor eksponering mod danske aktier i porteføljen af børsnoterede aktier. Det drejer sig ikke om få procentpoint, men om et meget stort sats på danske aktier.

Ud af en samlet beholdning af børsnoterede aktier på 55 mia. kr. ultimo 1. halvår 2024 er de 26 mia. kr. investeret i danske børsnoterede selskaber, dvs. 47%.⁵ Dette er bemærkelsesværdigt, da det danske aktiemarked kun udgør omkring 1% af verdensmarkedet.

Man kan komme med argumenter om, at danske aktier er internationale, så man får international eksponering gennem danske aktier. Det ændrer dog ikke på, at ATP stadig har en eksponering mod relativt få (danske) aktier ift. de mange internationale aktier, der findes. Man kan også komme med argumenter om, at danske aktier har gjort det godt gennem de senere år, men det er en ex post betragtning. Tilbage står, at ATP har en koncentreret eksponering mod danske aktier, og derved en større idiosynkratisk risiko i sin portefølje.

ATP har ikke offentligt gjort rede for begrundelsen for den meget store danske eksponering, ud over at man har sagt, at man har en 'bedre indsigt end gennemsnittet' i det danske aktiemarked, jf. Finanswatch (2024b). Vi stiller os skeptisk overfor dette argument. Det store sats på danske aktier må jo grundlæggende skyldes en tro på, at man her kan lave højere (risikojusterede) afkast end i andre internationale aktier. Samtidig reducerer man graden af mulig diversifikation. Det danske aktiemarked har givet højere afkast end verdensmarkedet i nogle år før 2023, men det vendte så i 2024, hvor MSCI ACWI, dvs. verdensindekset, er steget med over 20% i 2024 mod danske aktiers afkast på et par procent. Hvis antagelsen bag den store eksponering mod danske aktier er, at ATP forventer, at danske aktier giver højere afkast fremover, ville det være interessant at høre dette eksplicit fra ATP's side og sætte det op imod, hvad andre (internationale) analytikere forventer. Vi bemærker, at den norske Oliefond ikke må investere i norske aktier.

Vi opfordrer således ATP til at nedbringe andelen af danske aktier.

ATP's øvrige portefølje af børsnoterede udenlandske aktier er generelt karakteriseret ved store sats og afvigelse fra, hvad andre investorer gør.

Fx er de 3 største udenlandske aktiebeholdninger ultimo 1. halvår 2024 Ucb fra Belgien (738 mio. kr.), Embla Medical fra Island (639 mio. kr.) og Helios Towers fra UK (567 mio. kr.). Verdens største selskaber, som har leveret de største afkast gennem de senere år (Rangvid 2023), såsom Microsoft (ATP's beholdning: 152 mio. kr.), Apple (70 mio. kr.) og Nvidia (76 mio. kr.) udgør forbausende små andele af porteføljen. Omvendt har man større beholdninger af flere danske aktier end af disse verdens største virksomheder.

Vi skal ikke på nogen måde foregive, at vi ved om Ucb og Embla vil gøre det bedre end Microsoft og Nvidia eller for den sags skyld danske aktier. Men vi kan konstatere, at ATP i deres investeringsstrategi afviger konsekvent og betydeligt fra den globale markedsportefølje, dvs. hvad andre investorer gør. Det er svært at forstå, hvorfor danskernes tvangsopsparing i ATP skal investeres på en måde, som så markant afviger fra, hvad andre investorer tror på.

Vi bemærker hertil, at Oliefonden kører en strategi, der er meget tæt på en indeksstrategi, dvs. i meget høj grad følger verdensmarkedet, dog med den undtagelse at Oliefonden som nævnt ikke må investere i norske aktier – altså det stik modsatte af, hvad ATP gør.

