

Kommentar til ”ATP: Investeringsafkast og ny model for opsparing”

I en artikel af Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) fremføres det, at ATP's investeringsstrategi ikke har sikret ATP et tilstrækkeligt afkast i forhold til den risiko, ATP har taget, og at ATP derfor bør ændre ikke bare investeringsstrategien, men også pensionsproduktet. ATP er strengt uenige i både argumenterne, der primært beror på, at samme afkast kan opnås for markant mindre risiko, og i konklusionen om, at produktet bør ændres, idet forfatterne bl.a. ikke inddrager ATP's særlige rolle i det danske pensionssystem, ligesom deres forslag vil være både komplicerende og fordyrende. I denne artikel påpeger vi en række uhensigtsmæssigheder og fejlslutninger i deres foreslåede investeringsstrategi og i deres produktforslag, i forhold til at opfylde ATP's særlige rolle i det danske pensionssystem.

AF FORFATTERE



Kim Kehlet Johansen

Koncerndirektør Pension, Risikostyring & Compliance og Chief Risk Officer (CRO), ATP
E-mail: KMJ@atp.dk

Kim har siden oktober 2018 været Koncerndirektør og Chief Risk Officer i ATP. Før da har han bl.a. været direktør, matematisk direktør og ansvarshavende aktuar i SEB Pension, ansvarshavende aktuar i Industriens Pension og aktuar i Danica pension og Tryk Pension. Kim er uddannet aktuar fra Københavns Universitet i 1988.



Mikkel Svenstrup

Investeringsdirektør (CIO), ATP
E-mail: MKS@atp.dk

Mikkel Svenstrup har siden marts 2020 været investeringsdirektør i ATP. Før da har han bl.a. været investeringsdirektør i P+, Pensionskassen for Akademikere. Tidligere arbejdede Mikkel i Nordea Markets, UBS Investment Bank og Barclays Capital med fokus på rådgivning og salg til institutionelle investorer. Mikkel er cand.scient.oecon. og uddannet ph.d. i finansiering fra Aarhus Universitet.

ATP indtager en særlig rolle i det danske pensionssystem med stor betydning både for den enkelte pensionist og for det danske velfærdssamfund. Derfor er det afgørende, at man kan diskutere den måde, ATP løser opgaverne på. Men diskussionen bør tage udgangspunkt i fakta og på et sagligt grundlag. Derfor er det beklageligt, at Henrik Ramlau-Hansen og Jesper Rangvid i deres artikel ”ATP: Investeringsafkast og ny model for opsparing” i dette nummer af Finans/Invest drager en række forkerte konklusioner.

Kritikken af ATP fra Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) er ikke ny, men har eksisteret i flere år med særligt fokus på ATP's forretningsmodel og investeringsstrategi. Hvad forfatterne imidlertid forbigår, er den grundlæggende rolle, ATP spiller i det samlede danske pensionssystem, bestemt ved ATP-loven: ATP skal levere økonomisk grundtryghed med *kollektive, garanterede* og *livslange* pensioner til alle medlemmer. Uanset hvor længe de lever. Det er ikke bare centralt for de 40 pct. af pensionisterne, for hvem ATP Livslang Pension i dag udgør det eneste supplement til folkepensionen. Præmissen er også helt central at medtage, da det sætter retningen for både forretnings-

model og investeringsstrategi, og ligger til grund for de rammer for produktet, som ATP-loven giver.

I næste afsnit vil vi belyse følgende punkter i relation til den fremsatte kritik af investeringsstrategien:

- Hvorfor ATP fortsat har tillid til sin risikobalancerede investeringsstrategi, som forventet vil kunne sikre højere pensioner end strategierne foreslået af Ramlau-Hansen og Rangvid (2023).
- Hvorfor deres vurderinger og analyse af ATP's investeringsresultater for de sidste 10 år ikke kan bruges til at drage konklusioner om ATP's nuværende investeringsstrategi (der gradvist er blevet implementeret siden 2017) og derudover er misvisende.
- At ATP's primære formål er at levere livslange garanterede pensionsydelser. I forlængelse heraf skal ATP *tilstræbe* at realværdisikre pensionerne og her balancere muligheden for at kunne realværdisikre over tid med risikoen for at blive teknisk insolvent. Debatten omkring realværdisikring er også hos Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) ensidig, idet der ikke inddrages, at indbetalingerne forrentes med en markedsrente, hvori der indgår en forventet inflation. Det, at tilstræbe yderligere realværdisikring af de garanterede ydelser via bonus, kan være vanskeligt at opnå hvert år og skal balanceres mod det primære formål om en forudsigelig, kollektivt baseret og garanteret grundtryghed.

I det efterfølgende afsnit vil vi som svar på den fremsatte kritik af pensionsproduktet fremføre, at:

- Forslaget om at ændre investeringsstrategien for bonuspotentiallet, så der ikke anvendes gearing med mindre investeringsrisiko til følge, vil medføre en betydeligt forringet samlet pension, dog med en lidt mindre risiko for, at ATP mister de ufordelte kollektive midler.
- Forslaget om en ændring af forretningsmodellen vil gøre det muligt at øge den forventede pension – men dette vil være på bekostning af ATP's lovbestemte kollektive solidariske model, vil komplicere forretningsmodellen væsentligt og derfor være omkostningsforrdyrende, og ikke mindst ændre væsentligt på, hvordan ATP udfylder sin rolle i det danske pensionssystem.

Det kan *ikke* konkluderes, at de fremsatte forslag af Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) vil give medlemmerne en bedre pensionsordning, som fortsat opfylder formålet om at være en

del af grundtrygheden som pensionist og med afsæt i ATP's rolle i det danske pensionssystem. Dette gælder særligt, når ATP's livslange og garanterede pensionsprodukt fra 2022 netop er optimeret på baggrund af omfattende analyser og via bestyrelsens indstilling og Folketingets beslutning i 2021.

