

ATP's investeringsrisiko og forretningsmodel

Ramlau-Hansen, Henrik

Document Version
Final published version

Published in:
Finans/Invest

Publication date:
2019

License
Unspecified

Citation for published version (APA):
Ramlau-Hansen, H. (2019). ATP's investeringsrisiko og forretningsmodel. *Finans/Invest*, (5), 13-19.

[Link to publication in CBS Research Portal](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us (research.lib@cbs.dk) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 04. Jul. 2025

ATP's investeringsrisiko og forretningsmodel

Artiklen analyserer risikotagningen i ATP's investeringsportefølje i lyset af ATP's struktur og forretningsmodel. Det konkluderes, at gearingen er høj. Det konkluderes også, at ATP med det nuværende set-up er tvunget til at geare meget, hvis ATP skal gøre sig håb om også fremover at kunne være et solidt bidrag til folkepensionen. Artiklen stiller spørgsmålstejn ved, om risikotagningen er for stor, og om der reelt er behov for en grundlæggende revurdering af ATP's struktur og risikotagning med henblik på at fremtidssikre ATP-ordningen. Til sidst kommenteres forslag til justeringer i ATP's risikotagning og struktur.

AF FORFATTER



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

Henrik Ramlau-Hansen er lektor ved CBS og har tidligere været CFO i Danske Bank, CEO i Danica Pension, formand for Finanstilsynets bestyrelse og formand for NOW: Pensions, Ltd.

Note: Forfatteren vil gerne takke Jesper Rangvid for uvurderlig hjælp i forbindelse med udarbejdelsen af artiklen. Uden Jesper Rangvids bistand var artiklen ikke blevet, som den nu fremstår. Redaktøren takkes for konstruktive kommentarer til en tidligere version af artiklen.

Indledning

ATP's investeringsportefølje gav i første halvår af 2019 et afkast på 32,1% i forhold til bonuspotentialet. Bonuspotentialet er medlemmernes frie midler i ATP og androg 120 mia. kr. ultimo juni 2019. Afkastet er efter det oplyste det bedste halvårsresultat i ATP's historie. Af halvårsmeddelelsen fremgår ligeledes, at ATP de seneste 5 år har haft et gennemsnitligt afkast af investeringsporteføljen på 16,4% pro anno. Af en note i halvårsmeddelelsen fremgår, at investeringsporteføljen havde en markeds-værdi på 337 mia. kr. ultimo juni 2019.

ATP's afkast står i kontrast til afkastene hos PFA, Danica Pension, PensionDanmark og Industriens Pension, hvor deres livscyklusprodukter med moderat risiko og mellemlang investeringshorisont har leveret afkast på 9-11% for første halvår 2019. Globale aktier (MSCI World) leverede et afkast på 14,4% (i danske kroner).

ATP slog således både andre danske pensionsselskaber og den generelle markedsudvikling på aktiemarkedet med flere længder. På denne baggrund springer et afkast på 32,1% for et halvår naturligvis i øjnene.

ATP's direktør Bo Foged manede dog også til besindighed og blev i dagspressen bl.a. citeret for, at '...det er helt uomtvisteligt, at der er mørke skyer på himlen', 'og man skal ikke forvente de samme positive afkast fremover', og 'jeg vil gerne give en garanti for, at vi også kommer til at tabe penge i nogle kvartaler'.

Det gode spørgsmål er alligevel, om ATP har overnaturlige evner på investeringsområdet, eller om der ligger en anden årsag bag ATP's ekstraordinære gode resultat i første halvår 2019.

Denne artikel argumenterer, at resultatet ikke mindst skal ses i lyset af en stor gearing af bonuspotentialet i ATP. I gode tider giver gearing og høj risiko gode afkast. Men den høje gearing

medfører også, at tilbageslag på de finansielle markeder vil kunne ramme ATP's muligheder for risikotagning hårdt og dermed muligheden for at skabe fremtidige afkast og regulering af pensionerne.

Denne artikel fokuserer bl.a. på den gearing og risikotagning, som finder sted i ATP's investeringsportefølje. En oplagt måde at øge afkastet i gode tider, som her i 2019, er at geare bonuspotentialet, så positive afkast forøges på den ene eller anden måde. Det er lidt svært at finde det præcise gearingstal for ATP, men vurderingen er, at ATP's bonuspotentiale er gearret 3-5 gange forstået således, at for hver 1 kr. i bonuspotentiale er der underliggende investeringsaktiver for 3-5 kr.

Men gearingen og risikotagningen i investeringsporteføljen kan ikke ses uafhængigt af, hvordan hele ATP-ordningen er skruet sammen, og hvad formålet med ATP er.

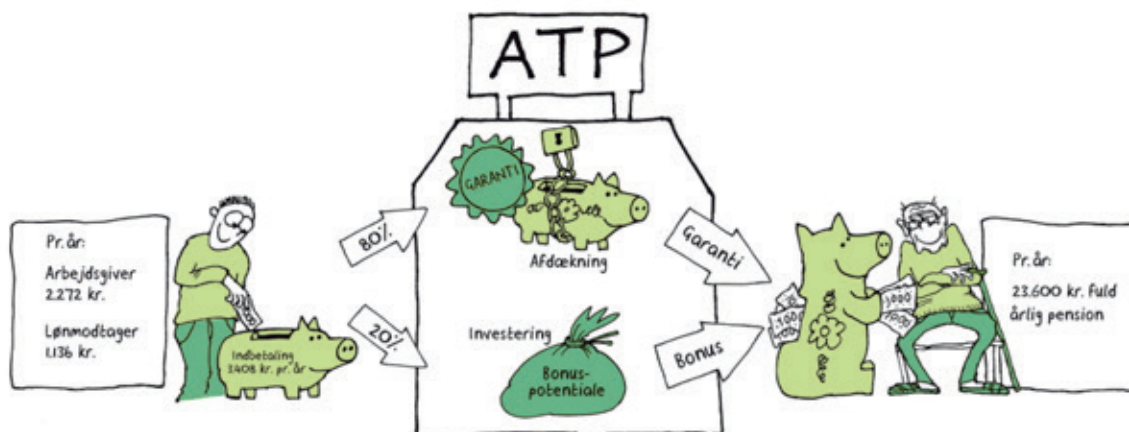
Formålet med ATP er at levere en alderspension, der kan være et godt supplement til folkepensionen. Dette sker ved, at en del af medlemmernes bidrag bruges til dels at etablere garanterede livrenter ud fra dagens renteniveau og dels til at henlægge til et såkaldt bonuspotentiale, som kan investeres mere frit. Ultimo juni 2019 var værdien af de garanterede pensioner 761 mia. kr. og bonuspotentialet 120 mia. kr.