Vores anbefaling her er ikke nødvendigvis udtryk for en generel holdning om, at passiv investering er bedre end aktiv investering. Vores holdning er, at for tvangsopkrævede midler bør man være tilbageholdende med at afvige fra, hvad summen af alle investorer tror. Når vi ikke selv kan vælge, hvor vi placerer vores pensionsopsparing, bør de placeres i forhold til konsensus

5. Tælles eksponeringen via afledte instrumenter med, øger det ATP's gearing og risiko med ca. 45 mia. kr. og sænker andelen i danske aktier fra de i teksten nævnte 47% til ca. 26%.

blandt alle investorerne som udtrykt via verdensmarkedet og ikke, hvad den enkelte porteføljeformidler tror er bedst. Vi kan jo ikke vælge fra, hvis vi er uenige med porteføljeformidleren.⁶

Anbefaling 5. Sænk andelen af illikvide aktiver i porteføljen

Allerede i 2019 advarede vi om, at en forholdsvis høj andel illikvide aktiver i investeringsporteføljen er ekstra farlig, når der geares, da porteføljen risikerer at blive ”skæv” efter en kraftig nedtur på de finansielle markeder, hvor man tvinges til at sælge de likvide aktiver. Det skete så i 2022, og ATP har nu en meget stor andel af illikvide aktier i porteføljen. ATP havde ved udgangen af 1. halvår 2024 ca. 50% illikvide aktiver,⁷ mens den gennemsnitlige andel er ca. 20% for pensionssektorens som helhed, jf. Finanstilsynet (2024).

ATP skal have ros for nu at erkende, jf. Finanswatch (2024b), at andelen af illikvide aktiver er for høj. ATP og undertegnede er således enige om vores anbefaling 5, som er at sænke andelen af illikvide aktiver i investeringsporteføljen. Senest har salget af ATP's andel i Københavns Lufthavn og nedskrivningerne af investeringerne i Northvolt og Better Energy bidraget til dette.

Anbefaling 6. Sænk investeringsomkostningerne

Investeringsomkostningerne i ATP er høje.

ATP (2023a) nævner, at de samlede investeringsomkostninger i 2023 udgjorde 1,94 mia. kr. En del af disse kan dog henføres til håndteringen af afdækningsporteføljen. ATP oplyser ikke om fordelingen mellem omkostninger til håndtering af hhv. investerings- og afdækningsporteføljen. ATP oplyser dog, at de direkte investeringsomkostninger er 703 mio. kr. og indeholder omkostninger til afdækning. Med andre ord er mindst 1,2 mia. kr. ($1,9 - 0,7 = 1,2$ mia. kr.) reelle direkte og indirekte (dvs. performance fees og andet) omkostninger vedr. investeringsporteføljen.

Vi kan dermed konkludere, at omkostningsprocenten til håndtering af investeringerne er mindst 1,2% (1,2 mia. kr. ud af bonuspotentialets 104 mia. kr.).⁸ Antager man, at halvdelen af de oplyste direkte investeringsomkostninger går til håndtering af afdækningsporteføljen (da ATP som nævnt ikke ønsker at oplyse det præcise tal, sætter vi det her til, hvad vi vurderer som konservativt; vi opfordrer ATP til at være mere åbne om de reelle investeringsomkostninger), er omkostningsprocenten ca. 1,5%. Det er høje investeringsomkostninger.⁸

Sammenligner man med den norske oliefond, havde den samlede omkostninger på 6,6 mia. NOK i 2023, hvilket skal

holdes op imod formuen på 15.765 mia. NOK. Ifølge Oliefondens årsrapport giver det en omkostningsprocent på 0,045%. Med andre ord er investeringsomkostningerne i ATP op imod 35 gange højere end i Oliefonden.

ATP's investeringsomkostninger er også markant højere end i andre danske pensionskasser. I Konkurrencerådet (2019) vises, at investeringsomkostningerne i danske pensionskasser typisk ligger på ml. 0,4% og 0,6% af formuen. Ifølge Forsikring og Pension udgør de formuevægtede investeringsomkostninger for den danske pensionsbranche 0,66% i 2023 i markedsrenteordninger og 0,62 i gennemsnitsrenteordninger. ATP's omkostninger er altså mere end dobbelt så høje som i andre danske pensionskasser.

Omkostningerne er også højere end i typiske danske investeringsforeninger. Den gennemsnitlige årlige løbende administrationsomkostning i danske investeringsforeninger med investeringer i globale aktier er 1%.

Hvor det således er rigtigt, som ATP ofte gør opmærksom på, at administrationsomkostninger er lave i ATP, er det mindst lige så vigtigt at gøre opmærksom på, at investeringsomkostningerne er høje.

De høje investeringsomkostninger skyldes (formodentlig) en kombination af gearingen og den store andel af illikvide aktiver, som typisk er dyrere at forvalte end likvide aktiver.¹⁰ De høje omkostninger, som ikke leder til bedre performance, trækker ned i pensionerne.

