

# Bør pensionselskaber anlægge et nyt verdenssyn?

## FORFATTER



Obligationschef  
**Henrik Gade Jepsen**  
ATP  
E-mail: hgj@atp.dk

Henrik Gade Jepsen er obligationschef i ATP. Han har derudover bl.a. ansvar for ATP's afdækning af renterisiko.

Vilkårene for at forvalte pensionsformuer er forandret drastisk i de seneste år i takt med, at risiciene på pensionselskabernes balancer er blevet mere synlige – og mere presserende. Markedsværdiregnskabet har bragt rentefølsomheden på de garanterede ydelser frem i lyset. Derudover har Finanstilsynet øget kravene til risikoopgørelse og risikostyring med de såkaldte trafiklys, der skal indikere, om risiciene på investeringerne og forpligtelserne står i et passende forhold til reserverne.

Betydningen af de regnskabs- og tilsynsmæssige ændringer er blevet forstærket af, at rentefald, volatile aktiemarkeder og stigende levealder har presset bonusreserverne. Presset er aftaget noget siden 2003 i takt med, at aktiemarkederne har rettet sig, men der er ikke desto mindre væsentlige udfordringer i horisonten. For det første er levetiden stigende, og en fortsat stigning kan øge kravet til pensionsmidlernes afkast ganske betydeligt. For det andet må man forvente langt mindre spektakulære afkast på aktier, end man var vidne til i 1990'erne, og man kan derfor ikke løbe an på, at en høj, fast aktieandel vil klare ærterne. For det tredje er det vigtigt at beskytte sig mod store tab på investeringerne, fordi store fald i bonusreserverne mindsker frihedsgraderne i investeringspolitikken og dermed muligheden for at opfylde afkastmålsætningen på langt sigt.

Et afgørende spørgsmål er, hvordan pensionselskaber mest hensigtsmæssigt håndterer disse nye vilkår og udfordringer. Er formuesammensætningen optimal? Er bonuspolitikken? Er der fokus på de vigtigste risici? Understøtter organiseringen af pensionskassen de overordnede målsætninger? Denne artikel beskriver – med særligt fokus på investeringerne – hvordan ATP har valgt at håndtere udfordringerne.

**Nye regnskabsregler og reguleringsmæssige tiltag har i de seneste år ændret vilkårene for at forvalte pensionsformuer ganske væsentligt. Det rejser spørgsmålet, hvordan pensionselskaber mest hensigtsmæssigt tilpasser sig til de nye vilkår. Artiklen beskriver, hvordan ATP har grebet udfordringen an inden for en ramme af en overordnet model, der fokuserer på sammenhængen mellem investeringer, pensioner og selskabets overordnede målsætning og risikotolerance.**

## Sammenhængen mellem aktiver, passiver og selskabets målsætning

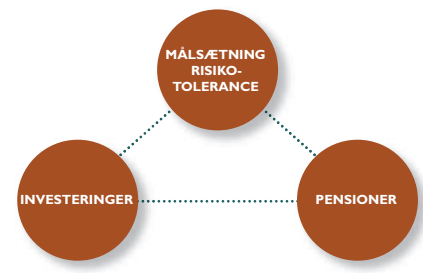
Der er tre centrale områder, som alle pensionselskaber fokuserer på: Selskabets overordnede målsætning og risikotolerance, investeringspolitikken samt pensionspolitikken.

Man kan tilføje et fjerde punkt til ovenstående liste: Sammenhængen mellem disse tre fokusområder. Det er illustreret i figur 1. Aktiver, bonuspotentiale og pensionshensættelser kan betragtes som forbundne kar. Det betyder selvfølgelig ikke, at f.eks. en beslutning om at øge aktieandelen umiddelbart vil påvirke passiverne, men i det omfang, at formueafkastet øges som følge af beslutningen, vil bonuspotentialet vokse og give mulighed for at opskrive de garanterede ydelser. På samme måde kan ændringer på passivside – f.eks. ændrede antagelser om dødeligheden – påvirke investeringerne. Hvis den forventede levetid stiger, forøges de garanterede ydelser, og bonuspotentialet mindskes. Derved reduceres evnen til at bære investeringsmæssige risici alt andet lige.