Med det nuværende meget lave renteniveau er det meget vanskeligt at investere 120 mia. kr. og opnå et fornuftigt afkast, hvis målet bl.a. er at pristalsregulere ATP-pensionen, så den kan følge udviklingen i folkepensionen. Samfundsforudsætningerne specificerer f.eks. et gennemsnitligt årligt afkast over de næste 10 år fra globale aktier på 5,5% og 1,0% fra stats- og realkreditobligationer. Investeres 120 mia. kr. 50/50% i nævnte aktier og obligationer, er et ædrueligt bud på et årligt afkast i omegnen af 4 mia. kr. Da pensionerne har en værdi på 761 mia. kr., kræver en pristalsregulering med f.eks. 2% et afkast på ca. 15 mia. kr. Man kan derfor sige, at ATP er i en situation, hvor ATP er tvunget til at geare markant, hvis ATP vil bevare pensionernes købekraft.

Problemstillingen forstærkes yderligere af, at ATP's investeringer på ca. 140 mia. kr. i illikvide aktiver (alternative investeringer), overstiger bonuspotentialet på 120 mia. kr. I en krisesituation, hvor man måtte miste en stor del af bonuspotentialet og blive tvunget til at sælge ud af de mere likvide aktiver, kan der blive udfordringer med at opretholde en hensigtsmæssig porteføljekonstruktion fremadrettet.

Denne artikel fokuserer på risikotagningen i ATP, og hvilket afkast der skal til, for at ATP-pensionerne kan følge med den almindelige pris- og lønudvikling i samfundet. Den gen-

FIGUR 1. ATP's opbygning (ATP's Årsrapport 2018, side 18)



nemsnitlige ATP-pension udgjorde 15.200 kr. i 2018, og den maksimale ATP-pension er på 24.500 kr., altså mindre end en tredjedel af folkepensionens grundbeløb på 75.924 kr. Samtidig indebærer det meget lave renteniveau, at 1 kr. ATP-bidrag i dag giver en meget mindre garanteret pension end for blot få år siden. ATP-pensionen er med andre ord i risiko for at sakke bagud i forhold til folkepensionen.

ATP oplyste i forbindelse med offentliggørelsen af halvårsrapporten, at 'Vi skal genbesøge vores forretningsmodel' – forhåbentlig kan nogle af forslagene i denne artikel bidrage til dette.

ATP-ordningens opbygning

Vi er alle "kunder" i ATP gennem vores løbende ATP-bidrag. ATP har selv i en række publikationer fremhævet ATP-ordningens vigtighed i forhold til at være et væsentligt supplement til folkepensionen og det forhold, at folkepensionen og ATP mange år frem vil udgøre en væsentlig del af forsørgelsesgrundlag for mange pensionister, se bl.a. ATP-Faktum (2017) og ATP-Faktum (2019). Senest oplyses det i halvårsmeddelelsen, at omkring 40% af landets folkepensionister ingen anden pensionsindtægt har end ATP og folkepensionen.

Det er derfor afgørende, at forvaltningen i ATP sker med en fornuftig balance mellem afkast og risiko.

ATP er en unik konstruktion, og der gælder et særligt regelsæt for ATP. Dette indebærer blandt andet, at ATP ikke er omfattet af Solvens 2 i modsætning til andre pensionsselskaber. ATP opererer også uden en egenkapital (eller en rig onkel, som kan træde til, hvis det skulle gå grueligt galt på investeringsmarkederne). ATP er som pensionsselskab heller ikke underlagt et særligt SI-FI-tilsyn på trods af dets størrelse og det faktum, at alle erhvervsaktive danskere nyder gavn af ordningen i den 3. alder.

I denne artikel fokuseres på ATP's investeringspolitik, herunder risikotagningen i investeringerne. Som det tidligere er beskrevet i Finans/Invest, se bl.a. Jarner og Lorenzen (2017), deles ATP-indbetalingen i to dele. Den ene del, på 80% af det indbetalte beløb, anvendes til at købe en garanteret pension. Den anden del, på 20% af indbetalingen, placeres i bonuspotentialet, jf. Figur 1. Dette split på 80%/20% indebærer dels, at alle får en garanteret pension for 80% af bidraget, og dels at ATP opnår

en betydelig investeringsfrihed mht. 20% af bidraget, idet medlemmerne umiddelbart ikke stilles noget i udsigt mht. de 20%. De 20% tilhører dog fortsat medlemmerne, men er endnu ikke tilført det enkelte medlem.

De 80% bruges løbende til at købe en garanteret livrentepension, der udbetales fra pensionsalderen. ATP har på det seneste justeret beregningsmetoden af disse garanterede pensioner, så alene renteniveauet på indbetalingstidspunktet garanteres for 15-årige perioder. Se i øvrigt Jarner og Preisel (2016) for en beskrivelse af, hvordan de garanterede pensioner fastsættes.