En uafhængig performancemåling af ATP's investeringsresultater bør også omfatte omkostningsniveauet, jf. anbefaling 3. Vi anbefaler, at ATP arbejder hen imod lavere omkostninger i investeringerne. Vi bemærker i den forbindelse, at vores anbefalinger 3. og 4. om at investere mere indeksnært og med færre alternative aktiver ligeledes vil medføre en reduktion af investeringsomkostningerne.

Anbefaling 7. Anerkend, at ATP-pensionerne ikke kan realværdisikres og afskaf muligheden for den særlige pensionistbonus

ATP-loven siger, at man skal tilstræbe at realværdisikre ATP-pensionerne. Hvis man regner med 2% inflation på den lange bane, skal ATP generere 2% årligt i bonus. En inflation på 2% er ikke et tilfældigt tal, men mange centralbankers inflationsmålsætning og den langsigtede inflationsforventning jf. Rådet for Afkastforventninger.

ATP (2023b) vurderer, at der kan gives 1,85% bonus om året, og at sandsynligheden for, at man kan opnå 2% bonus om året er lavere end 50%, nemlig 44,8%, jf. ATP (2023b). Med andre ord

6. Nogle vil hævde, at det samme gør sig gældende i arbejdsmarkedspensionskasserne. Der er dog den vigtige forskel, at man som medlem i en arbejdsmarkedspensionskasse kan gøre sin indflydelse gældende på den årlige generalforsamling, herunder tage til orde, stemme om bestyrelsens sammensætning osv. I ATP har det enkelte medlem ingen indflydelse og kan ikke gøre sin stemme gældende.

7. Sum af ATP's investeringer i noterede kapitalandele, kreditinvesteringer, infrastrukturinvesteringer, fast ejendom og lån som andel af den samlede investeringsportefølje.

8. På samme måde som man måler afkast fra investeringerne som procent af bonuspotentialet, måles investeringsomkostninger som procent af bonuspotentialet.

9. Vi prøver at være så præcise som muligt (givet det informationsniveau som ATP stiller til rådighed) mht. investeringsomkostningerne. Det bør dog samtidig slås fast, at uanset hvor stor en andel af de direkte investeringsomkostninger, som går til afdækningsporteføljen, er der kun bonuspotentialet til at dække de samlede omkostninger på 1,94 mia. kr. Med andre ord lægger de samlede omkostninger til afdækning og investering et dræn på bonuspotentialets udvikling på ca. 2% p.a. (1,94 mia. kr. ud af 104 mia. kr.).

10. I den forbindelse er det interessant, at der tyder på at være meget høje bonusser i ATP's egne Private Equity fonde, jf. Børsen (2024a, b).

er det i ATP's egne beregninger mere sandsynligt, at man ikke kan realværdisikre pensionerne end, at man kan.

ATP skal have ros for at fremlægge beregninger, der så klart illustrerer udfordringen med at realværdisikre pensionerne, men det fører ligeledes til den konklusion, at man bør være mere tydelig i sin kommunikation på dette punkt. Som supplement til, at ATP i sin kommunikation ofte slår på, at de nominelt garanterede pensioner er intakte, kunne ATP supplere med en oplysning om, hvorledes købekraften af ATP-pensionen er blevet udhulet gennem årene.

Vi vurderer, at ATP's muligheder for at inflationssikre pensionerne er lavere, end det ATP skønner. Vi har tidligere i Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) skønnet, at ATP med det nuværende set-up fremadrettet formentlig kan regulere pensionerne med ca. 1% årligt – altså cirka halv inflationsregulering. Af Ramlau-Hansen (2019) fremgik det, at en inflationsregulering på 2% typisk vil kræve et årligt afkast på cirka 20% af bonuspotentialet, hvilket virker urealistisk. Vores beregninger i Hebsgaard, Ramlau-Hansen og Rangvid (2025) bekræfter, at ATP fremadrettet realistisk set kan regulere pensionerne med ca. 1% p.a.

I perioden 2014-2023 har inflationen målt ved forbrugerprisindekset været på samlet ca. 18% svarende til 1,7% p.a. ATP har i samme periode brugt godt 48 mia. kr. på at regulere pensionerne. I forhold til de samlede hensættelser gennem perioden, giver det en gennemsnitlig regulering på 0,7%. Det svarer til en regulering på cirka 40% af inflationen. Over de sidste 10 år har ATP således været ganske langt fra "realværdisikring".

