

# Markedsværdi af investeringsporteføljen

ATP's halv- og helårsrapport indeholder en markedsværdiopgørelse for Investeringsporteføljen. Ændringer i markedsværdien kan skyldes flere forskellige forhold, der ikke nødvendigvis relaterer sig til investeringsafkastet i en given periode.

Opgørelsen over markedsværdier i ATP's noter til regnskabet viser, hvor mange penge de enkelte aktivklasser binder. Markedsværdien er fordelt efter type af investering på tværs af ATP's porteføljer. Opgørelsen er ikke ensbetydende med det afkast, ATP har haft i Investeringsporteføljen, og det skyldes to forhold:

For det første følger investeringsporteføljen en risikobaseret investeringstilgang, hvor fokus er på risiko, frem for hvor mange kroner der investeres. I markedsværdien af investeringsporteføljen indgår der ud over f.eks. aktier og obligationer også finansielle instrumenter såsom renteswaps og aktiefutures, der ikke binder likviditet. For finansielle instrumenter er markedsværdien typisk lav, nul eller endda negativ. Således kan risikoen i porteføljen stige, og afkastet heraf være positivt, samtidig med at markedsværdien falder, hvis der indgår flere finansielle instrumenter i porteføljen.

For det andet har ATP af styringsmæssige grunde opdelt hovedparten af aktiverne i porteføljerne Afdækning og Investering. Investeringsporteføljen består som udgangspunkt af midler fra bonuspotentialiet. Bonuspotentialiet er ATP's frie midler og fungerer som risikokapital. I afdækningsporteføljen afdækkes pensionsforpligtelserne dels ved køb af obligationer og dels ved anvendelse af finansielle instrumenter. Den afdækning, der foretages ved

finansielle instrumenter, binder ikke likviditet, og den ledige likviditet vil være til rådighed for investeringsporteføljen på markedsbetingelser. Det betyder i praksis, at investeringsporteføljen ved at låne ledig likviditet – gearing – kan operere med flere midler, end der ligger i bonuspotentialiet.

Investeringsporteføljen investerer således på vegne af bonuspotentialiet, og dens aktiver består som udgangspunkt af midler svarende til bonuspotentialiets. Investeringsporteføljens løbende afkast aflejres i bonuspotentialiet, dvs. et positivt afkast vil alt andet lige medføre, at porteføljen har flere midler, der kan investeres for. I tillæg til bonuspotentialiet investerer porteføljen også for midler svarende til det omtalte interne lån, hvilket bl.a. sikrer, at porteføljen kan opnå det ønskede risikoniveau. Dermed består markedsværdien af porteføljens samlede aktiver af:

- Selve bonuspotentialiet
- Akkumulerede afkast fra investeringsporteføljen efter omkostning til internt lån og skat mv.
- Internt lån

Det betyder, at størrelsen af markedsværdien afhænger af størrelsen af disse komponenter samt ændringerne til disse. Derfor kan ændringer i investeringsporteføljens markedsværdi heller ikke alene forklares af porteføljens afkast. Ligeledes vil størrelsen af porteføljen i høj grad variere alt efter det ønskede risikoniveau samt implementeringen heraf.

## Ingen direkte sammenhæng mellem markedsværdi og samlet afkast

Markedsværdien af investeringsporteføljen kan øges ved at øge lånet fra afdækningsporteføljen. Det er en →

simpel regnskabsbalance. Ligeså kan investeringsporteføljen reducere risikoen og markedsværdien ved at sælge nogle aktiver og derved samtidigt reducere sit lån til afdækningsporteføljen. I dette tilfælde har investeringsporteføljen i udgangspunktet hverken tjent mere eller mindre – ligesom man ikke nødvendigvis bliver fattigere af, at ens egen balance bliver mindre, når man sælger sit hus og indfrier sit lån i banken.

Der er således ikke en direkte sammenhæng mellem udviklingen i den samlede markedsværdi og det samlede afkast. Markedsværdien er som nævnt i høj

grad afhængig af størrelsen af lånet fra afdækningsporteføljen og i et vist omfang af risikoen i porteføljen. Det afhænger af, hvor stor en del af risikoen, der er placeret i aktiver, der binder likviditet i forhold til hvor meget risiko, der er placeret i finansielle instrumenter. Hvordan dette historisk har udviklet sig i de seneste fem år, er angivet i nedenstående figur.

Samlet betyder det altså, at det er misvisende, hvis man anvender udviklingen i markedsværdien af investeringsporteføljen til at sige noget om investeringsresultatet.

### Udvikling i markedsværdien i investeringsporteføljen