ATP opererer med to investeringsporteføljer – en afdækningsportefølje og en investeringsportefølje. Afdækningsporteføljen består primært af obligationer og renteswaps og er så vidt muligt designet til at matche de garanterede pensioner. Tankegangen er, at evt. ændringer i værdien af de garanterede pensioner som følge af renteændringer skal svare til værdiændringen i afdækningsporteføljen. Investeringsporteføljen er derimod en blandet portefølje med det formål at skabe et merafkast, som bl.a. over tid skal bruges til at forøge ATP-pensionerne.

De 20% af bidraget plus historiske afkast, der ikke er brugt til administration, til investeringsomkostninger, til opskrivning af de garanterede pensioner (bonus) eller til at øge hensættelserne som følge af danskernes øgede levetid, udgør det samlede bonuspotential. Dette udgjorde som nævnt ultimo juni 2019 120 mia. kr., og værdien af de garanterede pensioner var opgjort til 761 mia. kr.

Bonuspotentiallets rolle

Bonuspotentiallet er reelt ATP's frie midler. Bonuspotentiallet tjener derved både som investeringsbuffer for investeringsporteføljen og som en slags egenkapital for ATP. Bonuspotentiallet skal i praksis opfange uforudsete hændelser, der kan ramme ATP.

Dette inkluderer de ekstra penge, der skal afsættes til de garanterede pensioner, hvis danskerne lever længere end antaget af ATP. ATP har siden år 2000 brugt 84,3 mia. kr. på at styrke hensættelserne pga. den øgede levetid. Over de sidste 10 år har udgiften været 60,8 mia. kr. Disse tal er påvirket af en engangshensættelse på 20 mia. kr. i 2018. Disse beløb har således alt andet lige reduceret bonuspotentiallet.

Bonuspotentiallet skal også dække det løbende tab, der pt. opstår som følge af, at ATP antager, at den langsigtete rente er 3%, når hensættelserne beregnes. Dette såkaldte rentekurveknæk, der de seneste år har kostet ATP ca. 3 mia. kr. årligt, opstår ved, at ATP forudsætter en langsigtet rente på 3% efter år 40, når man i regnskabet opgør pensionsbensættelserne. I de første 40 år anvendes en almindelig markedsrentekurve, der pt. ligger langt under de nævnte 3%, se bl.a. side 12 i ATP's årsregnskab for 2018. Når en pensionsudbetaling således ligger 40 år ud i fremtiden, tilbagediskonteres udgiften med 3%, men efter et år ligger den 39 år ud i fremtiden, hvorved diskonteringsrenten falder kraftigt. Det giver en ekstraordinær udgift i regnskabet, så længe ATP opgør regnskabet med en lang rente, der ligger over markedsrenten.

Bonuspotentiallet skal også kunne opfange de mismatch, der kan opstå i afdækningsporteføljen.

Hensigten er endelig, at bonuspotentiallet løbende skal bruges til at øge de garanterede pensioner med bonus, således at ATP-pensionen kan følge inflationen. Det fremgår af ATP-lovens paragraf 18, stk. 3, at 'der skal tilstræbes en langsigtet bonuspolitik, der sikrer pensionernes realværdi'. På det seneste har dette dog været mere end almindeligt vanskeligt – over de sidste 10 år er pensionsbensættelserne alene blevet bonusopskrevet med i alt ca. 2%. De garanterede pensioner har således mistet betydelig real købekraft de seneste 10 år. Dette skyldes formentlig, at ATP har brugt betydelige beløb på at styrke hensættelserne pga. den øgede levetid, og at man har valgt at henlægge midler til bonuspotentiallet i stedet for at opskrive pensionerne.

Som det fremgår ovenfor, er der reelt mange modstridende interesser i forhold til brug af bonuspotentiallet. Det skal kunne opfange tab på investeringsporteføljen, agere egenkapital for hele ATP-ordningen, og samtidig har mange medlemmer en berettiget forventning om en løbende opskrivning af deres ATP-pension, så købekraften bevares.

ATP oplyser, at de har 5,2 mio. medlemmer, så bonuspotentiallet på 120 mia. kr. pr. 30. juni 2019 udgør ca. 23.000 kr. pr. ATP-medlem i gennemsnit.

ATP's gearing og risikotagning

I de følgende kommentarer til ATP's risikotagning tages udgangspunkt i de officielle ultimo 2018 tal fra ATP's årsregnskab. Det skal understreges, at der er tale om overordnede betragtninger, da vi selv sagt ikke har adgang til ATP's detaljerede risikoberegninger. Videre er der i det følgende tale om nogle lidt forsimplede overvejelser. De skulle dog gerne understrege omfanget af ATP's udfordringer, og at status quo repræsenterer en høj gearing i ATP.

Ultimo 2018 udgjorde medlemmers formue 785 mia. kr. Værdien af de garanterede pensioner udgjorde ved udgangen af 2018 693 mia. kr. Bonuspotentiallet var derfor 92 mia. kr. ultimo 2018. Da ATP som nævnt ikke har en egentlig egenkapital, agerer bonuspotentiallet rollen som risikobærer. Tab af bonuspotentiallet svarer jo reelt set til, at ATP ikke kan opretholde sine forpligtigelser. Bonuspotentiallet udgør derved den øvre grænse for tab, som ATP kan absorbere. ATP's bestyrelse har derfor understøttet et risikobudget på maksimalt 50% af bonuspotentiallet, som direktionen skal holde sig inden for, jf. side 52 i årsregnskabet 2018. Endelig udgør risikoforbruget den faktiske (beregnete) risiko, som selskabet/direktionen påtager sig.

