

# Kommentar til: Første, anden og tredje bedste råd: 10 anbefalinger til at løse ATP's udfordringer

I denne artikel kommenteres kort på de to artikler om ATP af Henrik Ramlau-Hansen og Jesper Rangvid. Vi konstaterer en række faglige uenigheder og kommenterer anbefalingerne en for en.

## AF FORFATTERE



### Jacob Lester

Chief Risk Officer (CRO), ATP  
E-mail: JLT@atp.dk

Jacob Lester har siden januar 2024 været koncerndirektør, Chief Risk Officer, i ATP med ansvar for pension og risikostyring. Jacob startede i januar 2019 i ATP med ansvar for risikostyring, værdiansættelse og risikomåling. Før ATP var Jacob Lester i Danske Bank og Nordea, og han startede sin karriere i Citigroup i 2001. Jacob er uddannet cand.polit og Ph.D i økonomi og finansieringsteori fra Københavns Universitet.



### Mikkel Svenstrup

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

Mikkel Svenstrup har siden marts 2020 været koncerndirektør og 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.

I denne udgave af Finans/Invest bidrager Henrik Ramlau-Hansen og Jesper Rangvid med to artikler om ATP. Den første med 10 anbefalinger, den anden med et forslag til nyt ATP-produkt.

Forslaget til nyt ATP-produkt er, som vi kan læse det, nogenlunde det samme, som forfatterne kom med i februar 2023 i Finans/Invest.

Forfatterne har udvidet deres argumentation for modellen med en række scenarier for afkast og risiko, samt det forfatterne finder er en teoretisk begrundelse for, at den nuværende ATP-models aktivsammensætning skal laves om.

ATP afgav i samme nummer af Finans/Invest (februar 2023) en kommentar til den foreslåede model (Johansen og Svenstrup, 2023). Disse kommentarer er i store træk fortsat gældende, og der henvises til dem.

ATP's produkt er blevet ændret mange gange i løbet af ATP's historie senest i 2021 med indførelsen af Livrente med markedsponering og ændret afdækningsstrategi. Det er derfor også rimeligt at forvente, at der vil ske ændringer til ATP's produkt fremover, hvorfor alle bidrag til en diskussion om, hvordan sådanne fremtidige ændringer kan se ud, er velkomne.

ATP er underlagt en række begrænsninger for, hvor meget produktet kan ændres uden lovændringer, og ændringer i ATP-loven skal vedtages af Folketinget. Ændringer i ATP's

produkt har historisk været gradvise og mindre end den mere grundlæggende ændring, der lægges op til af Ramlau-Hansen og Rangvid. Ændringer er også altid sket med respekt for allerede optjente rettigheder, ATP's placering i pensionssystemets søjle 1, ligesom produktændringer har bygget videre på det eksisterende produkt.

ATP er fortsat ved at indfase ændringerne vedtaget af et bredt flertal i Folketinget i 2021.

ATP finder, at der kan foretages mange afvejninger af hensynet til at sikre en forudsigelig, garanteret og livslang pensionsudbetaling overfor hensynet til at maksimere pensionsudbetalingerne. Herudover er der en række andre forhold, som der kan lægges mere eller mindre vægt på (jf. også Johansen og Svenstrup (2023)), herunder fx om det er kollektivet eller individet, der bærer afkast- og levetidsrisikoen og fra hvilke tidspunkter dette sker på og om i hvilken grad forskellige modeller øger kompleksitet og omkostninger for medlemmerne. Endvidere kan der lægges mere eller mindre vægt på, om det er godt for det samlede pensionssystem, at der er forskellige former for pensionsordninger med forskellige investeringsstrategier i en verden, som man ikke ved, hvordan udvikler sig. Forfatterens forslag indeholder i øvrigt en mindre forsikring af levetid end ATP Livslang Pension, hvilket ikke nævnes. En sammenligning burde også medtage dette aspekt.

Der er således mange forhold, der skal afvejes mod hinanden, når man fastlægger indretningen af ATP's pensionsprodukt. Denne samlede afvejning er i sin natur politisk, og blev som anført ovenfor senest foretaget af et bredt flertal i Folketinget i 2021.