ATP's investeringsstrategi

Perspektivering af ATP's investeringsresultater de sidste 10 år

I Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) analyseres ATP's investeringsresultater over de seneste 10 år. Det konkluderes, at ATP har skabt en gennemsnitlig årlig forrentning (geometrisk gennemsnit) af bonuspotentialet på 9 pct. efter skat og omkostninger. Herudover foretages en sammenligning af ATP's afkast med en investering i et globalt aktieindeks (MSCI AC World) og med den norske oliefonds investeringsafkast. Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) konkluderer, at ATP har leveret højere afkast end oliefonden og afkast på niveau med det globale aktieindeks over de seneste 10 år, men med det laveste risikojusterede afkast af de tre investeringsstrategier. Med andre ord har ATP ifølge forfatterne ikke fået tilstrækkelig betaling for sin investeringsrisiko i den pågældende periode.

Konklusionen i Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) om, at ATP kunne opnå det samme afkast for mindre risiko, er fejlagtig. Dette skyldes primært følgende tre ting:

1. ATP's investeringsstrategi er blevet ændret undervejs, og sammenligningen er derfor ikke meningsfuld.

Havde ATP opereret med sin nuværende investeringsstrategi med et højt risikoniveau i hele den periode som Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) undersøger, ville ATP have opnået et afkast, der er mere end dobbelt så stort som ved en simpel investering i et aktieindeks uden gearing, som forfatterne foreslår. ATP's afkast opgjort som et gennemsnit siden 2013 kan ikke anvendes til at måle, hvor godt ATP's nuværende strategi ville have klaret sig i perioden, eller til at vurdere, hvordan strategien forventes at klare sig fremadrettet.

I 2016 introducerede ATP sin nye allokeringsstrategi som faktorinvestor, der har bevirket, at ATP's investeringsportefølje er væsentligt mere risikobalanceret i dag, jf. Lorenzen, Gosvig og Kronborg (2019). Af endnu større betydning er det, at ATP i dag har en investeringsstrategi, der tager væsentligt mere risiko end tidligere, jf. Gosvig, Kronborg, og Reitzel (2019). Fra 2017-2019 blev investeringsporteføljen gradvist tilpasset det højere risikoniveau, og siden primo 2020 har den nuværende strategi været fuldt indfaset. Hvad angår en opgørelse af det risikojusterede afkast for ATP's investeringsportefølje, er det klart, at risikoen må opgøres ex-ante, og ikke ex-post, da ATP ex-ante har haft meget forskellig investeringsrisiko over perioden. Yderligere synes en ex-post risikovurdering af ATP's investeringsstrategi opgjort som standardafvigelsen af 10 datapunkter (årsafkast) at være mangelfuld.

2. Mere præcis afkastopgørelse og mere relevant sammenligning af afkast ændrer deres konklusion.

Ramlau-Hansen og Rangvids (2023) opgørelse af ATP's investeringsafkast tilbage til 2013 er ikke retvisende, da der ikke tages højde for betalinger til og fra bonuspotentialet i

løbet af et år. I den analyserede periode har der – opgjort netto – været trukket betydelige beløb fra bonuspotentialet (fx i form af ekstraordinære levetidshensættelser og bonusudbetalinger). Det indebærer, at ATP's afkast i de fleste af årene undervurderes, når det beregnes i forhold til bonuspotentialet i begyndelsen af året.¹ Den gennemsnitlige årlige forrentning (geometrisk gennemsnit) for ATP's investeringer opgjort ved brug af daglige afkast for bonuspotentialet beregnes til 9,5 pct.

Det er ikke unormalt for pensionskasser at investere i aktier på uafdækket basis, men det indeholder anderledes og mere risiko end afdækkede aktieinvesteringer, som ATP anvender, og som er udpræget markedspraksis blandt danske pensionsselskaber. Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) bruger aktieindekset "MSCI AC World" til sammenligning med ATP's investeringsportefølje. "MSCI AC World" er ikke valutaafdækket til DKK (eller EUR), og en væsentlig del af afkastet for "MSCI AC World" opgjort i danske kroner skyldes en svækkelse af danske kroner overfor udenlandske valutaer. Effekten af de uafdækkede spekulative valutapositioner kan illustreres ved at betragte "MSCI AC World DM with 100 per cent hedged to EUR". Over den betragtede periode er det geometriske middelaafkast i danske kroner, efter PAL-skat og antaget omkostning på 25 basispunkter årligt, hhv. 9,2 pct. for det valuta-uafdækkede indeks og 6,5 pct. for det valutaafdækkede indeks.²

De 6,5 pct. kan sammenlignes med det geometriske middelaafkast af ATP's investeringsportefølje på 9,5 pct. Igen kan det påpeges, at havde ATP fulgt sin nuværende investeringsstrategi i den første del af perioden, havde ATP's merafkast været markant større. Uagtet at vi ikke accepterer præmissen om, at de sidste 10 års afkast kan bruges til opgørelse af ATP's afkast-risiko-forhold fremadrettet, er den samlede effekt af ovenstående forhold præsenteret i ATP's version af Tabel 2 i Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) som findes i Tabel 1. Det fremgår heraf, at ATP's afkast-risiko-forhold på 0,542, for alle praktiske formål er identisk med global aktieportefølje på 0,557, når man justerer for valutaafdækning. Så også på denne baggrund mener vi ikke, at deres konklusion holder.

3. ATP's investeringsstrategi har ledt til en stærkere formueudvikling set fra et medlemsperspektiv, når der tages højde for løbende bonustilskrivninger, end alternativerne i Ramlau-Hansen og Rangvid (2023). Når ATP løbende udbetaler bonus efter år med høje afkast, betyder det, at noget af afkastet "tages hjem", og dermed overføres til de garanterede pensioner. Effekten for den betragtede periode

1. *Eksempel: Bonuspotentialet starter primo et år på 100 kr. 3. januar trækkes 20 kr. ud af bonuspotentialet. De resterende 80 kr. skaber 20 kr. i afkast resten af året, dvs. ca. 25 pct. Årets afkast opgøres dog som 20 kr./100 kr. og bliver derfor kun 20 pct.*
2. *"MSCI ACWI with DM 100% hedged to EUR net" er brugt til opgørelsen. Indekset afdækker developed market aktier til EUR, men ikke emerging market aktier. Vi har lagt 18 basispunkter til årsafkastene for at opnå et approksimativt bruttoafkast. Dette svarer til korrektion for 15% dividendeskat på 2% dividender årligt på 60% af landeeksponeringen.*

TABEL 1: ATP's version af Tabel 2 i Ramlau-Hansen og Rangvid (2023).