Det fremgår ligeledes af 2018-regnskabet, side 38, at ATP havde en investeringsportefølje på 308 mia. kr. ultimo 2018. Investeringsporteføljen indeholder dog også futures, hvorfor den samlede nominelle eksponering er vanskelig at opgøre. Ved et åbent arrangement på CBS i december 2018 oplyste ATP's CIO således, at denne er i omegnen af 500 mia. kr. Det har ikke været muligt ud fra 2018-regnskabet at skønne over den samlede nominelle eksponering ultimo 2018, men den er formentlig noget større end de oplyste 308 mia. kr. Noget kunne således tyde på, at ATP investerer 3-5 kr. for hver krone i bonuspotentiallet, svarende til et gearingsforhold af bonuspotentiallet på 3-5 gange.¹

ATP har med virkning fra 2019 indført expected shortfall som et centralt risikomål i risikostyringen. ATP oplyser i deres 2018-regnskab expected shortfalls, målt med 1% sandsynlighed over 3 mdr., for de to delporteføljer investering og afdækning på henholdsvis 39 mia. kr. og 6 mia. kr. ATP oplyser ikke expected shortfall for den samlede portefølje. Ud fra en forsigtig risikomæssig betragtning er det valgt at forudsætte et samlet expected shortfall på 45 mia. kr. svarende til summen. Under alle omstændigheder vil en beregning af et expected shortfall være behæftet med usikkerhed, og bestyrelsen har vedtaget en politik, der accepterer et potentielt (forventet) tab på op til 50% af bonuspotentiallet på 92 mia. kr. over 3 måneder. På CBS mødet i december 2018 blev (for investeringsporteføljen) omtalt en expected shortfall tabsrisiko på 45 mia. kr. pr. kvartal i forhold til en eksponering på ca. 500 mia. kr.

Går det galt på de finansielle markeder, og ATP over 3 mdr. måtte tabe 45 mia. kr. eller mere, vil ATP selv sagt søge at begrænse tabet, men ATP's bestyrelse har accepteret et tab på dette niveau.

Et expected shortfall på 45 mia. kr., målt over 3 mdr. og med en sandsynlighed på 1%, svarer skønsmæssigt til en pro anno standardafvigelse på ca. 34 mia. kr., dvs. en årlig volatilitet på ca. 37% af bonuspotentiallet.² I forhold til en aktievolatilitet på måske 15% p.a. svarer det risikomæssigt til, at ATP har investeret hele bonuspotentiallet i aktier og samtidig har gearret investeringen 2-3 gange.

Man kan indvende, at en volatilitet på 34 mia. kr. ikke er meget set i forhold til ATP's samlede kundeformue på ca. 800 mia. kr. Sammenlignes ATP's risikotagning på balanceniveau med andre pensionskassers risikotagning på balanceniveau, springer

1. Valget af gearingsmål her fokuserer således på den risiko, der tages i forhold til den kapital, der kan bære risiko. En alternativ måde at regne gearingen på, som måske mere svarer til den måde, som man er vant til, sætter de samlede aktiver i forhold til egenkapitalen. De samlede aktiver var 909 mia. kr. ultimo 2018. Da bonuspotentiallet som nævnt kan ses som en form for egenkapital, vil dette give en gearing på ca. 10 (909 mia. ift. 92 mia.). Man kan alternativt sætte medlemmernes formue i forhold til bonuspotentiallet. Det vil give en gearing på ca. 8 (785 mia. ift. 92 mia.). Endelig kan man sætte de samlede investeringer (investeringsaktiver plus futures) på op til 1.200 mia. ift. bonuspotentiallet, hvorved gearingen er ca. 13. Vi fokuserer i artiklen her på investeringsaktiverne ift. bonuspotentiallet.
2. Hvis afkastet på 3 måneders sigt er normalfordelt med middelværdi 0 og standardafvigelse på 17 mia. kr., fås expected shortfall på 45 mia. kr., hvorfor den årlige volatilitet er ca. 34 mia. kr.

ATP ikke i øjnene. Men dette er jo ikke den rigtige måde at sammenligne på. De garanterede pensioner udgør jo i ATP's tilfælde ca. 700 mia. kr., og disse kan ikke bære tab.

Andre pensionskasser er i stigende omfang gået mod markedsrenteprodukter, hvor en større del af balancen kan bære risiko. I ATP's tilfælde kan risiko alene bæres af bonuspotentialet, hvorfor risikoen rettelig skal ses i forhold hertil. I forhold til bonuspotentialet forekommer risikoen som følge af gearingen høj.

En anden måde at illustrere risikotagningen på er at sammenligne med et potentielt Solvens 2 kapitalkrav. ATP er som nævnt ikke omfattet af Solvens 2, men et Solvens 2 kapitalkrav giver et godt sammenligningsgrundlag. Solvens 2 kapitalkravet svarer lidt simpelt sagt til 99,5%-fraktilen i afkastfordelingen. ATP oplyser i årsregnskabet, at målsætningen for investeringsporteføljen og afdækningen er et afkast på 11% af bonuspotentialet efter skat og omkostninger. Med en årlig volatilitet på 34 mia. kr. svarer dette til et Solvens 2 kapitalkrav på 64 mia. kr. (0,11·92 – 2,58·34·0,847), når der tages hensyn til pal-skatten på 15,3%. ATP oplyser tilsvarende i deres 2018-regnskab, at i henhold til en egenudviklet risikomodell kan der i løbet af et år, med en sandsynlighed på 0,5%, forekomme et samlet tab af bonuspotentialt på 67,8 mia. kr.

Af de 4 store pensionselskaber Danica Pension, PFA Pension, Industriens Pension og PensionDanmark minder ATP mest om Danica og PFA, da disse to selskaber også har en stor andel af 'gamle garantier', og af disse to har Danica den mindste solvensdækning på ca. 200%. Skulle ATP have den samme solvensdækning, ville det kræve frie midler på henholdsvis 128 mia. kr. eller 136 mia. kr. – beløb, der ligger noget over det gældende bonuspotentialt på 92 mia. kr. – sagt med andre ord er 'egenkapitalen' på 92 mia. kr. for lille i forhold til risikotagningen, hvis ATP skal have samme solvensoverdækning som de private selskaber.

