

## ATP's foreløbige svar på anbefalinger fra Evalueringsgruppen

### 1. Indledning

ATP's bestyrelse igangsatte i 2025 en ekstern evaluering af ATP's investeringsstrategi. Evalueringen er en del af ATP's løbende arbejde med at sikre, at investeringsstrategien er indrettet så effektivt som muligt i lyset af karakteristika og målsætninger i ATP's pensionsprodukt (ATP Livslang Pension). Evalueringen er dertil en naturlig opfølgning på de ændringer til ATP's pensionsprodukt, som Folketinget vedtog i 2021 med et bredt flertal.

På den baggrund blev der i 2025 nedsat en gruppe af uafhængige fagpersoner (Evalueringsgruppen), som ifølge *"Kommissorium for ekstern evaluering af ATP's investeringsstrategi"*<sup>1</sup> blev anmodet om at arbejde med følgende overordnede emner:

- Evaluering af de risiko- og investeringsmæssige valg, som ATP har truffet for at implementere ATP's pensionsprodukt.
- Perspektivering af den bagudrettede performance for ATP's resultatskabelse.
- Forslag til fremtidigt kommunikationsfokus.

Evalueringen har ikke haft til formål at behandle indretningen af ATP Livslang Pension, da produktet er fastsat i ATP-loven under hensyntagen til det samlede pensionssystem i Danmark. I stedet har Evalueringsgruppen skullet fokusere på ATP's investeringsstrategi og kommunikationen heraf.

Evalueringsgruppen er blevet ledt af Jesper Berg, som bl.a. er tidligere direktør for Finanstilsynet. Hertil har gruppen bestået af to internationale finansielle eksperter i form af Andrew Ang, som bl.a. er tidligere professor ved Columbia Business School, og Magnus Dahlquist, som er professor ved Stockholm School of Economics.

Formålet med dette notat er at redegøre for, hvordan ATP indledningsvist og overordnet forholder sig til Evalueringsgruppens konklusioner og anbefalinger.

Evalueringsgruppen præsenterede deres endelige konklusioner og anbefalinger for ATP's bestyrelse på bestyrelsesmødet d. 23. juni 2026 efter at have fremlagt et overordnet første udkast for bestyrelsen i slutningen af maj 2026. På den baggrund har bestyrelsen indledningsvist forholdt sig til Evalueringsgruppens konklusioner og anbefalinger. Disse foreløbige betragtninger fremlægges her. ATP's bestyrelse har ikke modtaget den samlede baggrundsrapport endnu.

Bestyrelsen i ATP vil i samarbejde med den daglige ledelse analysere konklusioner og anbefalinger nærmere, når Evalueringsgruppens samlede baggrundsrapport foreligger.

---

<sup>1</sup> [Kommissorium for ekstern evaluering af ATP's investeringsstrategi](#)

ATP takker Evalueringsgruppen for deres store engagement og ihærdighed i arbejdet, og ATP sætter stor pris på deres konklusioner og anbefalinger, som er værdifulde input for ATP.

ATP ser frem til at arbejde videre med anbefalingerne med henblik på at sikre en så velfungerende investeringsstrategi som muligt til gavn for de 5,8 mio. medlemmer.

## 2. Evalueringsgruppens konklusioner og anbefalinger

Evalueringsgruppen har på baggrund af sit arbejde fremlagt en række konklusioner om ATP. Det konkluderes bl.a., at de væsentligste elementer i ATP's investeringsstrategi er i tråd med "best practice" på området og bygger på en moderne og faglig velunderbygget investeringstilgang.

Det drejer sig bl.a. om opdelingen i forskellige delporteføljer afhængig af formål (fx renteafdækningsporteføljen), fokus på diversifikation i investeringerne, og et langsigtet fokus i strategien. Herudover fremhæver Evalueringsgruppen, at ATP's risikobalancerede investeringsstrategi er hensigtsmæssig, og at ATP har bygget en stærk organisation på investeringsområdet med stor operationel robusthed. Endelig understreges det, at ATP er omkostningseffektiv.

Evalueringsgruppen har herudover præsenteret otte anbefalinger vedrørende ATP's investeringsstrategi og implementeringen heraf. I forbindelse med anbefalingerne bemærker Evalueringsgruppen, at anbefalingerne sætter et højt niveau for indretningen og implementeringen af investeringsstrategien hos ATP i sammenligning med andre danske pensionskasser.