ATP er formentlig selv klar over, at det kan være vanskeligt at inflationsregulere. Ved ændringen af ATP-loven i 2021 blev der indført en bestemmelse om, at hvis bonusgraden er mellem 10 og 20%, kan man evt. nøjes med at regulere pensionisterne med en særlig pensionistbonus, som således kun tilfalder pensioner under udbetaling. Udgangspunktet ved en bonusgrad på mere end 20% skal være, at alle pensionerne reguleres (pensionister og ikke-pensionister). Med dette risikerer man selv, at der over tid kommer til at ske en omfordeling fra yngre medlemmer til pensionisterne, idet de to grupper over tid bliver reguleret med forskellige satser.¹¹

I den nævnte 10 års periode har ATP reguleret pensionerne 5 gange, men heraf har medlemmer, som ikke er pensionister, kun fået reguleret deres pension 2 gange. Pensionisterne er samlet blevet reguleret med ca. 11%, mens ikke-pensionisterne har fået en samlet regulering på ca. 5% over den 10-årige periode.

Ud fra ovenstående må det logiske være, at ATP-loven justeres, så det tydeligt fremgår, at målet ikke er at 'tilstræbe en inflationsregulering', men at 'tilstræbe en bedst mulig regulering', så ordet inflation udgår og ikke skaber en urealistisk forventning. Samtidig mener vi, at Folketinget endnu en gang bør vurdere, om man virkelig ønsker den beskrevne forskelsbehandling mel-

lem pensionister og ikke-pensionister, som over tid indebærer risikoen for en betydelig omfordeling mellem de to grupper.

Ligesom omfordeling mellem pensionister og ikke-pensionister er et problem for ATP, gælder tilsvarende problemstilling for forskellige grupper af danskere med forskellige forventede restlevetider.

Både den nuværende ATP-pension og vores nye forslag er kollektive ordninger, hvor medlemmerne deler levetidsrisikoen. Fordelen i ATP's tilfælde er, at det skaber størrelse med tilhørende stordriftsfordele.

Omvendt er det kendt fra forskningen, at forskellige typer af danskere har systematisk forskellige forventede restlevetider. Fx viser Kallestrup-Lamb, Kjærgaard og Järner (2022), at der er 7 års forskel i den forventede restlevetid ml. de 20% mest velstillede ("affluent") og de 20% mindst velstillede danskere, og at denne forskel har været konstant siden 1950'erne. Da de medlemmer, som ATP er vigtigst for, må formodes at høre til blandt de mindre velstillede, medfører de systematisk forskellige restlevetider, at disse medlemmer får mindst ud af ATP-ordningen relativt til deres bidrag. Alle betaler lige meget ind til ATP, men de, som ATP er vigtigst for, kan forvente mindst glæde af ATP.

Det er svært at ændre dette i brede kollektive ordninger, hvorfor vores forslag ligeledes accepterer denne forskel som en grundpræmis. Hvis man ønsker et opgør med dette, skal der tænkes i helt andre baner, fx i retning af vores Anbefaling 2.

Anbefaling 8. Hæv bonusgraden

Som nævnt i forrige anbefaling skal afkastet på bonuspotentialet medvirke til, at pensionerne kan realværdisikres. Da bonuspotentialet er forholdsvis lille ift. den garanterede del af ATP-balancen, skal der genereres et meget højt afkast på bonuspotentialet.

ATP har meldt ud, at deres langsigtede årlige afkastmålsætning er 11%. Uanset om afkastkravet er 11% eller 20%, jf. forrige afsnit, er det meget højt. Det er også højere end risikable aktiver kan forventes at give på den lange bane, jf. Rådet for Afkastforventninger, som forventer 6,5% årligt fra aktier og illikvide investeringer.

Det er således ikke nok at investere hele bonuspotentialet i risikable aktiver. Der skal mere til. Som beskrevet i Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) søger ATP at skabe ekstraordinært høje afkast ved at tage ekstraordinært meget risiko ift. bonuspotentialet.

ATP's risikomål (volatilitet) i investeringsporteføljen tilstræbes at være 30%, jf. ATP (2023b). En typisk global aktieportefølje har en volatilitet på ca. 15%. ATP's investeringsstrategi sigter således efter en dobbelt så høj volatilitet som en 100% aktieportefølje!