Så samlet er det vurderingen, at i forhold til bonuspotentialt er risikoen som følge af gearingen høj.

Hvor stort et afkast har ATP behov for?

Det er måske forståeligt nok, at ATP gearer sine investeringer væsentligt, når der tages hensyn til de udfordringer, ATP med den nuværende konstruktion står overfor:

- ATP har som nævnt siden år 2000 brugt 84,3 mia. kr. på at styrke hensættelserne pga. den øgede levetid. Det svarer til 4,7 mia. kr. årligt.
- Pristalsregulering på 2% årligt vil koste ca. 14 mia. kr. årligt, da de forsikringsmæssige forpligtelser udgør 693 mia. kr.

Det nævnte rentekurveknæk har de sidste 5 år i snit kostet 2,9 mia. kr. årligt. Hertil kommer, at ATP i regnskabet oplyser, at de årlige investeringsomkostninger mv. på 2,7 mia. kr. udgør 0,34% af formuen. Hvis disse omkostninger, der svarer til næsten 3% af bonuspotentialt, også skal tjenes hjem af investeringsporteføljen, kræver det et ekstra afkast på 2,7 mia. kr.

I alt svarer det til et forventet årlig afkast på næsten 28 mia. kr. før pal-skat, jf. Tabel 1, og et afkast på 30,4% i forhold til bonuspotentialt på 92 mia. kr.

Hvis der ses bort fra levetidsudgiften, er det krævede afkast ca. 22 mia. kr. årligt før pal-skat. Historien skræmmer dog mht. at forudsige udviklingen i danskernes levetid præcist. Det virker derfor ikke hensigtsmæssigt i risikostyringen at tage udgangs-

TABEL 1: Krævede afkast i ATP, mio. kr.
To forudsætninger om levetidsudgifter

	Høj levetidsudgift	Lav levetidsudgift
Pristalsregulering af garanterede pensioner	13.867	13.867
Rentekurveknæk	2.887	2.887
Levetidsudgift	4.683	2.500
Afkast efter pal	21.437	19.254
Afkast før pal	25.309	22.732
Investeringsomkostninger mv.	2.671	2.671
I alt krævet afkast før pal	27.980	25.403
I % af bonuspotentialt på 92 mia. kr.	30,4%	27,6%

punkt i, at der ikke kommer yderligere udgifter pga. en fortsat stigende levealder. Hvis vi derfor i stedet antager, at levetidsudgiften fremover er 2,5 mia. kr. årligt i snit, bliver det krævede årlige afkast fremover ca. 25 mia. kr. før afgift, svarende til et årsafkast på 27,6% af bonuspotentialt, jf. Tabel 1.

Ovenstående er et simpelt 'øjebliksbillede' af det afkast, som ATP pro anno skal levere for at kunne regulere de garanterede pensioner med 2%. Det er ikke et forsøg på at opstille en fuld fremtidig resultatopgørelse for ATP. I ATP's resultatopgørelse optræder der også posterne 'Resultat af afdækning' og 'Resultat af pension før opdatering af levetid'. Den implicitte antagelse i regnestykket i Tabel 1 er således, at afdækningsporteføljen giver et nul-resultat. For så vidt angår 'Resultat af pension før opdatering af levetid' har denne post de sidste 5 år i snit genereret et overskud på 1,2 mia. kr., som bl.a. skyldes, at en andel af indbetalingerne henlægges til bonuspotentialt. Der er for overskuelighedens skyld set bort fra denne post. Til gengæld er det vurderingen, at levetidsudgiften på 2,5 mia. kr. kan vise sig at være lavt sat, og 2019-halvsårsmeddelelsen antyder, at udgiften til rentekurveknæk kan være på vej mod 4 mia. kr. årligt. Samlet er det vurderingen, at afkastudfordringen illustreret i Tabel 1 er ganske realistisk.

Det er specielt antagelsen om at regulere alle ATP-pensioner med 2% årligt, som koster dyrt. Ovenstående vurderinger tager ikke hensyn til, at folkepensionen fremover forventes reguleret med den almindelige lønudvikling, hvorfor en regulering på ca. 2% nok er lavt sat. Ønsker man at pristalsregulere med lønudviklingen, øges kravet til det fremtidige afkast naturligvis.

Der hersker næppe tvivl om, at ATP's faktiske gearing og risikotagning skal ses på baggrund af disse potentielle udgifter.

Kan ATP levere et afkast på 28%?

Tilsyneladende ja, da ATP som nævnt leverede et afkast på 32,1% i første halvår 2019. Men i en verden, hvor renteniveauet er ekstremt lavt, og hvor mange skønner, at det fremadrettede afkast på aktier må forventes lavt målt med historiske normer, må afkastkrav på 28% årligt give anledning til overvejelser.

Med en årlig volatilitet på ca. 34 mia. kr., og et ønske om et afkast på ca. 25 mia. kr., kræver det, at ATP rundt regnet kan levere en Sharperatio på ca. 0,75 om året i snit. En Sharpe ratio på dette niveau forekommer meget høj.

En Sharpe ratio på 0,75 svarer i store træk til den Sharpe ratio, som den kendte investor Warren Buffett har leveret for

Berkshire Hathaway gennem perioden 1976-2017. Frazzini, Kabiller og Pedersen (2018) viser, at Sharpe ratio for Berkshire Hathaway er 0,79. Når Berkshire Hathaway kan levere dette, er det naturligvis ikke umuligt, at ATP også kan, da ATP gearer væsentligt mere end Warren Buffett, jf. nedenfor. Men en vis ydmyghed er nok på sin plads.

Frazzini m.fl. (2018) viser nemlig, at Buffetts performance er helt unik. Berkshire Hathaway har f.eks. den højeste Sharpe ratio blandt alle amerikanske investeringsforeninger, der har eksisteret mere end 40 år. Selv blandt alle enkeltaktier med en historie på mere end 40 år har Buffett været nr. 1. En Sharpe ratio på 0,75 kræver ikke bare, at man er god. Det kræver, at man er enestående god.