I denne afvejning skal det også holdes for øje, at konstruktionen af ATP's pensionsprodukt ikke kan 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 pensionsgrundlag 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.

Arbejdsmarkedspensionskasserne i søjle 2 i pensionssystemet kan med afsæt heri derfor inddrage både folkepensionen 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 – fx for unge medlemmer – kan man skrue op for risikoen for denne gruppe i arbejdsmarkedspensionsordningen. ATP's produkt skal derfor ikke vurderes isoleret i forhold til fx et arbejdsmarkedspensionsprodukt – men som et pensionsprodukt, der, på samfundets vegne, varetager en lovbestemt rolle i det samlede pensionssystem. Der kan således konstrueres et andet pensionsprodukt, der giver en forventet højere pension

på bekostning af andre elementer, fx garantien og forsikring af levetiden, hvorfor et ATP-pensionsprodukt skal vurderes ud fra rollen i det samlede pensionssystem.

### Overordnede kommentarer til ny model for ATP:

I forhold til artiklen fra 2023 har Ramlau-Hansen og Rangvid (2025) dels tilføjet en række scenarieberegninger, hvor de sammenligner udviklinger for formuefordelingerne for deres produktforslag med deres version af det nuværende ATP-produkt, dels anført en teoretisk begrundelse for at den nuværende ATP-models aktivsammensætning skal laves om.

### Kommentarer til scenarieberegningerne

Fsva. scenarieberegningerne og analysen vil vi kort anføre vores vigtigste (men ikke udtømmende) kommentarer, som vi vurderer, har afgørende betydning for konklusionen.

1) Selve analysen er uhensigtsmæssigt konstrueret, idet forfatterne sammenblander forskellige afkastantagelser og forskellige produkter, så man ikke kan isolere de rene effekter af det ene eller det andet element. Man kan derfor ikke argumentere for, at et pensionsprodukt er bedre end et andet, hvis sammenligningen baseres på forskellige afkastantagelser.

2) Implementeringen af ATP's investeringsstrategi har forfatterne skønnet for "at illustrere kernen i vores flerårige kritik", idet det angives, at, "ATP vil have et andet bud". Forfatterne vurderer således, at ATP vil reducere den relative risiko i et scenarie, hvor der opleves store tab i porteføljen. Dette er ikke korrekt, da vi agerer efter at holde en konstant relativ risiko. ATP har beskrevet og diskuteret disse overvejelser flere steder bl.a. i afsnit 3.3 i Japhetson og Svenstrup (2023). Forfatternes scenarieberegninger og de tilhørende effekter for pensionsestimaterne overdriver således effekten af den risikoreduktion, som ATP foretager, hvorfor estimaterne bliver forkerte i forhold til ATP's planlagte ageren. Vi er enige med forfatterne i, at reduktion i den relative risiko ikke er hensigtsmæssigt på lang sigt.

3) Udover dette vurderer forfatterne deres afkastantagelser for ATP's investeringsportefølje som "konservative" og "realistiske" baseret på en ex post-analyse, for en periode hvor aktier stort set kun er gået op, mens obligationer har haft store tab, hvilket ramte specielt ATP's strategi. Forfatternes eget produktforslag baseres på samfundsforudsætningerne i en ex ante-betragtning. Som anført ovenfor mener vi, at forskellige pensionsprodukter skal vurderes ud fra samme afkastantagelser.

Samtidig er forfatterne skeptiske over ATP's forventning om at kunne levere 11% i gennemsnit, et tal der alene er baseret på, at de store aktivklasser i fremtiden realiserer omkring deres langsigtede (50-års) historiske risikojusterede afkast.

Vi konstaterer, at hvis man bruger samfundsforudsætningerne, som også anvendes i Ramlau-Hansen og Rangvid (2025), på ATP's investeringsstrategi, så får man et afkast på 12%<sup>1</sup> og dermed et højere afkast end ATP's egne forventninger. Yderligere konstateres, at samfundsforudsætningernes risikojusterede

afkast er helt konsistent med de analyser i Japhetson og Svenstrup (2024), som er baseret på 50-års data.