Hvis man har en stor egenkapital, har man noget at stå imod med, når risici materialiserer sig. Det er vores vurdering, at ATP ikke har en særlig stor egenkapital (bonuspotentiale), jf. også diskussionen i Hebsgaard, Ramlau-Hansen og Rangvid (2025) om ATP's solvens. Vi anbefaler derfor, at man med det nuværende produkt øger bonusgraden.

Vi foreslår, at man indfører nogle 'bonusfri år' og bruger de kommende års afkast til at få øget bonusgraden, dvs. bonuspotentialet ift. medlemmernes opsparing, til fx 25%. Derved vil man også kunne rettet op på det misforhold, der pt. er gældende, hvor nye indbetalinger bidrager med 25% af opsparingen til bo-

11. Vi er ikke ene om at mene, at dette kan give anledning til en stor – og i vores vurdering for stor – risiko for omfordeling. Finanstilsynet brugte i deres høringssvar til lovforslaget ord som "Der er tale om en væsentlig anderledes tilgang, end hvad der gælder i medfør af det gængse rimelighedsbegreb", og "Finanstilsynet vurderer, at det generelt er særdeles vanskeligt at vurdere risikoen for omfordeling ved anvendelse af udbetalingsbonus", jf. Finanstilsynet (2021).

nuspotentiallet (20% ud af 80% er 25%), mens den eksisterende formue kun har en bonusandel på 18%.

ATP's bonusgrad har svinget ml. 15% og 20% de sidste 10 år med et gennemsnit omkring 17%. En overgang til en højere bonusgrad vil derfor kræve, at der i en periode på måske 5 år ikke udloddes bonus. Det er prisen for at komme til et mere sikkert sted.

Med en bonusgrad på 25% vil et lavere afkast på fx 8-10% måske være nok til at sikre en inflationsregulering på 2%. Med andre ord vil ATP med en højere bonusgrad også kunne implementere en mindre risikabel investeringsstrategi med mindre gearing. Vi understreger dog, at selv med denne større bonusgrad er det uklart, om ATP kan inflationssikre. Og så er vi tilbage til vores Anbefaling 1.

Anbefaling 9. Forbedre governance struktur i ATP

Rammerne for bestyrelsesarbejdet i ATP er udfordret af en potentiel interessekonflikt i og med, at mange af pladserne i ATP's bestyrelse er reserveret til arbejdsmarkedets parter. Arbejdsmarkedets parter har dog også deres "egne" pensionskasser og forhandler overenskomster, hvor bl.a. ATP-bidragets størrelse fastsættes. Dette set-up betyder, at man den ene dag forhandler overenskomster, hvor man bl.a. beslutter pensionsbidragets størrelse, og hvor meget der skal gå til hhv. egne pensionskasser og ATP. Den næste dag sidder man til bestyrelsesmøde i ens egen pensionskasses. Den tredje dag sidder man til bestyrelsesmøde hos ATP.

Selv om der ofte er tale om forskellige personer med forskellige 'kasketter', må det være svært at argumentere imod, at dette ikke kan give anledning til potentielle interessekonflikter. Det ville således være en mere ren governance model, hvis ATP's bestyrelse ikke inkluderede repræsentanter for arbejdsmarkedets parter.

Anbefaling 10. Flyt ATP's ressortministerium fra Beskæftigelsesministeriet til Erhvervsministeriet og underlæg ATP samme tilsyn som andre pensionskasser

ATP's ressortministerium er Beskæftigelsesministeriet. ATP er dog en finansiell institution og endog en meget kompliceret en af slagsen. Beskæftigelsesministeriet har ikke erfaring med håndtering af komplekse finansielle institutioner. Man kan således frygte, at det i realiteten er ATP, der styrer ministeriet mere end, det er ministeriet, der styrer ATP, når der fx skal ske ændringer i ATP-loven som ved 2021-ændringen. Da ATP-produktet er meget kompliceret, kan man også frygte en vis 'beslutningsangst' i et ministerium, der ikke som hovedområde har komplicerede finansielle problemstillinger.