Pensionselskaber over hele verden bruger mange kræfter og ressourcer på at forbedre processer, strategier, kompetencer etc. – ikke mindst på investeringsområdet. Imidlertid er der ofte begrænset blik for interdependensen mellem aktiver og passiver, når løsninger implementeres. Eksempelvis giver en aggressiv langsigtet investeringsstrategi ikke mening, hvis selskabets tolerance overfor rødt lys-risiko på den ene side er lav, og bonuspolitikken på den anden side indebærer hurtig udlodning af bonuspotentiale. Udfordringen er med andre ord at tilrette-

lægge et sæt af strategier og politikker, der understøtter de overordnede målsætninger og tager hensyn til den måde, hvorpå aktiver og passiver påvirker hinanden.<sup>1</sup>

**Figur 1**  
Sammenhængen mellem målsætning/risikotolerance, investering og pension



ATP har gradvist tilpasset strategien i lyset af de nye rammevilkår. Tilpasningen har været understøttet af ATP's fokusering på ALM-analyse, herunder implementering af en egenudviklet model, samt derivatmarkedernes udvikling. ATP's passiver har i løbet af denne proces fået stigende betydning for investeringerne. Eksempelvis er renterisikoen på pensionshensættelserne blevet afdækket ved hjælp af renteswaps, og allokeringen til "risikofyldte" aktiver bliver styret dynamisk som en funktion af bonuspotentialets størrelse og ATP's risikotolerance.

## To målsætninger – to porteføljer

Der er to hovedformål med ATP's investeringer. For det første tilstræbes det at skabe et afkast, der gør det muligt at sikre købekraften af pensionerne. For det andet lægges der vægt på, at ATP's reserver – bonuspotentialet – til enhver tid kan modstå

en negativ udvikling på de finansielle markeder. ATP har på denne baggrund opdelt porteføljen i to uafhængige delporteføljer, som hver forfølger et af målene:

- *Afdækningsporteføljen* skal afdække de afgivne pensionstilsagn
- *Investeringsporteføljen* skal skabe et tilstrækkeligt højt afkast.

*Afdækningsporteføljen* afdækker renterisikoen på ATP's passiver ved hjælp af renteswaps. Målsætningen er 100% afdækning efter skat. Afdækningsporteføljen er udskilt i en særlig portefølje med særskilt opfølgning for at sikre, at afdækningen bliver så præcis som muligt. Allerede i oktober 2001, da indførelsen af markedsværdiregnskabet blev bekendtgjort, stod det klart, at ATP ville stå med en betydelig risiko for insolvens som følge af rentefald, såfremt der ikke blev foretaget afdækning. Beregninger i ATP's ALM-model viste, at risikoen for, ATP ville miste hele bonuspotentialet som følge af rentefald var op imod 30 pct. på en fem års horisont.<sup>2</sup> Afdækningen af renterisiko blev på den baggrund påbegyndt i december 2001. Beregningerne viste også, at ATP bør tilstræbe fuld afdækning af renterisikoen på langt sigt.

Afdækningsporteføljen beskytter bonuspotentialet, men skaber under normale omstændigheder ikke noget ekstra afkast. For at skabe vækst i bonuspotentialet er det nødvendigt, at ATP påtager sig investeringsmæssige risici. Her kommer investeringsporteføljen ind i billedet.

*Investeringsporteføljen* har til formål at skabe et tilstrækkeligt stort investeringsafkast til at sikre den nødvendige vækst i bonuspotentialet og dermed gøre det muligt at sikre pensionernes købekraft.

Afdæknings- og investeringsporteføljen har egne risikobudgetter. Det anskueliggør, at porteføljeopdelingen er med til at forbedre risikostyringen og sikre større grad af fokus i formueadministrationen.

Figur 2 illustrerer opdelingen af investeringsaktiverne i en afdækningsportefølje og en investeringsportefølje med hver sit risikobudget. Afdækningsporteføljen består af renteswaps og et udlån til investeringsporteføljen, den såkaldte funding-konto. Afdækningsporteføljen muliggør i princippet en perfekt indkapsling af de garanterede ydelser. Funding-kontoen, der forrentes med pengemarkedsrenten, kan betragtes på følgende måde. I udgangspunktet afdækkes

de garanterede ydelser med renteswaps og pengemarkedsplaceringer. Investeringsporteføljen har brug for likviditet til investering i en række aktiver og låner likviditeten hertil i afdækningsporteføljen. Investeringsporteføljen består af aktier, obligationer, ejendomme mv. Afkastet på investeringsporteføljen skal overstige forrentningen af funding-kontoen, hvis bonuspotentialet skal vokse.<sup>3</sup>