Buffett har leveret meget høje afkast gennem mange år. Frazzini m.fl. (2018) viser, at Berkshire Hathaway har leveret et gennemsnitligt årligt afkast på 18,6% over den risikofrie rente og 7,5% årligt over det generelle aktiemarked. Buffetts høje afkast kommer både som en følge af, at han er dygtig - og at han gearer. Frazzini m.fl. (2018) viser, at Buffett gearer sin portefølje i forholdet 1,7 til 1, dvs. for hver krone, som investorerne har investeret i Berkshire Hathaway, holder Berkshire Hathaway investeringsaktiver for 1,7 kroner. Buffett gearer ved at låne fra forsikringsindbetalingerne. Buffetts høje gearing har også medført, at Buffetts risiko er højere end markedet – gearing øger alt andet lige både afkast og risiko. Buffett har dog været enestående god til at navigere i risikofyldte farvande. Gearingen har øget Buffetts afkast betydeligt, og Buffett har så været dygtig til at kontrollere den højere risiko, der følger af den højere gearing.³

ATP benytter samme strategi. ATP låner, som Buffett, fra kunderne og udnytter, at kunderne ikke umiddelbart kan bede om pengene retur. Der er dog to vigtige forskelle at bemærke ift. Buffetts gearingstrategi. For det første er ATP's gearing betydeligt større. Hvor Buffett som nævnt gearer i forholdet 1,7:1, gearer ATP sit bonuspotentiale i forholdet 3-5:1. Det øger kravet til risikostyringen. For det andet låner Buffett af et skadeforsikringsselskab, mens ATP bl.a. låner af medlemmernes pensionsopsparing. Kunderne i et skadeforsikringsselskab kan normalt ikke forvente en forrentning af deres præmier, dvs. Buffett kan i princippet låne gratis. Medlemmerne hos ATP forventer forrentning af deres pensionsindbetalinger. Med andre ord er omkostningen ved at låne fra medlemmerne i ATP højere, end når Buffett låner fra kunderne i sit skadeforsikringsselskab.

Som nævnt har ATP en målsætning om et afkast efter skat mv. på 11% p.a. af bonuspotentialet over tid med henblik på at realværdisikre ATP-pensionen. Dette svarer til 10 mia. kr., eller ca. 15 mia. kr. før skat mv., og en Sharpe ratio på godt 0,4. Dette er en langt mere realistisk Sharpe ratio. Men et nettoafkast på ca. 10 mia. kr. vil langt fra være nok til at dække en løbende pristalsregulering af folkepensionen (ca. 14 mia. kr.), rentekurveknækket (koster 3 mia. kr.) og eventuelle ekstra udgifter til levetiden.

Gabet mellem de 11% (efter skat og omkostninger) og de 28% (før skat mv.) forekommer stort. Det aktuelle afkastkrav på 28% er blandt andet så stort som følge af de lave renteniveauer. Hvis renten var højere, og værdien af de garanterede pensioner var faldet til f.eks. 500 mia. kr., ville et afkast på 11% af bonuspotentialet, ca. 10 mia. kr., skabe mulighed for at regulere pensionerne med 2%. Men renten er lav og forbliver måske lav i lang tid, og i den situation er afkastkravet højt.

Yderligere udfordringer ved høj risiko

En ting er, at det nok er svært generelt at opnå et så højt afkast, som reelt kræves af ATP. Noget andet er, at høj gearing medfører øget risiko. Undertegnede er overbevist om, at ATP har simuleret tusindvis af stressscenarier. Og et godt gæt er, at disse simuleringer viser, at ATP's bonuspotentiale forbliver positivt, selv i stressede situationer. Men med høj gearing kan der ske uhenigtsmæssige ting gennem stressscenarier.

Lad os forestille os en krise. Hvad sker der, hvis det pludselig går galt, og ATP på et kvartal taber de nævnte 45 mia. kr., som er indenfor risikobudgettet. I dette negative scenarie vil bonuspotentialet pludseligt falde med 38 mia. kr. fra 92 mia. kr. til 54 mia. kr., idet vi antager, at pal-delen på 7 mia. kr. af tabet kan optages som et aktiv. Så har ATP åbenlyst ikke råd til at opretholde risikotagningen på 45 mia. kr., men vil i praksis blive tvunget til at reducere risikotagningen til måske 27 mia. kr. eller lavere, jf. bestyrelsens ramme om et risikobudget på maksimalt 50% af bonuspotentialet. Men ved en sådan lavere risikotagning vil det være mere end almindeligt vanskeligt at levere de nødvendige afkast beskrevet ovenfor. Det er netop en tilsvarende situation flere selskaber med garantiprodukter er havnet i efter finanskrisen.

Hertil kommer, at i et scenarie, hvor ATP over en kort periode måtte tabe 45 mia. kr., kan det meget vel ske, at tabet bliver noget større. En modelberegnet risiko som expected shortfall på 45 mia. kr. er et forventet tab, og det faktiske tab kan vise sig større. ATP's dygtige investeringsfolk er blot mennesker, og i et nedsmeltningsscenarie er der alle muligheder for at begå fejl. Når en stor del af aktiverne består af illikvide alternative investeringer, er der samtidig en risiko for, at risikoberegningen kan vise sig at være fejlagtig. Det kan naturligvis også gå den anden vej, altså at risikoen i en krise bliver mindre end expected shortfall. Historien er dog desværre fyldt med eksempler, hvor risikoen i krisetider blev undervurderet.