	ATP	Oliefonden (NBIM) Unhedged	MSCI AC World	MSCI AC World Hedged EUR
Forrentning	9,5 %	5,8 %	9,2 %	6,5 %
Afkast	11,5 %	6,1 %	9,5 %	7,1 %
Std.	21,2 %	9,8 %	11,4 %	12,7 %
Afkast / std.	54,2 %	61,9 %	83,7 %	55,7 %

Note: Tabellen viser gennemsnitlig årlig forrentning (geometrisk gennemsnit), gennemsnitlig årligt afkast (aritmetisk gennemsnit), standardafvigelse af det årlige afkast og forholdet mellem gennemsnitlig årligt afkast og standardafvigelse af det årlige afkast. Alle afkast er efter omkostninger og skat og i DKK. Periode 2013-2022 (3. kv.).

er væsentlig, da man bl.a., modsat Ramlau-Hansen og Rangvid's udsagn, ikke taber hele indtjeningen ved det markante tab i 2022. En simpel alt-andet-lige beregning viser, at 100 kroner i ATP's garantiprodukt med overskudsdeling i form af bonus vil blive til 120 kroner (efter PAL-skat) ved brug af ATP's faktiske investeringsafkast, men kun til 112 kroner ved brug af det valutaafdækkede aktieindeks.³ Dette svarer til mere end en 50 pct. større forøgelse ved anvendelse af ATP's faktiske investeringsafkast.

Tiltro til, at ATP's investeringsstrategi forsat vil være markant bedre end de fremsatte alternativer

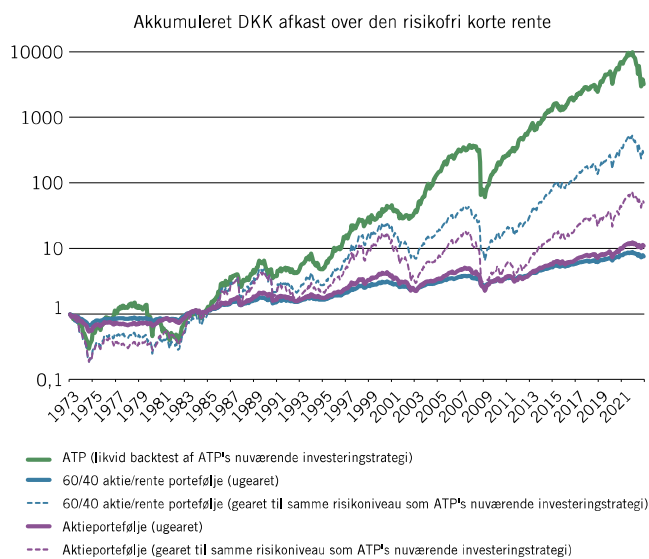
Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) påpeger i deres konklusioner, at ATP "tager for meget risiko i sine investeringer". Det er en helt grundlæggende antagelse indenfor finansiel teori, at investorer kompenseres for systematisk investeringsrisiko på lang sigt. Med andre ord vil højere risiko på lang sigt i forventningen generere et højere afkast. På kortere horisonter kan der naturligvis være store udsving. ATP har en forpligtelse til at investere pensionsmidlerne bedst muligt i medlemmernes interesse, og det indebærer, at risikoniveauet i bonuspotentialet skal være højt. Det vil være til ugunst for ATP's medlemmer på lang sigt, hvis investeringsrisikoen blev nedjusteret, på baggrund af at 2022 har været et rigtigt dårligt år.

Som illustreret i Figur 1 skønnes det, at ATP's nuværende investeringsstrategi over perioden 1973-2022 har haft det markant største afkast; delvist grundet den risikobalancerede investeringstilgang, og i særdeleshed grundet det høje risikoniveau. Tilmed giver en risikobalanceret portefølje en mere stabil fundinggrad og bonusudlodning end en ren aktieportefølje eller 60/40-portefølje, da værdien af ATP's garanterede pensionsydelser er rentefølsomme.

ATP's investeringsstrategi er baseret på en risikobaseret og balanceret portefølje, hvor der allokeres omtrent lige meget risiko til aktiefaktoren som til rentefaktoren, og herudover allokeres der også risiko til inflationsfaktoren og other-faktoren,

3. Ved periodens start antages værdien af ATP's garanterede ydelser (GY) og bonuspotentiale (BP) samlet at være DKK 100 ($GY+BP=100$) med fundinggrad $F=1+BP/GY=120\%$. Ved beregning antages for simpelhedens skyld en fremskrivning af ATP's garanterede ydelser (GY) med 0% årligt, og bonus tildeles årligt hvis fundinggraden overstiger 120%, således at fundinggraden falder til 120% efter bonusudlodning. Beregningen ser bort fra bevægelser i GY og træk på BP som følge af uforventet forøgelse i levetid, 'knækrisiko' for afdækningen m.m.

FIGUR 1: Akkumuleret afkast over perioden 1. februar 1973 til 31. december 2022 per DKK 1 investeret primo februar 1973.