Nedenfor gennemgås Evalueringsgruppens otte anbefalinger én for én sammen med en kort beskrivelse af, hvordan ATP overordnet set forholder sig til dem og vil arbejde videre med dem.

### Anbefaling 1: ATP's investment beliefs

*Recommendation 1 (Maintain investment beliefs generally, but reconsider beliefs on illiquid assets): We recommend that ATP generally maintains its investment beliefs; however, ATP could reconsider the purpose of and its comparative advantages in illiquid assets. While peer risk should not be part of the foundation for constructing ATP's portfolio, it needs to be addressed in communications.*

### ATP's umiddelbare overvejelser vedrørende anbefaling 1

ATP noterer sig, at Evalueringsgruppen støtter op om ATP's grundlæggende investeringsfilosofi, herunder at der arbejdes med en lang tidshorisont og med et højt fokus på at sprede risikoen i investeringerne, dvs. diversifikation.

Dertil er ATP enig i, at ATP med fordel kan arbejde endnu mere med den langsigtede strategi og rolle for den illikvide portefølje, herunder ATP's strategiske kompetencer inden for illikvide investeringer. Dette skal bl.a. ses i lyset af, at afkastene i den illikvide portefølje over de seneste år har været blandede.

ATP deler også forslaget om, at ATP generelt bør arbejde mere struktureret med løbende eksternt kommunikation omkring, hvordan ATP's pensionsprodukt og investeringstilgang er anderledes end hos andre danske pensionselskaber ("peer group" risiko).

## Anbefaling 2: ATP's overall investment strategy

*Recommendation 2 (Investment strategy should maintain matching assets to liabilities): We recommend that ATP maintains its overall investment strategy of separating the funds according to their purpose: maintaining a Hedge Portfolio that matches its liabilities and a risk-seeking portfolio. However, ATP should put more effort into communicating the consequences of its investment strategy, including the volatility of the Hedge Portfolio.*

### ATP's umiddelbare overvejelser vedrørende anbefaling 2

ATP noterer sig, at Evalueringsgruppen anbefaler at bevare den overordnede investeringstilgang med opdeling i forskellige porteføljer afhængig af formål. Det indebærer bl.a., at ATP bør bevare en separat renteafdækningsportefølje til at sikre medlemmernes garanterede pensioner. Opdelingen bidrager ifølge Evalueringsgruppen til en klar struktur i forvaltningen og til øget transparens om de overordnede valg i porteføljen. Oprettelsen af en separat renteafdækningsportefølje - og dermed udskillelsen fra investeringsvirksomheden – foretog ATP tilbage i 2006.

ATP noterer sig Evalueringsgruppens anbefaling om at styrke kommunikationen og anerkender betydningen heraf samt behovet for yderligere at styrke det igangsatte arbejde med at udvikle kommunikation af produktet og investeringsstrategien. På den baggrund vil ATP se på, hvordan kommunikationen kan videreudvikles fremadrettet, herunder formidlingen af investeringsstrategien og dens resultater.

## Anbefaling 3: Risk taking and leverage

*Recommendation 3 (Maintain risk parity strategy, but reconsider level of risk in the Investment Portfolio): We recommend that ATP maintains its risk parity strategy for the Investment Portfolio but reconsiders the total level of risk in the Investment Portfolio. The concern is not the leverage itself, which is competently implemented by ATP's treasury operations, but the absolute level of risk which is high relative to other pension funds of similar systemic importance.*

### ATP's umiddelbare overvejelser vedrørende anbefaling 3

ATP noterer sig, at Evalueringsgruppen bakker op om den risikobalancerede investeringsstrategi. Dertil fremhæves det, at ATP har implementeret brugen af gearing på en kompetent måde.

Evalueringsgruppen anbefaler, at ATP genovervejer det samlede risikoniveau i investeringsporteføljen, fordi det vurderes som højt i sammenligning med andre pensionskasser af lignende vigtighed.

ATP er enig i, at risikoniveauet i investeringsporteføljen er højt. Risikoniveauet er fastlagt efter en grundig afvejning mellem afkast og sikkerhed, som løbende balanceres. Højere investeringsrisiko øger muligheden for at øge realværdien af pensionerne, men øger samtidig risikoen for store tab i porteføljen. Beslutningen er truffet ud fra en vurdering af medlemmernes samlede interesse og skal ses i sammenhæng med det samlede ATP-produkt.