Hertil kommer – og det er potentielt den mest centrale pointe af dem alle – at ATP formentlig vil have meget vanskeligt ved at nedbringe risikotagningen på en fornuftig måde på kort tid, idet 136 mia. kr. er anbragt i alternative investeringer (ATP's årsregnskab, note 20 om dagsværdihierarki 3). De 136 mia. kr. skal ses i forhold til det risikobærende bonuspotentiale på 92 mia. kr., og på den baggrund virker andelen forholdsvis høj sammenlignet med pensionskasser med markedsrenteprodukter, hvor typisk 10-40% er anbragt i alternative investeringer. Den præcise sammensætning af disse alternative investeringer er ukendt, men typisk er mange af disse ganske illikvide, dvs. vil være svære (for ikke at sige umulige) at komme ud af på kort sigt. Når krisen rammer, og aktiverne falder i værdi, kan man kun sælge ud af de likvide aktiver. Og med høj gearing, skal man sælge mange likvide aktiver. Man vil derfor stå med en portefølje, der i høj grad består af illikvide aktiver. Hvis man

3. Alt andet lige øger gearing afkast og risiko i samme forhold, dvs. ændrer ikke Sharpe ratio. Buffett har gearet, hvilket øger afkastet, og har samtidig været god til at kontrollere risikoen, hvorved hans Sharpe ratio er blevet høj.

ikke var så højt gearet, kunne man rigtig nok ikke investere ligeså meget i illikvide aktiver i første omgang, men man bliver så heller ikke nødt til at sælge så meget ud af de likvide aktiver, når krisen rammer. På den måde ville man kunne oppebære en mere hensigtsmæssig porteføljesammensætning gennem krisen.

Skulle krisen ramme og ATP tabe mange penge, virker alternativerne, at arbejdsmarkedets parter eller staten skulle skyde 38 mia. kr. ind i ATP, næppe realistiske.

Samlet må konklusionen blive, at ATP tilsyneladende har en høj risikoprofil, og indtræffer tabet på 45 mia. kr., vil ATP have betydelige udfordringer og have vanskeligt ved at leve op til sin målsætning om, at ATP-pensionen fremadrettet skal være et solidt bidrag til folkepensionen. Det tyder på, at der er et behov for, at risikorammerne og den udtalte målsætning for ATP revideres.

Forslag til justeringer i ATP's opbygning

Grundlæggende er ATP en fornuftig konstruktion, og ATP har i mange år gjort det godt og leveret flotte afkast. Midlerne er 'desværre' i vid udstrækning blevet brugt til at øge de garanterede pensioner som følge af danskernes forøgede levetid og kun i mindre omfang til at regulere ATP-pensionerne.

Det er også en god ide med en garanteret pension som supplement til folkepensionen, hvorfor det er fornuftigt, at ATP ikke har konverteret ordningen til en markedsrenteordning.

På den anden side konkluderer denne artikel, at ATP er udfordret investeringsmæssigt og kun kan leve op til sine målsætninger ved at påtage sig en måske for stor risiko og ved at levere investeringsresultater på niveau med Warren Buffett. En vej frem er således initiativer, der øger bonuspotentialet, så gearingen kan reduceres.

Meget tyder derfor på, at det vil være hensigtsmæssigt at genbesøge forretningsmodellen. Mere konkret bør følgende overvejes, og flere af forslagene kan kombineres:

- ATP kan tilsidesætte idéen om, at ATP-pensionen over tid kan pristalsreguleres med det nuværende set-up. Ud fra ovenstående ser det ud til at være en meget stor udfordring at kunne opnå en pristalsregulering med det nuværende set-up. Der er heller ingen 'indre finansiel logik', der skulle tilsige, at den nuværende konstruktion, hvor 80% af bidraget går til en garanteret pension, og hvor 20% går til bonuspotentialet, at dette til sammen, med eller uden gearing, skulle muliggøre en pristalsregulering af pensionen over tid.
- Man kan også overveje en udlodningspause, så det f.eks. tydeligt meldes ud, at i de næste 5 år vil der ikke ske nogen regulering af ATP-pensionerne. Det er i realiteten det, mange af de private selskaber har gjort ved siden af finanskrisen at køre med en meget lav kontorente og have suspenderet bonustilskrivningen.
- Splittet af indbetalingen i 80%/20% kan re-tænkes og ændres til f.eks. 60%/40%. Dette vil øge bidraget til bonuspotentialet med 2 mia. kr. årligt. Dette vil kunne være et velkomment ekstra bidrag til bonuspotentialet i en årrække frem. Udfordringen her er dog, at det muligvis vil give visse administrative udfordringer. Man skal i givet fald arbejde med forskellige bonusgrupper – medlemmer med 60%/40% splittet vil have en forventning om at få mere i bonus end medlemmerne med indbetalingssplittet 80%/20%.
- ATP's bestyrelse må overveje at være mere transparent

omkring risikotagningen og gearingen i ATP. Den faktiske gearing oplyses ikke i regnskabet, og det er en overvejelse værd at pålægge administrationen en simpel maksimumsgrænse for størrelsen af gearingen – selv en meget avanceret beregning af risikoen på 45 mia. kr. kan vise sig at være forklart. En simpel gearingsgrænse vil svare til det nuværende Basel 3 bankregime, hvor de almindelige risikobaserede kapitalregler er suppleret med en maksimal leverage ratio på 3% (gearing 33 gange!). Videre bør bestyrelsen overveje at reducere den maksimale risikotagning fra de nævnte 50% af bonuspotentialet til 33%, så ATP er klædt bedre på til en finansiell nedtur. Ved et tab på 33%, hvor der er 67% af bonuspotentialet tilbage, vil man have bedre forudsætninger for at bevare en uændret risiko på 33%.