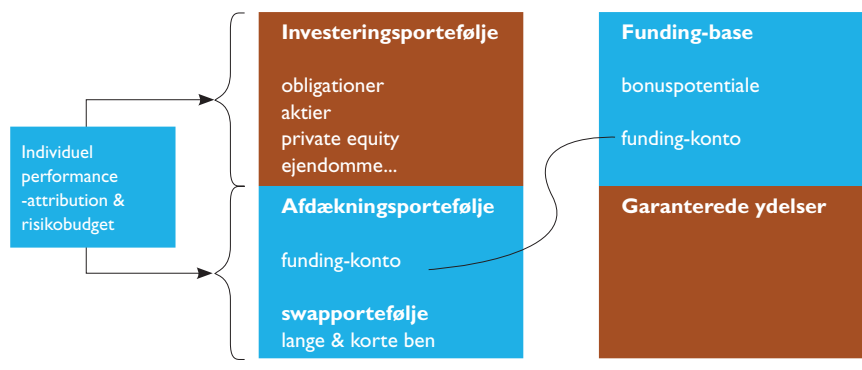
Metoden bag porteføljeseparationen vil også kunne anvendes, selv om udgangspunktet afviger fra ATP's. Det er f.eks. ikke afgørende, at de garanterede ydelser afdækkes med renteswaps.<sup>4</sup> Mere komplekse passiver kan også inkorporeres. Modellen kan ligeledes anvendes, når der er taget beslutning om at afdække passiverne delvist. Man kan betragte en sådan underafdækning som en investeringsbeslutning, der hører hjemme i investeringsporteføljen og derved bru-

den, der afdækker de afgivne pensionstilsagn så præcist som muligt, og på den anden side en investeringsportefølje, som udelukkende er investeret i sikre pengemarkedsinstrumenter, se figur 3. Den risikominimerende portefølje vil indebære, at investeringsporteføljen afkast omtrent svarer til ATP's betalinger på det korte ben på de renteswaps, der afdækker pensionshensættelserne.

**Dynamisk risikobudget**

Den investeringsmæssige risiko er altså nødvendig, men betyder samtidig, at der er risiko for, at noget går galt i visse scenarier. Det gælder både muligheden for at sikre købekraften af pensionerne og i værste fald muligheden for at leve op til de afgivne pensionstilsagn. For at styre denne risiko, fastsættes den maksimale investeringsrisiko af ATP's dynamiske risikobud-

**Figur 2**  
Afdækningsporteføljen og investeringsporteføljen



**Figur 3**  
Den risikominimerende portefølje

Aktiver	Passiver
Pengemarkeds-placering	Bonuspotential
Swaps	Funding-konto
Funding-konto	Garanterede ydelser

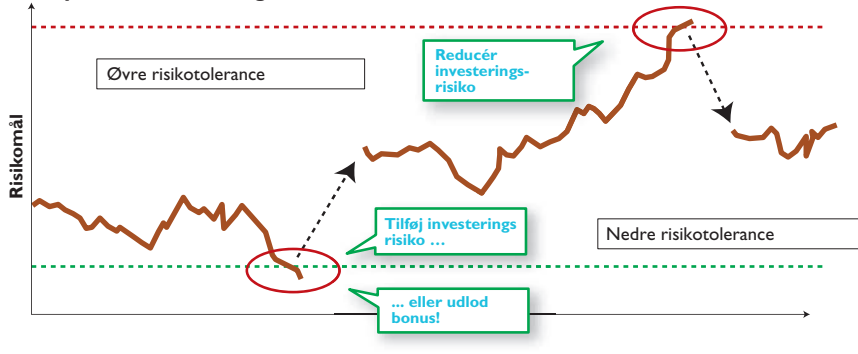
get. Det er vigtigt at principperne for, hvor meget og hvornår risikoprofilen tilpasses, når omstændighederne ændres, er analyseret og besluttet på forhånd. Det skyldes ikke mindst, at handlefriheden i en finansiell krise ofte er beskedent. Målet har været at finde en regel, som sikrer, at risikoen kan nedbringes, før en trussel materialiserer sig, og som tilpasser risikoen i porteføljen til det ønskede langsigtede niveau under normale markedsforhold.