ATP finder diskussionen om risikoniveauet væsentlig og vil arbejde grundigt med spørgsmålet.

#### Anbefaling 4: Market Return Portfolio and Supplementary Hedge Portfolio

*Recommendation 4 (Prioritize risk taking in the Market Return Portfolio over the Supplementary Hedge Portfolio): We recommend that ATP prioritizes the Market Return Portfolio over the Supplementary Hedge Portfolio if the risk-taking level is to be reduced. The Market Return Portfolio is a simple way to enable exposure to risky sources of return for its members without generating risk to the Bonus Potential. ATP should be cognizant of the complexity and risks of the Supplementary Hedge Portfolio, in particular through the buffer element. The Supplementary Hedge Portfolio requires continuous awareness of its risk by the Board and communication to the public.*

#### ATP's umiddelbare overvejelser vedrørende anbefaling 4

ATP tilslutter sig behovet for at tydeliggøre de ændringer til ATP's pensionsprodukt, som Folketinget vedtog i 2021 med et bredt flertal. Det drejer sig bl.a. om forskellen mellem den supplerende afdækningsportefølje og markedsafkastporteføljen.

Supplerende afdækningsportefølje omfatter alle ATP's medlemmer og har til formål at skabe et merafkast i afdækningen via en begrænset tilførsel af markedsrisiko med henblik på at styrke realværdien af pensionerne over tid.

Markedsafkastporteføljen vedrører nye indbetalinger uden nominel garanti og har til formål at give en enkel og direkte eksponering mod markedsbaserede risici frem mod pension.

ATP anerkender kompleksiteten og risiciene i supplerende afdækningsportefølje samt behovet for løbende opmærksomhed og klar kommunikation. ATP foretager løbende en afvejning og vurdering af risikoniveauet i både supplerende afdækningsportefølje og markedsafkastporteføljen.

#### Anbefaling 5: Illiquid investments

*Recommendation 5 (Further develop the illiquid investment framework): We recommend that ATP extends its illiquid investment framework to include the share of illiquid assets and articulates its comparative advantage for generating outperformance. ATP's considerations should include both the risk of being exposed to concentration risk in volatile markets, the effects illiquid assets have on its rebalancing policy, and whether it can harvest an illiquidity premium.*

#### ATP's umiddelbare overvejelser vedrørende anbefaling 5

ATP er enig i Evalueringsgruppens anbefaling om, at der kan arbejdes mere med at integrere illikvide aktiver i det overordnede arbejde med investeringsstrategien.

Det har over en årrække været ATP's vurdering, at andelen af illikvide aktiver i ATP's portefølje var for høj, hvilket også er blevet kommunikeret offentligt. ATP har siden 2020 arbejdet målrettet på at reducere både omfanget og koncentrationen af illikvide aktiver. Erfaringerne fra 2022 understregede behovet, da tab i den likvide portefølje synliggjorde en begrænset fleksibilitet og øget koncentrationsrisiko.

På baggrund af Evalueringsgruppens input er der behov for at arbejde videre med andelen og implementeringen af det illikvide område.

### Anbefaling 6: Danish equities

*Recommendation 6 (Develop a quantitative framework for Danish equities): We recommend that ATP explicitly states its investment rationale for the size of the position in Danish equities relative to the global portfolio and its superior ability to select stocks within the Danish market. Given the rationale, it should compute the optimal weight in Danish equities and continuously assess whether the Danish allocation generates a return that can justify the deviation from a more global portfolio.*

#### ATP's umiddelbare overvejelser vedrørende anbefaling 6

ATP er enig i Evalueringsgruppens konklusion om, at ATP's aktieportefølje indeholder en stor andel af danske aktier i forhold til, at danske aktier ikke fylder ret meget i de store globale aktieindeks.

ATP noterer sig desuden, at Evalueringsgruppen fremhæver, at ATP's danske aktier har givet et højt afkast de seneste 15 år. Den stærke performance afspejler ifølge Evalueringsgruppen, at danske aktier har klaret sig bedre end globale aktier og dertil, at ATP's aktieudvælgelse i det danske marked har slået de brede danske indeks.

ATP deler Evalueringsgruppens synspunkt om, at ATP kan arbejde mere med rationale og strategi for andelen af danske aktier i porteføljen. Heri kan indgå løbende vurderinger af det afkastmæssige potentiale i danske aktier.