- Muligheden for risikotagning kan forbedres markant, hvis der kan skabes lovhjemmel til at nedskrive de garanterede pensioner, hvis ATP lider meget store finansielle tab. Man kan f.eks. skabe en lovhjemmel, der, efter Finanstilsynets godkendelse, giver ATP mulighed for at nedskrive de garanterede pensioner, hvis ATP f.eks. over 12 mdr. mister mere end 50% af bonuspotentialet.
- ATP har frivilligt underlagt sig dele af Solvens II. Der er meget godt at sige om Solvens II. Solvens II sikrer ikke mindst, at man hver dag er solvent, i ATP's tilfælde at bonuspotentialet ikke er negativt. Men ATP behøver ikke underlægge sig Solvens II. Og man kan rejse spørgsmålet, om det er den mest hensigtsmæssige måde at risikostyre på. I ATP's tilfælde er situationen som nævnt, at ATP har ca. 140 mia. kr. i illikvide aktiver, men ca. 100 mia. kr. i bonuspotentialer. Mange af de illikvide aktiver giver en forholdsvis stabil og langsigtet betalingsstrøm. Samtidig har ATP lange forpligtigelser. I stedet for at tilbagediskontere alle forpligtigelser og aktiver til i dag, kunne man overveje, om man kunne maturity-matche nogle af passiverne med nogle af aktiverne, ikke mindst de illikvide. En sådan tilgang vil reducere behovet for den procykliske investeringsadfærd (kravet om at man skal sælge aktiver, når det går dårligt, og aktiver er lavt prissat), som den nuværende risikostyring lægger op til. Dette er næsten kætterske tanker, men spørgsmålet er, om de kan formuleres så hensigtsmæssigt, at man kan udnytte egenskaberne i de langsigtede illikvide aktiver, samtidig med at man er betrygget om, at man kan honorere de langsigtede garantier.
- Arbejdsmarkedets parter bør overveje at øge ATP-bidraget væsentligt i de kommende år for at fremtidssikre ATP. ATP-bidraget er kun blevet reguleret meget beskedent de sidste 10 år - det ordinære A-bidrag var 3240 kr. i 2010, og i 2019 er det 3408 kr. Nogle af de oprindelige tanker omkring ATP indebar, at ATP-pensionen skulle udgøre cirka halvdelen af folkepensionen. Nu udgør den maksimale ATP-pension på 24.500 kr. under en tredjedel af folkepensionens grundbeløb, og alt tyder på, at forskellen vil øges i de kommende år, jf. ovenfor. Med et øget ATP-bidrag mindskes også behovet for øget risikotagning i investeringsvirksomheden. Muligvis foretrækker arbejdsmarkedets parter, at fremtidige ekstra pensionsbidrag indbetales til 'egne pensionskasser', men i så fald vil ATP-ordningen fremover spille en mindre og mindre rolle i pensionssystemet, og ATP vil reelt blive en slags afviklingskasse.

Konklusion

Næsten alle danskere er de ultimative ejere af ATP. ATP er særlig vigtig for de danskere, hvor ATP-ordningen er et væsentligt bidrag til deres pensionstilværelse. Som en kombination af en række hændelser og beslutninger – lave renter, længere levetid, begrænset regulering af ATP-bidraget, begrænset bonuspotentiale, samt andre forhold – er ATP presset. Kravet til afkastet på ATP's bonuspotentiale er stort, hvis ATP skal gøre sig forhåbninger om at kunne leve op til de forventninger, som omverdenen har om, at ATP-pensionen skal følge udviklingen i folkepensionen. For at imødekomme disse krav har ATP gearret medlemmernes frie midler – bonuspotentialet – markant. Spørgsmålet er, om det er den mest hensigtsmæssige vej frem på længere sigt.

Meget tyder på, at en hensigtsmæssig vej frem for ATP er en kombination af en række fundamentale ændringer i ATP's investeringsstrategi og forretningsmodel. En relevant målsætning må være, at bonuspotentialet bliver større, så man kan sænke gearingen heraf. Et mål kunne være inden for en kort årrække at få øget bonuspotentialet til minimum 150 mia. kr.

Et konkret forslag kunne være: ATP-bidraget bør sættes op, og i en periode skal investeringsafkastet alene bruges til at op-

bygge bonuspotentialet, og man bør seriøst overveje at ændre 80%/20% splittet til 60%/40%, jf. forslagene a), b) og c). Endelig skal ATP-garantierne gøres betingede, så det er muligt i et nedsmeltningsscenarie at nedskrive garantierne, jf. forslag e) ovenfor.

Derved skulle der være gode muligheder for, at ATP-pensionen igen bliver et relevant supplement til folkepensionen, som det oprindeligt var tiltænkt.

Litteratur

- ATP-Faktum, 2017: *Nye pensionister får to ud af tre kroner fra det offentlige og ATP*. ATP Faktum nr. 161.
- ATP-Faktum, 2019: *Hver anden pensionskrone kommer også i fremtiden fra det offentlige og ATP*. ATP-Faktum nr. 184.
- Frazzini, Andrea, David Kabiller og Lasse Heje Pedersen, 2018: Buffett's Alpha. *Financial Analysts Journal*, 74(4), s. 35-55.
- Jarner, Søren Fiig og Kasper Ahrendt Lorenzen, 2017: ATP som faktorinvestor. *Finans/Invest*, 2/17, s. 7-14.
- Jarner, Søren Fiig og Michael Preisel, 2016: *Long guarantees with short duration: The rolling annuity*. ATP-working paper. ■

FRTB er lige om hjørnet!

Omfanget af Basel komiteens *Fundamental Review of the Trading Book* forventes at blive signifikant for behandlingen af danske realkreditobligationer via EU's implementering i CRD og CRR.

De nye rapporteringskrav stiller store krav til jeres risikoberegninger og data allerede fra 2020.

Hvordan påvirker det så jer?

Det er individuelt, hvor meget det vil påvirke hver enkelt bank, men som den førende uafhængige ekspert i dansk realkredit kan Scanrate hjælpe jer med FRTB-compliance på det danske obligationsmarked.

Kontakt os allerede i dag!



SCANRATE

Scanrate Financial Systems A/S

info@scanrate.dk

+45 86 205 210

www.scanrate.dk