Note: Figuren viser estimation af akkumuleret afkast over perioden 1. februar 1973 til 31. december 2022 per DKK 1 investeret primo februar 1973. Re-balancering af porteføljerne er foretaget ultimo måned. Afkast er minus kort rente ("mer-afkast"), i DKK og uden skat og omkostninger. Data beror på ATP's egen allokationsmodel. ATP (grøn graf) antager allokering til ATP's aktie-, rente- og inflationsfaktor i risikoforholdet 41,2 pct., 41,2 pct. og 17,6 pct.

jf. Lorenzen, Gosvig og Kronborg (2019). Hertil anvender ATP gearing for at opskalere risikoen i investeringsporteføljen til det ønskede niveau. Der er en relativt stor akademisk litteratur, der viser, at en risikobalanceret portefølje som ATP's både realiseret og forventet har højere risikojusteret afkast end mere risikokoncetrerede porteføljer, som en ren aktieportefølje eller en 60/40 aktie/rente portefølje. Asness, Frazzini og Pedersen (2012) viser på amerikanske data tilbage til 1926, at en balanceret portefølje (Risk Parity portefølje) skaber langt højere afkast end en 60/40 portefølje ved samme risikoniveau – og forskellen bliver endnu større, hvis 60/40 porteføljen ikke anvender gearing. En sammenligning af ATP's investeringsstrategi med forslagene i Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) er for perioden 1973 til 2022 illustreret i Figur 1. Her bekræftes resultatet fra Asness, Frazzini og Pedersen (2012) for en global portefølje; at det risikojusterede afkast for en balanceret portefølje historisk har været betydeligt større. For samme risikoniveau viser Figur 1, at formuen med ATP's nuværende investeringsstrategi vil være vokset ca. 64 gange⁴ så meget som en ren aktiestrategi i perioden, svarende til knap 9 pct. årligt større afkast. På trods af denne betydelige forskel, vil der også være længere perioder, hvor ATP's strategi underperformer en ren aktiestrategi ved samme risiko (ca. 20 pct. af alle rullende 10-årsperioder i Figur 1). Et af litteraturens argumenter for, at Risk Parity giver højere afkast på sigt, er netop, at mange investorer ikke ønsker eller kan opnå en Risk Parity portefølje med et passende risikoniveau, da dette

4. Alene på baggrund af akkumuleret mer-afkast (afkast over den korte risikofrie rente). Inkluderes den faktiske korte DKK rente i afkastene, bliver forskellen endnu større.

kræver gearing af midlerne. Det observerede merafkast i Risk Parity porteføljen kan derfor opfattes som en kompensation til de investorer, der ikke har disse begrænsninger – f.eks. ATP. Blandt andet på den baggrund har ATP også fremadrettet tiltro til en investeringsstrategi baseret på en balanceret portefølje med gearing.

For ATP's nuværende strategi, men implementeret udelukkende i amerikanske aktiver⁵, har 2022 været det dårligste år i 85 år (1935-2022). Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) pointerer i deres artikel, at de negative afkast i 2022 dog ikke har været usædvanlige, og det fremføres, at ATP nemt kunne have haft endnu højere tab. Denne påstand tager udgangspunkt i en historisk 60/40 portefølje med amerikanske aktiver. Her må det igen fremhæves, at ATP's investeringsstrategi ikke kan sammenlignes med en 60/40 portefølje, da ATP's har en langt højere andel af renterisiko, samt en betydelig allokering til inflationsfaktoren. ATP's vurdering af, at 2022 har været ekstraordinært dårligt for en balanceret portefølje bekræftes f.eks. i en analyse af Deutsche Bank, der viser, at 2022 var det første år siden 1872, hvor både den 10-årige amerikanske statsrente og S&P 500 tabte mere end 10 pct. indenfor samme år. Der findes år, hvor aktier har tabt mere, men kombineret med det meget store tab på obligationer ender 2022 samlet set meget dårligt. Der er dermed ikke opbakning i data til Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) konklusion om, at det kunne være gået meget værre for ATP end i 2022 – selvom det naturligvis aldrig kan afvises. I de kommende år kan markederne selvsagt fortsætte i en negativ retning, hvilket ATP i givet fald skal forsøge at styre igennem med løbende risikomonitorering og risikostyring, og med et klart blik på det lange sigte.

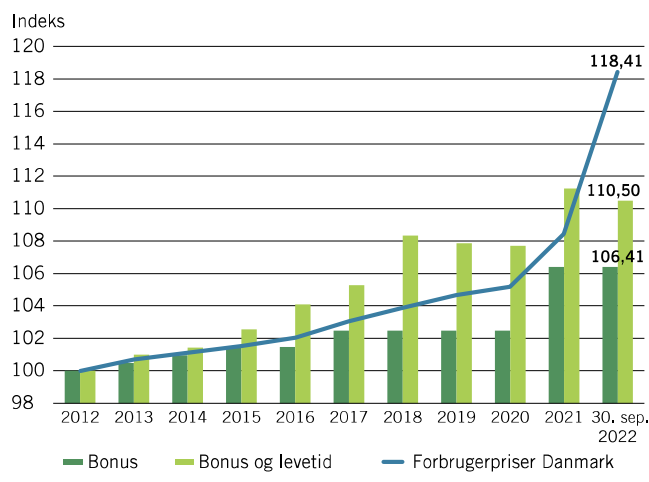
Kan ATP realværdisikre pensionerne over tid?

ATP's bonusudlodninger til medlemmerne over de seneste 10 år har ikke kunnet følge prisudviklingen og dermed realværdisikre pensionerne. Dette påpeges også af Ramlau-Hansen og Rangvid (2023), men skyldes i særlig grad 2022, hvor inflationen har været ekstraordinært høj. Hvis man teoretisk medregner den samlede opskrivning af de garanterede pensioner fra 2012-2021 som følge af stigningen i den forventede levetid, er pensionerne opskrevet/forlænget med mere end forbrugerpriserne i samme periode (se Figur 2).

Det kan supplerende fremføres, at ATP-loven ikke stiller krav om, at medlemmernes pensioner skal realværdisikres, men at dette skal "tilstræbes". Førsteprioriteten i designet af ATP-produktet er således den sikre, forudsigelige, garanterede og livslange pension. Medlemmernes indbetalinger forrentes via tariffen (der fastlægger, hvor meget pension der optjenes pr. indbetalt kr.) med en markedsrente, hvori indgår en forventet inflation, således at ATP's garanterede pensioner i sig selv indeholder en forventet real forrentning. I tillæg hertil tilstræbes denne pension realværdisikret.