Ovenstående betyder, at vi i højere grad finder, at scenarie 7 i artiklens appendiks er et mere retvisende vurderingsgrundlag, da afkastantagelserne er mere ens, og risikoreduktionen i produktet er tættere på ATP's faktiske ageren, omend der stadig er betydelige forskelle. I det scenarie giver det nuværende ATP-produkt tilsyneladende sammenlignelige eller bedre resultater, men dette kommenteres ikke i artiklen.

4) ATP er enige med forfatterne i, at indbetalinger i opsparringsfasen til fundinggrader under 25% reducerer risikokapacitet for de unge, men som de nævner i en fodnote, så tages der mere risiko og udbetales mere bonus, når ATP's medlemmer er i udbetalingsfasen. Det er en fase, som slet ikke indgår i analysen, hvilket undervurderer værdiskabelsen i ATP's produkt. Der er fordele og ulemper ved et kollektivt produkt, men midlerne forsvinder ikke, men bidrager til at risikokapacitet deles over generationer.

Endelig vil vi nævne, at forfatternes analyse ikke inddrager det andet element af ændringen af forretningsmodellen fra 2021 – nemlig ændret afdækningsstrategi, som også havde til formål at øge det samlede afkast i produktet og dermed øge pensionerne på sigt. Dette element indgår heller ikke i forfatternes analyse, hvilket gør sammenligningen af forslaget til nyt produkt med det nuværende produkt mangelfuldt.

### Kommentarer til teoretisk begrundelse for ændring af ATP pensionsprodukt

Fsva. den teoretiske begrundelse for det foreslåede ATP-produkt, så er vi ikke enige i den udlægning af Dahlqvist m.fl. (2018), som er i artiklen.

ATP er en del af søjle 1 i det danske pensionssystem, og som Dahlquist m.fl. (2018) skriver i indledning omhandler deres analyser et søjle 2-produkt. Her kommer man frem til, at under visse betingelser kan lavindkomstgrupper med fordel tage højere risiko i deres søjle 2-pensionsordning. Resultaterne fra Dahlquists analyse kan således ikke anvendes som argument for at øge risikoen i ATP-produktet. Derimod kan man udlede, at lavindkomstgrupper i et pensionssystem med en solid dækning i søjle 1 med fordel kan vælge høj risiko i deres søjle 2-ordning. Derved opnås upside, hvis markedet klarer sig godt, mens man bliver "grebet" af de indbyggede garantier i søjle 1, hvis markedet går modsat.

Endeligt bemærker vi, at Cocco m.fl. (2005) og meget af den refererede litteratur inkluderer arbejdsindkomst og *garanterede pensionsydelse* (så som ATP) i fastsættelsen af den optimale aktieandel i søjle 2, og det bemærkes i øvrigt at Cocco m.fl. (2005) arbejder med antagelser om reale dækningsgrader i søjle 1 på mellem 68% og 94% af slutlønnen. I forhold til artiklens oversigt over litteraturen Dahlquist m.m. er der efter vores vurdering valgt en selektiv tilgang. Som redegjort for i indledningen skal indretningen af pensionssystemet ses i en samfundsmæssig sammenhæng og ikke alene som et individuelt nyttemaksimeringsproblem.

### Kommentarer til de konkrete anbefalinger

Fsva. forfatternes konkrete anbefalinger læser vi ikke meget nyt i forhold til forfatternes tidligere arbejder og presseudtalelser, som ATP løbende har svaret på i fagtidsskrifter, i pressen og på

1. ATP konstaterer, at en risikobalanceret portefølje (25/75 globale aktier/statsobligationer) jf. samfundsforudsætningerne 1-10 år, med en volatilitet på 30% giver et efter PAL afkast på 12% ( $= (2\% + 30\% * 0.4065) * (1 - 0.153)$ ).

ATP's hjemmeside. Vi vil dog gerne for god ordens skyld opridse vores syn på anbefalingerne.