Finansielle institutioner sorterer under Erhvervsministeriet. Det vil således være oplagt, at ATP's ressortministerium flyttes til Erhvervsministeriet.¹²

Derudover har ATP sin egen lov, ATP-loven, som regulerer ATP. Det vil være hensigtsmæssigt, hvis ATP underlægges samme lov som andre pensionskasser, herunder at ATP får pålagt

at leve op til et solvenskrav, som udregnes efter samme principper som andre pensionskasser, dvs. ift. Solvens II. Som vi bemærker i Hebsgaard, Ramlau-Hansen og Rangvid (2025), vurderer vi, at det i realiteten er en forudsætning for ATP's nuværende investeringsstrategi, at ATP ikke er underlagt et kapitalkrav som andre pensionskasser. I betragtning af, at ATP er en systemisk vigtig pensionskasse, virker det kontraintuitivt. Derfor bør Finanstilsynet have samme beføjelser overfor ATP, som Finanstilsynet har overfor andre pensionskasser. Basalt bør ATP reguleres, føres tilsyn med og behandles politisk som andre pensionskasser.

Konklusion

Vi startede vores analyser af ATP med i 2019 at beskrive, hvordan ATP-produktet er uhensigtsmæssigt indrettet risikomæssigt, se fx Ramlau-Hansen (2019a, b) og Rangvid (2019). En stor del af opsparingen investeres sikkert i obligationer mv., mens en mindre del investeres yderst risikabelt. Vi beskrev også, hvordan ATP risikerede at ville få meget store tab, når/hvis der kom uro på de finansielle markeder.

Det skete så et par år senere i 2022, hvor ATP tabte 40% (34% efter skat) af egenkapitalen (bonuspotentiallet) – tre til fire gange så meget som andre professionelle investorer – og ATP har sidenhen ikke vundet det tabte tilbage, på trods af gode år på de finansielle markeder. Vi beskrev i Ramlau-Hansen og Rangvid (2023), hvordan ATP-medlemmerne over en lang periode ikke er blevet behørigt kompenseret afkastmæssigt for den store investeringsrisiko, som ATP har taget på medlemmernes vegne.

Endelig har den faktisk udbetalte ATP-pension ikke kunnet følge med inflationen, selvom loven siger, at det skal tilstræbes. Nu har de senere år været karakteriseret ved usædvanlig høj inflation, men når man kigger fremad, indrømmer ATP selv, at der er højere sandsynlighed for, at pensionerne vil blive udhulet realt set, end at pensionerne kan realværdisikres. Vi deler den vurdering.

Der er således alt mulig grund til at reformere ATP.

Vi har i denne artikel præsenteret vores forslag til et reformeret ATP-produkt. Det er et produkt, som er i overensstemmelse med den nyeste forskning på området og samtidig tilpasset ATP's særlige rolle i det danske pensionssystem. Vi skønner, at vores forslåede produkt konservativt sat vil medføre ca. 15% højere pensioner end det eksisterende ATP-produkt, og 20-30% højere pensioner mere realistisk sat.

Vil man politisk ikke reformere ATP, kan vi ikke anbefale, at danskerne fortsætter med at være tvunget til at spare op i en ordning, som ikke er hensigtsmæssig. Vi anbefaler i den situation, at ATP-pensionen sættes fri, vores næstbedste anbefaling.

Endelig har vi præsenteret en række forslag til umiddelbare forbedringer af den nuværende ATP-ordning. Dette er vores 8 tredjebedste anbefalinger.

Litteratur

- Andersen, Torben M. og Martin Præstegaard, 2024. *ATPs direktør og bestyrelsesformand efter kritik: Vi er lykkedes med at sætte pensionen op fem gange over de seneste 10 år*. Kronik, Berlingske 12. marts 2024.
- Ang, Andrew, Michael W. Brandt og David F. Denison, 2014. *Review of the Active Management of the Norwegian Government Pension Fund Global*.

12. Et nyligt eksempel på en lignende overflytning er CS Pension, for hvilket tilsynet fra 2025 er skiftet fra Forsvarsministeriet til Finanstilsynet.