ATP vurderer, at det er realistisk fremadrettet at kunne give væsentligt mere i bonus end 1 pct. årligt i gennemsnit, som Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) konkluderer. Med udgangs-

FIGUR 2: Opskrivning af ATP Livslang Pension og udviklingen i danske forbrugerpriser



Note: I figuren starter bonus, levetid og forbrugerpriser alle ved indeks 100 ultimo 2012 og opskrives herefter løbende.
Kilde: ATP og Danmarks Statistik.

punkt i ATP's medlemsprognoser, der er baseret på de fælles samfundsforudsætninger, ventes over tid en gennemsnitlig årlig bonustildeling på 2,1 pct. I nogle tilfælde ville dette muligvis ikke være tilstrækkeligt til, over tid, at kunne opskrive de garanterede pensionsydelse med inflationen, men den langsigtede inflationsforventning fra Rådet for Afkastforventninger er på 2,0 pct.

Det må her tilføjes, at hvorvidt en opskrivning af de garanterede pensioner med inflationen er mulig, ikke er et afgørende argument for, om ATP's forretningsmodel er hensigtsmæssig eller ej. For det første indebærer selve garantierne som nævnt allerede en forrentning med de nominelle obligationsrenter – og dermed også en forventet realrente og inflation – på indbetalingstidspunktet. For det andet findes der ingen investeringsstrategier, der kan garantere, at pensionerne altid kan opskrives med inflationen.

ATP's nøgletal "værdiskabelse i garantierne" beskriver den gennemsnitlige årlige forrentning, ATP har givet medlemmerne over tid, på tværs af aldersgrupper. Nøgletallet er beregnet ud fra historiske indbetalte bidrag og de tilknyttede garantier. Værdiskabelsen i garantierne har de seneste ti år været ca. 3,5 pct. årligt i gennemsnit, jf. ATP's årsrapporter, og overgår dermed inflationen i samme periode ganske betydeligt.

ATP's pensionsprodukt

For at forstå diskussionen af, og de fremlagte alternativer til, ATP's forretningsmodel, følger her en kort introduktion til ATP Livslang Pension.

ATP LIVSLANG PENSION

ATP har siden etableringen i 1964 været en del af danskernes grundtryghed i pensionisttilværelsen sammen med folkepensionen, hvilket har stor betydning for, dels hvordan ATP's bestyrelse har fastlagt og Folketinget lovgivet vedrørende ATP Livslang Pension, dels hvordan ATP's investeringer håndteres. ATP's rolle og formål blev senest understreget i forbindelse med Folketingets behandling af ATP-loven i maj 2021, hvor et bredt flertal af Folketingets partier stadfæstede ATP's særlige position

5. Længere afkasttidsserier er til rådighed for amerikanske aktiver end for en global portefølje, der bedre repræsenterer ATP's faktiske portefølje.

i det danske pensionssystem som en del af den såkaldte søjle 1 – grundtrygheden – og fastlagde rammerne for ATP Livslang Pension, herunder som en kollektiv solidarisk, garanteret og livslang pension til alle ATP’s 5,5 mio. medlemmer. Rammerne er netop fastlagt under hensyntagen til, at ATP fortsat med meget stor sikkerhed skal kunne honorere de garanterede pensioner, at pensionerne skal være kendte i passende tid før pensioneringen og samtidig under afvejning af muligheden for over tid at realværdisikre pensionerne mod risikoen for at miste de ufordelte kollektive buffere.

ATP’s forretningsmodel er derfor fortsat indrettet efter formålet om at levere grundtryghed via livslange garanterede pensioner, der tilstræbes realværdisikret over tid. Dermed adskiller forretningsmodellen sig fra andre pensionsleverandører, der typisk har til formål at erstatte en arbejdsindkomst ved pensionering. ATP Livslang Pension og måden, ATP tilrettelægger investeringerne og løbende håndterer og styrer investeringsrisikoen, er konstrueret med baggrund i ATP’s formål og placering i det danske pensionssystem, hvilket uddybes nedenfor.

Konstruktionen af ATP’s pensionsprodukt kan således ikke ses isoleret fra pensionsprodukterne i søjle 2 og søjle 3 i pensionssystemet, men som en integreret del af et pensionssystem, der samlet set skal skabe et sundt pensionssystem for alle danskere. ATP’s produkt kan ses som et forsikringselement på lige fod med folkepensionen, der sikrer en indkomst i pensionisttilværelsen, uanset hvad livet måtte bringe for den enkelte. Hensynet til en sikker grundindkomst i hele livet vejer således tungt. Arbejdsmarkedspensionskasserne i søjle 2 i pensionssystemet kan med afsæt heri derfor inddrage både folkepensionens indretning og indretningen af ATP’s pensionsprodukt i designet af pensionsprodukter til deres medlemmer ovenpå de to grundpensioner. Hvis man finder, at den samlede risiko, der tages i ATP, er for lille – f.eks. for unge medlemmer – kan man skrue op for risikoen for unge medlemmer i arbejdsmarkedspensionsordningen. ATP’s produkt skal derfor ikke vurderes isoleret i forhold til f.eks. et arbejdsmarkedspensionsprodukt – men som et pensionsprodukt, der, lovbestemt, på samfundets vegne varetager en bestemt rolle i det samlede pensionssystem.

Forretningsmodel 2022

De overordnede principper i ATP’s forretningsmodel er, at garantibidraget (80 pct. af bidraget) sættes til side til optjening af pension og er garanteret, hvad angår levetid, fra indbetalingstidspunktet. De resterende 20 pct. (bonusbidraget) er midler, der via bonuspotentialen investeres for over tid at kunne forhøje medlemmernes pension med bonus, og samtidig er et værn imod uforudsete udgifter som f.eks. længere levetid for medlemmerne end forudsat. Fra og med 2022 opdeles garantibidraget i to dele for de medlemmer, der har mere end 15 år til folkepensionsalderen for på den måde at opnå en forventet højere garanteret pension over tid. Dette illustreres i Figur 3.