### Anbefaling 7: A stronger return-based framework

*Recommendation 7 (Adopt a more return-focused investment framework): We recommend that ATP adopts a more explicit focus on returns. In addition to maintaining target risk exposures, ATP should regularly assess whether each major exposure is expected to earn sufficient return for its risk, liquidity, leverage, and complexity. This assessment should be anchored in transparent benchmarks, with active risk limits set relative to those benchmarks, and there should be a process for periodic review of the benchmarks.*

#### ATP's umiddelbare overvejelser vedrørende anbefaling 7

ATP noterer sig, at Evalueringsgruppen overordnet set bakker op omkring ATP's risikobaserede investeringstilgang. Herudover tager ATP til efterretning, at Evalueringsgruppen anbefaler et mere klart afkastfokus, hvor transparente benchmark i højere grad skal anvendes til intern styring og performancemåling og til eksternt kommunikation.

ATP er overordnet set enig i, at en højere grad af anvendelse af benchmarks kan hjælpe med til at synliggøre de forskellige overvejelser og beslutninger i investeringsstrategien, både internt i organisationen og over for eksterne interessenter.

Desuden tilslutter ATP sig Evalueringsgruppens vurdering af, at det er vigtigt med løbende stillingtagen til, om de forskellige typer af investeringer kan forventes at skabe tilfredsstillende afkast. Fremadrettet vil ATP sigte efter at styrke dette arbejde.

ATP vil arbejde videre med anbefalingen og vil efter nærmere analyser og overvejelser implementere de ændringer, der vurderes at gavne ATP's medlemmer.

## Anbefaling 8: ATP communication

*Recommendation 8 (Consistent communication centered on pensions): We recommend that ATP communicates consistently, centering its communication on the pensions it delivers. The management of ATP should be aligned with this communication focusing on the trade-off between pension levels and pension at risk. The secondary level of communication can focus on performance of the investment strategies relative to benchmarks and show how the performance contributes to the ultimate goal of paying pensions. Persistent misunderstandings in public discussion—on costs, on the role of leverage and derivatives, and on the function of the Hedge Portfolio—make it ATP's responsibility to report regularly and proactively so that public debate is anchored on the outcomes ATP is structured to deliver.*

### ATP's umiddelbare overvejelser vedrørende anbefaling 8

ATP er enig i Evalueringsgruppens anbefaling om, at kommunikationen omkring ATP Livslang Pension både kan og skal styrkes for derved at skabe mere klarhed om ATP. Anbefalingen indebærer bl.a., at ATP i højere grad skal lade kommunikationen tage udgangspunkt i den pensionsydelse, som ATP leverer – og i mindre grad fokusere på resultater i de enkelte delporteføljer.

Evalueringsgruppen fremhæver desuden behovet for, at ATP tager mere ansvar og kommunikerer mere proaktivt omkring bl.a. strategi, risici og omkostninger for derved at undgå misforståelser i den offentlige debat.

ATP anerkender, at kommunikationen omkring ATP Livslang Pension skal ændres og styrkes og det gælder på flere niveauer, herunder pensionsydelsen og værdiskabelsen for medlemmerne.

ATP er enig i, at der i kommunikationen har været for stor fokus på særligt de løbende resultater i investeringsporteføljen, hvilket har begrænset virkning på pensionernes størrelse.

Med baggrund i Evalueringsrapporten vil ATP derfor tage initiativ til over de kommende år at ændre fremstillingen af ATP's løbende værdiskabelse i vores løbende regnskaber og anden kommunikation. ATP vil arbejde med implementeringen heraf over de kommende år.

ATP har de seneste år taget mere del i den offentlige debat om ATP Livslang Pension end tidligere, bl.a. ved at være aktiv i diverse medier og faglige sammenhænge omkring pensionsproduktets egenskaber og baggrunden for den tilhørende investeringsstrategi. ATP vil fortsætte og styrke dette arbejde i de kommende år.

### 3. Afrunding

Dette notat har fremlagt, hvordan ATP indledningsvist og overordnet forholder sig til Evalueringsgruppens konklusioner og anbefalinger. ATP's bestyrelse vil i samarbejde med den daglige ledelse analysere konklusioner og anbefalinger nærmere, når Evalueringsgruppens samlede baggrundsrapport foreligger.

ATP ser frem til at arbejde videre med anbefalingerne med henblik på at sikre en så velfungerende investeringsstrategi som muligt til gavn for de 5,8 mio. medlemmer.