På langt sigt vil ATP's evne til at nå målsætningen om at sikre købekraften af pensionerne hænge tæt sammen med evnen til at påtage sig investeringsmæssige risici. Det kan illustreres ved at betragte den risikominimerede investeringspolitik, som på den ene side består af afdækningsporteføl-

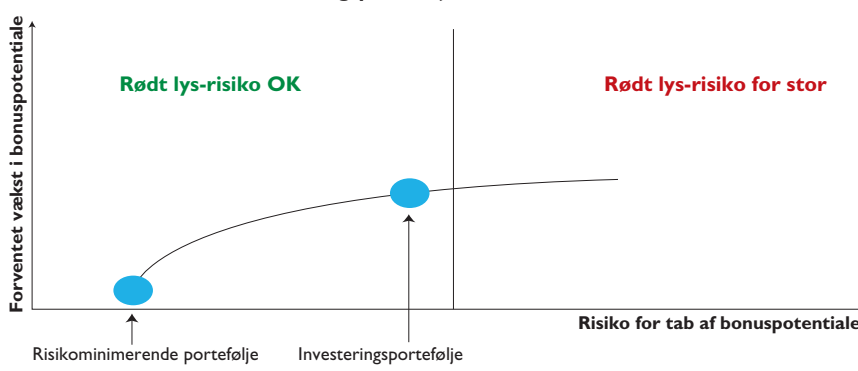
jen, der afdækker de afgivne pensionstilsagn så præcist som muligt, og på den anden side en investeringsportefølje, som udelukkende er investeret i sikre pengemarkedsinstrumenter, se figur 3. Den risikominimerende portefølje vil indebære, at investeringsporteføljen afkast omtrent svarer til ATP's betalinger på det korte ben på de renteswaps, der afdækker pensionshensættelserne.

ATP har på denne baggrund fastsat en

**Figur 4**  
Det dynamiske risikobudget



**Figur 5**  
Den maksimale risiko i investeringsporteføljen



dynamisk regel, der indebærer at risikobudgettet ændres, når risikoen for, at ATP oplever et rødt lys i de næste tre måneder bliver for høj eller meget lav. Hvis ATP's risiko for rødt lys er for høj, tilpasses investeringsstrategien for at undgå yderligere fald i bonuspotentialet. Investeringsrisikoen skal i så fald reduceres i en række mindre skridt, indtil risikoen igen er passende. Herved sikres det, at ATP reagerer tidligt, men også afbalanceret, idet salget af risikofyldte aktiver ophører, så snart risikoen igen er passende. Hvis ATP's risiko for rødt lys er meget lav, er det udtryk for, at den langsigtede målsætning om et højt afkast får for lidt vægt i investeringsstrategien. ATP øger i så fald risikoen i små skridt, men med en længere periode imellem købene. Herved sikres det, at ATP spreder investeringer over tid og dermed mindsker risikoen for at købe for mange aktier og lignende i perioder, hvor de er dyre. Hvis ATP's risiko for rødt lys ligger mellem den øvre og nedre risikotærskel, er der balance mellem de langsigtede og kortsigtede målsætninger. Figur 4 illustrerer, hvordan det dynamiske risikobudget virker.

Figur 5 illustrerer på anden vis, hvordan risikobudgettet sætter rammer for ri-

sikoen i investeringsporteføljen. Jo større risikoen i en efficient investeringsportefølje er, desto større bliver den forventede vækst i bonuspotentialet. Til gengæld øges risikoen også for, at noget går galt og udløser tab af bonuspotentiale. Den lodrette streg igennem den efficiente rand indikerer den maksimalt tilladte risiko i investeringsporteføljen givet af det dynamiske risikobudget.

**Afkastmålsætning og benchmarking**

Afkastet på investeringsporteføljen afgør, om bonuspotentialet stiger eller falder. Udfordringen er derfor at skabe et tilstrækkeligt højt og stabilt afkast, der i det lange løb sikrer pensionernes købekraft. Det er vigtigt at undgå store tab, fordi de reducerer bonuspotentialet og dermed muligheden for at have mange risikofyldte aktiver i porteføljen. Målsætningen om at inflationsregulere pensionerne kan nås, hvis nettoafkastet efter skat af ATP's midler kan forrente markedsværdien af de garanterede ydelser svarende mindst til *afkastkravet*, som er en funktion af pengemarkedsrenten, ændringer i levetiden og inflationen, jf. boks 1.