Den pension, der optjenes for rentebidraget, baseres på en aktuell markedsrente på indbetalingstidspunktet. Såfremt medlemmet har mere end 15 år til folkepension, garanteres forrentningen for de kommende 15 år, og med mindre end 15 år til pensionen garanteres forrentningen ”hele vejen ud”.

Den pension, der optjenes for markedsbidraget, kaldes *livrente med markedseksponering*. Den er baseret på det afkast, der opnås ved at investere i en markedsportefølje med en risiko

FIGUR 3: Illustration af de overordnede principper i ATP’s opdaterede forretningsmodel



svarende til et markedsrenteprodukt med middel risikoprofil og mere end 20 år til pension. Ved at investere markedsbidraget med middel risiko forventes der over tid et højere afkast og dermed en højere samlet pension. Når en del af bidraget investeres med en højere risiko, er der risiko for tab på disse investeringer, hvorfor den optjente pension af disse bidrag svinger over tid, afhængig af det opnåede afkast. Et eventuelt tab har ikke nødvendigvis stor betydning, hvis ATP kan nå at indhente det tabte, inden medlemmet skal på pension. Det er netop derfor, at livrente med markedsrentepension alene omfatter de medlemmer, der har mere end 15 år til folkepension. For at undgå en væsentlig forringelse af den samlede pension kort før folkepensionsalderen bliver den pension, der er optjent med markedsbidrag, gradvist investeret som rentebidraget over de sidste 15 år frem mod folkepensionsalderen. Dermed vil både pension optjent via rentebidrag og via markedsbidrag være garanteret, både hvad angår levetid og forrentning, og vil derfor ikke kunne nedsættes, fra folkepensionsalderen – men vil stadig kunne blive forhøjet med bonus.

I forbindelse med udformningen af livrente med markedsrentepension afvejede ATP’s bestyrelse hensynet til en forventet højere pension (som taler for, at en højere andel af garantibidraget benyttes som markedsbidrag) mod hensynet til stabilitet og forudsigelighed (der taler for, at en lavere andel af garantibidraget benyttes som markedsbidrag). Baseret på disse overvejelser og hensynet til særligt dem, for hvem en stabil og forudsigelig ATP Livslang Pension betyder mest, besluttede først bestyrelsen og senere Folketinget i forbindelse med lovbehandlingen i maj 2021, at maksimalt 25 pct. af garantibidraget kan benyttes som markedsbidrag.

Både ATP’s bestyrelse og et bredt flertal af Folketingets partier har således foretaget en afvejning mellem hensynet til at sikre en forudsigelig, garanteret og livslang pensionsudbetaling, hvor ATP kollektivt påtager sig levetidsrisikoen, overfor hensynet til at maksimere pensionsudbetalingerne. Kort sagt er det sidste potentielle merafkast blevet fravalgt mod at have en mere forudsigelig, garanteret og livslang pension, hvor medlemmerne sammen dækker hinandens risiko.

Et væsentligt element i ATP’s forretningsmodel er således, at der for både rentebidraget og markedsbidraget garanteres en forventet levetid fra indbetalingstidspunktet. Dermed er det kollektivet, der via det fælles bonuspotentialt påtager sig risikoen for, at levetiden for medlemmerne udvikler sig anderledes end forventet. Et andet væsentligt element er også, at det fortsat er

for hele garantibidraget – uanset om det er rentebidragets andel eller markedsbidragets andel – at der er ret til fremtidig bonus via det fælles bonuspotentiale. Dette er endnu en del af den solidariske og kollektive ordning, som ATP sikrer for alle medlemmer. Dermed adskiller ATP's model sig fra de typiske livrente-produkter i arbejdsmarkeds-pensionsselskaber og kommercielle pensionsselskaber, hvor der – i hvert tilfælde for markedsrente-produkter – ikke garanteres en levetid før end på pensioneringstidspunktet, og hvor der ikke er et kollektivt bonuspotentiale, hvorfor det er det enkelte medlem, der på vej mod pensioneringen hver for sig bærer risikoen for, at levetiden forøges mere end forventet, og den livsvarige livrente dermed skal udbetales over en længere årrække – med en lavere årlig pension til følge.

Ændret afdækningsstrategi

Med tilpasningen af ATP-loven fra 2021 blev der givet mulighed for, at ATP kan implementere en ændret afdækningsstrategi med det formål at øge det samlede investeringsafkast, samtidig med at ATP fortsat kan garantere de livslange pensioner med meget stor sikkerhed. Den ændrede afdækningsstrategi bygger på det særlige ATP-karakteristika, at medlemmerne får udbetalt en livsvarig og garanteret pension, der påbegyndes ved folkepensionsalderen. Dermed kender ATP med megen stor sikkerhed de fremtidige udbetalinger og kan derfor agere som en ægte langsigtet investor. Den ændrede afdækningsstrategi sigter efter, at ATP som pensionsselskab kan opnå det bedste af to verdener – at levere et højere afkast og samtidig bevare de underliggende garantier. Ændringen øger ATP's samlede investeringsrisiko, idet den ændrede afdækningsstrategi indebærer, at der i tillæg til den eksisterende renteafdækning af de garanterede pensioner tilføres en mængde aktiver med højere risiko og et højere forventet afkast til renteafdækningen. Dermed forøges det samlede forventede afkast i afdækningsporteføljen, således at det forventede ekstra afkast over tid kan bidrage til en forøgelse af bonuspotentialet, bonustildelingen og dermed realværdisikringen af pensionerne. ATP har i 2022 gjort forretningen klar til, at en ændret afdækningsstrategi kan sættes i værk i løbet af 2023.