- ATP, 2021: *ATP's investeringstilgang*. <https://www.atp.dk/dokument/ATP's-investeringstilgang-2021>.
- ATP, 2023a. *ATP Koncernen årsrapport 2023*.
- ATP, 2023b. ATP's investeringsstrategi. <https://www.atp.dk/dokument/atps-investeringsstrategi>.
- Bauer, Rob, Charlotte Christiansen og Trond Døskeland, 2022. *A Review of the Active Management of Norway's Government Pension Fund Global*.
- Cocco, Joao, Francisco Gomes og Pascal Maenhout, 2005. Consumption and Portfolio Choice over the Life Cycle. *Review of Financial Studies* 18(2), 491-533.
- Dahlquist, Magnus, Roine Vestman, og Ofer Setty, 2018. On the asset allocation of a default pension fund. *Journal of Finance*, 73(4), 1893-1936.
- Dahlquist, Magnus og Bernt Arne Ødegaard, 2018. *Review of the Active Management of the Norwegian Government Pension Fund Global*.
- Finanstilsynet, 2024. *Markedsudvikling for Livsforsikrings-selskaber og tværgående pensionskasser i 2023*.
- Finanswatch, 2024a. *ATP skruer ned for alternative investeringer*. Finanswatch 15. april 2024.
- Finanswatch, 2024b. *ATP-direktør: Stor indsigt i danske aktier ligger bag porteføljesammensætning*. Finanswatch 8. februar 2024.
- Gomes, Francisco, Michael Haliassos og Tarun Ramadorai, 2021. Household Finance. *Journal of Economic Literature* 59, 919-1000.
- Hebsgaard, Mads, Henrik Ramlau-Hansen og Jesper Rangvid, 2025. Ny model for ATP-pensionen. *Finans/Invest*, 1/25, s. 16-25.
- Japhetson, Allan og Mikkel Svenstrup, 2024. ATP's investeringsstrategi – hvad kan man konkludere af risikojusterede afkast? *Finans/Invest*, 4/24, s. 20-27.
- Larsen, Linda Sandris og Claus Munk, 2023. The design and welfare implications of mandatory pension plans. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 58, 3420-3449.
- Munk, Claus, 2024. *Optimal retirement saving and dissaving*. Manuscript, CBS.
- Norges Bank, 2021. *Review of the management of the Government Pension Fund Global*.
- Ramlau-Hansen, Henrik, 2019a: ATP's investeringsrisiko og forretningsmodel. *Finans/Invest*, 5/19, s. 13-19.
- Ramlau-Hansen, Henrik, 2019b: ATP's udfordringer. *Finans/Invest*, 6/19, s. 28-31.
- Ramlau-Hansen, Henrik og Jesper Rangvid, 2023. ATP: Investeringsafkast og ny model for opsparing. *Finans/Invest*, 1/23, s. 6-14.
- Rangvid, Jesper, 2019: *Her er ATP's opgaver og et bud på vejen frem*. Jyllands-Posten 10.10.2019, s. 10.
- Rangvid, Jesper, 2023: 7 or 493 stocks: What matters for the S&P 500? *Rangvid's Blog*.
- Schlafmann, Kathrin, Ofer Setty og Roine Vestman, 2024. Designing pension plans according to consumption-savings theory. Bliver publiceret i *Review of Financial Studies*. ■

LEDER ► FORTSAT FRA SIDE 4

disse personer havde muligheden, ville mange af dem nok trække deres penge ud af ATP blandt andet for at tillade, at de blev investeret mere risikabelt, end det aktuelt sker. Det kunne derfor være en overvejelse værd at tillade nuværende medlemmer at konvertere deres opsparing til egenkapital i ATP, så ATP fik den egenkapital de mangler for at sikre en øget risikokapacitet.”

Litteratur

- ATP, 2025a: *ATP igangsætter ekstern evaluering af investeringsstrategi*. Nyhed, 24. januar, 2025.
- ATP, 2025b: *Kommissorium for ekstern evaluering af ATP's investeringsstrategi*. Kommissorium, atp.dk.
- Bechmann, Ken L., 2021: Ny ATP-model – forståelige intentioner men ender som en kompliceret lappeløsning. *Finans/Invest*, 1/21, s. 2-4, 35.
- Bocian, Steen, 2025: *Bocian: Godt med evaluering af ATP –*

men hvorfor skal det tage halvandet år? Børsen, 29. januar 2025.

- Børsen, 2025: *Analyse: Politisk finte kan sætte kritikken af ATP på pause*, Børsen, 27. januar, 2025.
- Hebsgaard, Mads, Henrik Ramlau-Hansen og Jesper Rangvid, 2025: Ny model for ATP-pensionen. *Finans/Invest*, 1/25, s. 16-25.
- Ramlau-Hansen, Henrik og Jesper Rangvid, 2025: Første, andet og tredje bedste råd: 10 anbefalinger til at løse ATP's udfordringer *Finans/Invest*, 1/25, s. 5-15. ■