Det fremgår af ovenstående, at al inve-

steringsrisiko i investeringsporteføljen indebærer risiko for tab af bonuspotentiale. Det betyder, at traditionelle benchmarks ikke giver meget mening for forvaltningen af investeringsporteføljen. En mere relevant målestok for investeringsporteføljen er afkastkravet på de garanterede ydelser, dvs. en målsætning om *absolut* snarere end *relativt* afkast. Formueforvaltningens fokus er dermed på den *samlede risiko* på investeringerne og på det samlede afkast. ATP's tilgang afviger fra den benchmark-baserede formueforvaltning, hvor fokus er på at skabe et merafkast – ”alfa” – i forhold til en langsigtet benchmarkportefølje. Under disse forhold fokuseres indsatsen meget let på risikoen relativt til benchmarket – og ikke på det, der i sidste ende betyder mest, dvs. risikoen i forhold til bonuspotentialet.

**Separation af ”alfa” og ”beta” i investeringsporteføljen**

For at øge chancen for at nå afkastmålsætningen er det afgørende, at risikobudgettet udnyttes effektivt, så det risikoregulerede afkast af investeringsporteføljen bliver størst muligt. Der er to uafhængige kilder til merafkast i forhold til risikofrie investeringer. Den første er at tage systematiske markedsrisici ved at investere bredt i mere eller mindre risikofyldte aktivklasser. Over en længere tidshorizont forventes det at indebære et merafkast i forhold til risikofrie investeringer, fordi investorer kræver en præmie for at acceptere risiko. Dette

**Boks 1**  
**Afkastmålsætning for investeringsporteføljen**

Kravet til investeringsporteføljens afkast bliver approksimativt:

$$(1 - t) A = ((1 - t) r + d + i) GY$$

$$A = \left( r + \frac{d + i}{1 - t} \right) GY$$

- hvor
- A = det absolutte afkast før skat,
- t = PAL-satsen (15%)
- GY = markedsværdien af de garanterede ydelser.
- r = pengemarkedsrenten (svarende til det korte ben af de renteswaps, som afdækker de garanterede ydelser)
- d = en størrelse i procent af de garanterede ydelser til dækning af stigninger i levetiden mv.
- i = inflationen.

Det ses, at målsætningen om at kunne kompensere for stigende levealder og inflation giver et krav til afkastet før skat, som er højere, idet disse hensættelser – i modsætning til rentebetalingerne på renteswapperne – ikke er fradragsberettigede.

merafkast benævnes beta. Den anden kilde er merafkastet ved at investere "aktivt" og derved eksponere sig mod ikke-systematiske markedsrisici – alfa. Afkastene fra alfa og beta er i princippet uafhængige. ATP har derfor valgt at separere investeringsbeslutningerne vedrørende beta og alfa ved at overlade porteføljeansvaret til forskellige investeringsteams for at sikre en fokuseret og fleksibel investeringstilgang.

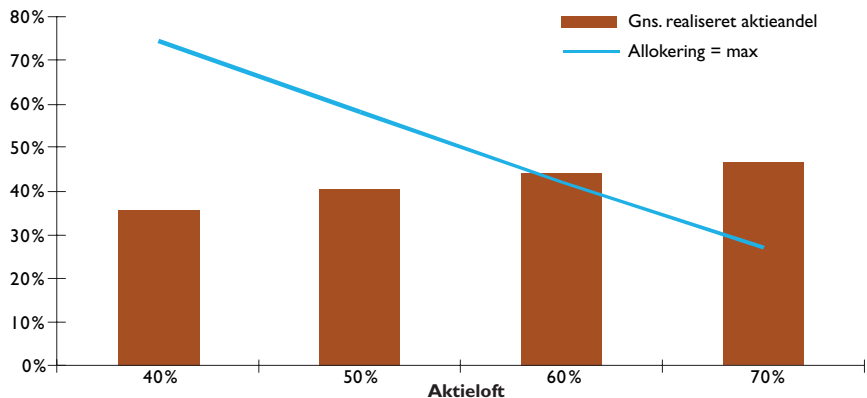
Separation af alfa og beta står i modsætning til traditionel formueforvaltning, hvor alfa og beta ofte leveres samlet i en "pakkeløsning". Mange investorer anvender en sekventiel beslutningsproces, hvor man først sammensætter et benchmark bestående af en række aktivklasser, som på langt sigt forventes at opfylde pensionskassens afkastmålsætning. Dernæst besluttes det, om den pågældende aktivklasse skal forvaltes passivt, eller om man vil forvalte aktivklassen aktivt. Denne fremgangsmåde indebærer en række problemer. For eksempel begrænser man den aktive formueforvaltning til de aktivklasser, som man har valgt at have i benchmarket. Det betyder, at hvis der er mange aktier i porteføljen, får man både en stor del af såvel alfa-risikoen som beta-risikoen fra aktier. Det indebærer risiko for en ikke særlig veldiversificeret portefølje.