ATP-produktets samlede risiko vil dog fortsat – selv efter fuld indfasning af ændret afdækningsstrategi – være lavere end det typiske markedsrenteprodukt, hvilket hænger naturligt sammen med, at ATP også leverer en garanti. Overordnet set øges den forventede årlige volatilitet (eksklusive renteafdækning) – ved en bonusevne på 20 pct. – fra ca. 5 pct. til ca. 6,5 pct. Den forøgede risiko afhænger dog i mindre grad af størrelsen af ATP's bonuspotentiale, hvorfor denne risiko er mere stabil over tid. Som en tommelfingerregel har et typisk markedsrenteprodukt ca. 10-12 pct. årlig volatilitet, hvorfor ATP's investeringsrisiko (dvs. eksklusive renteafdækning) stadig er moderat vurderet mod hele balancen. For at sikre garantierne skal ATP alt andet lige reducere risikoen mere end et markedsrenteprodukt i takt med eventuelle tab. Endelig, for en ny-indbetalt kr. i ATP, hvor der også placeres 20 pct. af garantibidraget i livrente med markedsseksponering, øges risikoen til ca. 9 pct. – altså stadig under et markedsrenteprodukt, men med en garanti på 60 pct. af de indbetalte midler.

Konsekvenser af forslaget til en ny model for ATP

Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) foreslår følgende model for ATP:

1. *Hele ATP-bidraget (op til 15 år før pensionering) investeres i en ikke-gearet markedsrente-portefølje. Porteføljen skal være en veldiversificeret investeringsportefølje, dvs. med obligationer, aktier (noterede og unoterede) og alternative investeringer. Risikoen skal være tilpas høj med eksempelvis op til 80 pct. i risikofyldte aktiver.*
2. *15 år før pensionering overflyttes markedsrenteporteføljen gradvist til sikre obligationsinvesteringer, og der etableres tilhørende livrenter fra pensionstidspunktet. Livrenteudbetalingerne baseres på en rente, som er markedsrenten reduceret med inflationen. Derved vil man kunne sikre garanterede livrenteudbetalinger som følger inflationen – eller i hvert fald et snit af den realiserede eller forventede historiske inflation.*

Nedenstående bemærkninger foretages på baggrund af vores umiddelbare forståelse af modellen, som den er beskrevet i Ramlau-Hansen og Rangvid (2023).

Der er nogle lighedspunkter med den model, som Folketinget ved lovændringen i 2021 gav ATP mulighed for, og som ATP's bestyrelse derfor har indført fra 2022. Men der er også en række betydelige forskelle.

Individualisering af ATP er problematisk: Den foreslåede model, hvor hele bidraget investeres i en markedsrenteportefølje, vil medføre, at det er det enkelte medlem, der fremadrettet selv bærer både afkastrisikoen og levetidsrisikoen. Hele pensionsbidraget investeres efter forslaget i en markedsrenteportefølje, hvorfor der ikke løbende bidrages til det kollektive bonuspotentiale. Med andre ord betyder forslaget, at risikoen individualiseres. Dermed vil ATP-produktet bevæge sig i samme retning, som er set hos arbejdsmarkedspensionsselskaberne i søjle 2 i pensionssystemet, som over de seneste 10-15 år har bevæget sig ud af kollektive garanterede ordninger over i individuelle markedsrente-produkter. Dette vil være et meget væsentligt brud med den kollektive og solidariske tanke, der siden etableringen har ligget bag ATP og ATP's forretningsmodel, og som Folketinget ved de seneste behandlinger af ATP-loven i 2021 har stadfæstet. ATP vil derfor bevæge sig væk fra den grundtryghed og forudsigelighed, der i dag sikres medlemmerne, og over mod produkter, der allerede udbydes hos de fleste arbejdsmarkedspensions-selskaber, netop fordi de har et andet formål i pensionssystemet, jf. ovenfor. ATP-pensionen kan ses som en forsikringsordning på linje med folkepensionen. Det er derfor naturligt, at risikoen i ATP's samlede pensionsprodukt er lavere end i arbejdsmarkedspensioner og private pensionsordninger, idet garanti-elementet vejer tungere.

At garantere en mindre livslang pension per indbetalt krone vil medføre en ændret udbetalingsprofil: Det foreslås endvidere, at der 15 år før pensionering gradvist sker en overflytning til en livrente baseret på sikre obligationsinvesteringer. Og at livrenten baseres på en markedsrente, der reduceres med en inflation. Dette vil, alt andet lige, reducere den udbetalte årlige pension i forhold til den livslange ATP-pension, der i dag optjenes, men naturligvis øge muligheden for, at denne pension realværdisikres over tid. Med andre ord vil det betyde en anderledes udbetalingsprofil end i dag, idet de årlige pensionsudbetalinger i starten vil være lavere end med den nuværende forretningsmodel og over tid med en vis sandsynlighed blive realværdisikret. En sådan udbetalingsprofil vil med andre ord

tjene dem, der lever længst, bedst, til ugunst for dem, der lever kortere end den gennemsnitlige levetid. Det er ikke ATP's vurdering, at dette er en ønskværdig udbetalingsprofil.

Øget kompleksitet, omkostninger og opgivelse af formuefællesskab i strid med intention bag ATP-ordningen: Den foreslåede model vil, som også nævnt ovenfor, betyde, at ATP fremover ikke vil kunne bevare formuefællesskabet og ét kollektivt bonuspotentiale, idet medlemmernes fremtidige indbetalinger ikke vil bidrage hertil. Samtidig vil forslaget øge kompleksiteten og dermed øge omkostningerne til administration og håndtering, hvilket er til ugunst for medlemmerne. I dag bæres alle omkostninger – såvel administrative som investeringsmæssige – kollektivt af medlemmerne via bonuspotentialet. Men uden et fælles kollektivt bonuspotentiale vil omkostningerne skulle overvæltet individuelt til de enkelte medlemmer.

Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) foreslår ganske vist, at;

”en andel af medlemmernes opsparing etableres som særlige bonushensættelser, hvorved f.eks. 10% af livrentepensionen gøres ugaranteret. Særlige bonushensættelser er ansvarlig kapital, der kan dække tab. Supplerende kapital kan yderligere genereres, hvis ATP i lighed med øvrige pensionselskaber øger omkostnings-belastningen af investeringsresultatet med f.eks. 0,25-0,5% pa. På denne måde kan ATP opbygge nødvendig kapital til at sikre, at der er midler nok skulle f.eks. levetiden overraske, eller skulle der opstå andre operationelle tab”.

En sådan model, med en ugaranteret andel af medlemmernes pension, der kan tabes, og opbygning af en form for ”egenkapital” via øgede årlige omkostninger (ÅOP) vil dels komplicere kommunikationen af medlemmernes pensioner, idet en del af den ”garanterede pension” reelt er ugaranteret, dels som nævnt ovenfor øge kompleksiteten og omkostningerne ved at håndtere ATP. Samtidig er det uklart, hvorledes den betydelige andel af de indbetalte midler, der endnu ikke er omsat til livrentepension, jf. forslaget, skal bidrage til en egenkapital, ligesom det generelt virker uhensigtsmæssigt, at ATP, hvor alle midler i dag tilhører medlemmerne kollektivt, skal til at opbygge ”egenkapital”, f.eks. fordi den foreslåede omkostningsbelastning af investeringerne, der skal overføres til en ”egenkapital”, vil kræve løbende håndteringen af kontributionen hertil og brugen heraf, altså hvordan det opbyggede ”overskud” skal fordeles. Endelig vurderes det, at det juridisk vil være meget vanskeligt eller reelt umuligt at foretage det foreslåede ”omvalg”, ligesom dette vil være yderst kompliceret og rådgivningstungt – med deraf følgende meromkostninger for medlemmerne.

Konsekvenser af forslaget til investering af bonuspotentialet

Som beskrevet ovenfor foreslås det af Ramlau-Hansen og Rangvid (2023), at der fremadrettet ikke opbygges en kollektiv ufordelt reserve (et bonuspotentiale), der dækker for bl.a. de løbende eller de uforudsete omkostninger. Det eksisterende bonuspotentiale og bonusmulighederne herved bliver fremadrettet derfor forbeholdt de nuværende medlemmer og de allerede op-tjente pensioner. Alligevel fremsætter forslagsstillerne en model for, hvordan bonuspotentialet fremover skal investeres, hvilket tolkes som en model, hvor bidragene håndteres som i dag, men hvor bonuspotentialet investeres som foreslået:

”Vi mener, at man bør forfølge en ikke-gearet investerings-

strategi. Under antagelse om at en stor del af formuen (de garanterede pensioner) er placeret i obligationer o.lign. vil det forbedre porteføljeegenskaberne, hvis man følger en ikke-gearet strategi for bonuspotentialet fuldt investeret i risikable aktiver, såsom aktier, private equity og lignende.

Rådet for Afkastforventninger forventer, at afkastet fra aktier er 6,5% på den lange bane. Over de næste 10 år forventes afkast på ca. 6% fra globale aktier og op til 10% om året fra private equity og emerging markets aktieinvesteringer. En portefølje diversificeret over forskellige typer af risikable aktiver kan således forventes at give 7-8% om året før skat og ca. 6,5% efter skat. Med et bonuspotentiale på p.t. 16% kan det give mulighed for justering af pensionerne med ca. 1% om året, men med større sikkerhed for at opnå dette end ved den nuværende investeringsstrategi.”

ATP vurderer, at konsekvenserne af en sådan strategi vil være, at den forventede pension, særligt for de yngre medlemmer, forringes betydeligt ift. ATP's nuværende model, men at risikoen for at miste bonuspotentialet naturligvis falder med en strategi med lavere risiko. Det kan bemærkes, at ATP ved brug af de fælles samfundsforudsætninger for 2023 over tid forventer at kunne give en gennemsnitlig årlig bonus på 2,1 pct., hvilket er på niveau med den i samfundsforudsætningerne forventede inflation.

Det vurderes ikke hensigtsmæssigt, at pensionerne for særligt de yngre medlemmer skal reduceres, som den foreslåede model vil medføre, selv om det forventeligt vil reducere risikoen for, at ATP taber det kollektive bonuspotentiale, idet der dermed ikke nås en passende balance mellem afkast og risiko. Som anført ovenfor, skal ATP's nuværende investeringsstrategi og dertil hørende risikoniveau, ses i sammenhæng med den dynamiske risikostyring, der løbende afpasser risikoen til risikokapaciteten, og hvor risikoniveauet, fastsat af bestyrelsen, er kalibreret efter netop forventningen om at kunne realværdisikre pensionerne mod risikoen for at blive teknisk insolvent.

I artiklen gentager Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) en udbredt misforståelse om porteføljeegenskaberne, som følge af at ATP er eksponeret mod renter via afdækningsporteføljen. Afdækningsporteføljen udligner netop renterisikoen i de garanterede ydelser til nul, hvorfor det er forkert at antage, at der som udgangspunkt allerede er en rentefølsomhed i balancen.

Referencer

- Asness, Clifford S., Andrea Frazzini og Lasse H. Pedersen, 2012: Leverage Aversion and Risk Parity. *Financial Analysts Journal*, 68, s. 47-60.
- Gosvig, Mads, Morten Kronborg og Ninna Reitzel, 2019: *Dynamic Management of Portfolio Risk*. White Paper: <https://www.atp.dk/en/our-tasks/investing-pension-funds/research-and-development/dynamic-management-portfolio-risk>.
- Lorenzen, Kasper, Mads Gosvig og Morten Kronborg, 2019: *A Balanced Factor Approach To Investing*. White Paper: <https://www.atp.dk/en/our-tasks/investing-pension-funds/research-and-development/balanced-factor-approach-investing>.
- Ramlau-Hansen, Henrik og Jesper Rangvid, 2023: ATP: Investeringsafkast og ny model for opsparing *Finans/Invest*, 1/23, s. 5-13. ■