### Pensionspolitikken

ATP's overordnede tilgang går videre end "liability-driven investments". Det er ikke kun passiverne, der "styrer" investeringerne; kausaliteten går begge veje. Det betyder, at ATP tilstræber at besvare spørgsmål vedrørende passivisiden på en måde, som er konsistent med investeringsstrategien, bestyrelsens risikotolerance etc. ATP's nye bonuspolitik, som blev implementeret i 2005, er et eksempel herpå. Principperne for den nye politik for bonusudlodning er fastlagt i lyset af den langsigtede investeringsstrategi og det dynamiske risikobudget. Bonuspolitikken tager udgangspunkt i størrelsen af bonuspotentialer ved udlodning af bonus, således at der kan udbetales bonus, når bonuspotentialer overstiger 20% af de garanterede ydelser efter udlodning. Figur 6 viser et eksempel på i hvilket omfang bonuspolitikken, investeringsstrategien og risikobudgettet er indbyrdes konsistente. De røde søjler

**Figur 6**

**Konsistens mellem bonuspolitikken og investeringsstrategien**



viser, hvor stor aktieandelen bliver i gennemsnit i 500 scenarier sammenholdt med den langsigtede målsætning. Den blå linje viser hvor stor en del af tiden, den faktiske aktieandel svarer til den ønskede aktieandel. I det viste eksempel er det, med den valgte bonuspolitik og risikotolerance, ikke værd at stille mod meget høje aktieandele – de bliver alligevel kun sjældent realiseret. Alternativt er det nødvendigt med en mere tilbageholdende bonusregel, hvis man ønsker at fastholde en forholdsvis aggressiv investeringsstrategi.

### Organisering mv.

Der blev i overskriften til artiklen spurgt, om pensionselskaber bør betragte verden gennem nye briller.<sup>6</sup> For ATP's vedkommende har svaret været bekræftende. De nye rammevilkår affødt af markedsværdiregnskabet mv. har haft meget betydelig indflydelse på den måde, ATP styrer balancerisici på. Som en naturlig forlængelse af ATP's overordnede strategi er også organiseringen blevet tilpasset til de nye rammevilkår. I 2004 blev aktuariet, formueforvaltningen og ALM-analysen samlet under samme organisatoriske hat. Denne organisatoriske tilpasning sætter de tre søjler i figur 1 ovenfor i centrum i ATP og har været befordrende for implementeringen af en række nye tiltag, herunder den nye bonuspolitik beskrevet ovenfor samt en række forbedringer af modelleringen af ATP's passiver i ALM-modellen, herunder en forbedring af håndteringen af ændringer i dødeligheden.

### Litteratur

- Ambachtsheer, Keith 2004: Why Pension Fund Management Needs a Paradigm Shift. Pension Research Council of the Wharton School at the University of Pennsylvania.. WVP 2004-4
- Andersen, Michael, 2006: Investment Policy Statements – Best practice inden for finansiel rådgivning. *FinansInvest* 2/06.
- Gosvig, Mads og Lars Wind 2004: Pensionssektorens syn på derivater. *FinansInvest* 8/04.
- Kritzman, Mark & Lee R. Thomas 2004: Reengineering Investment Management. *The Journal of Portfolio Management*, 30<sup>th</sup> Anniversary Issue, September 2004, s. 70-79.

### Noter

- 1) Som det fremgår af Michael Andersen (2006), gælder behovet for at anlægge en sådan "bred" synsvinkel ikke blot for pensionselskaber, men også for finansiel rådgivning til privatpersoner mv.
- 2) Man kan konstatere, at renten efterfølgende er faldet langt mere, end ATP's bonusreserver kunne bære i 2001.
- 3) Der ses her bort fra effekten af ændret levealder mv.
- 4) ATP's passiver indeholder ikke surrenderoptioner, og renterisikoen kan derfor afdækkes med receiverswaps.
- 5) På denne måde bliver manglende renteaftækning en investeringsbeslutning på linje med de andre investeringer i investeringsporteføljen, som bør skaleres og styres som de andre investeringer.
- 6) Ambachtsheer (2004) taler om behovet for et paradigme-skift.