**Anbefaling 1:** Vi konstaterer, at forslaget til ny ATP-model i store træk er det samme som foreslået i februar 2023. Vi konstaterer, at forfatterne fremhæver særligt et afkastscenarie, hvor deres produkt giver en højere pension end ATP's produkt. Vi bemærker også, at der bagest i artiklen vises scenarier, hvor ATP's produkt både giver den højeste forventende pensionsopsparing og laveste risiko. Vi hælder nok til, at disse scenarier er mere rimelige sammenligningsgrundlag, jf. ovenfor, hvorfor vi ikke deler Henrik Ramlau-Hansen og Jesper Rangvids kategoriske konklusioner, ligesom vi finder, at indretningen af ATP's produkt er en samlet afvejning af mange forskellige forhold, jf. ovenfor og jf. Johansen og Svenstrup (2023). En sådan samlet afvejning foretages ikke i artiklerne.

Man kan således have mange holdninger til hvilke scenarier, der er de mest realistiske, men ATP's ambition om et afkast på 11% i gennemsnit om året er ikke mere urealistisk end at den understøttes af samfundsforudsætningerne jf. ovenfor. I sidste ende er det en politisk beslutning, hvordan man sammensætter ATP's produkt, herunder hvordan man afvejer de forskellige hensyn anført ovenfor.

**Anbefaling 2:** Forfatterne anfører i anbefaling 2, at hvis Folketinget ikke indfører det produkt, som artiklen foreslår, skal ATP-pensionen nedlægges. Hvis man derimod følger artiklens anbefaling, skal bidraget til ATP-pensionen tredobles, og fastsættes til 10.000 kr. Forfatterne er i deres gode ret til at have denne holdning.

Vores holdning er, at det er en meget kategorisk anbefaling baseret på én enkelt analyse, der ud fra en række personlige vurderinger om fremadrettede afkast viser, at man i udvalgte scenarier kan få en højere pension med et andet produkt – og det er vel at mærke et pensionsprodukt, der udover et lidt højere samlet risikoniveau, på flere områder minder om det nuværende ATP-produkt. Vi ville således ikke selv drage så kategoriske konklusioner på et sådant grundlag.

Anbefaling 3 til 10 går på den situation, at Folketinget hverken følger anbefaling 1 eller 2. Anbefaling 3 til 6 er møntet på ATP's eksisterende investeringsstrategi, mens anbefaling 7-10 går på ATP's bonuspolitik og regulatoriske ophæng og rammer.

Indledningsvist vil vi konstatere, at der blandt de otte sidste anbefalinger ikke er konkrete anbefalinger til de to væsentligste beslutninger for ATP's investeringsstrategi for Investeringsporteføljen: 1) Højt risikoniveau og 2) risikobalanceret aktiv allokering mellem aktier, obligationer og inflationsinstrumenter. I artiklen fra 2023 anbefalede forfatterne ellers meget klart, at ATP dels skulle stoppe gearingen (det vil sige: reducere gearingen (og dermed risikoen) markant til fx 10-20 pct.), dels skifte den risikobalancerede investeringstilgang ud med investeringer i "risikable aktiver, såsom aktier, private equity og lignende". ATP har siden udgivet flere faglige artikler, som beskriver bevæggrunden for både det høje risikoniveau og den risikobalancerede tilgang. Det høje risikoniveau understøttes i øvrigt af forfatternes egne beregninger i artiklerne, hvilket netop bidrager til at udligne forskellene mellem de to produkter.

Nedenfor følger vores konkrete kommentarer til anbefaling 3-10.

**Anbefaling 3:** ATP er positivt indstillet overfor anbefalingen om at få uafhængige fagfolk til at vurdere ATP's investerings-

strategi, og kan oplyse, at vi allerede følger denne anbefaling, ligesom den af ATP nedsatte eksterne evalueringsgruppe også har til opgave at komme med forslag til, hvordan resultatskabelsen i ATP's pensionsprodukt bedst kan perspektiveres fremadrettet.

**Anbefaling 4:** ATP anerkender, at vi har en høj andel af danske aktier (hvilket ATP altid har haft), og at vores aktieportefølje generelt set afviger fra et globalt kapitalvægtet indeks af aktier. ATP's samlede aktieeksponering er en blanding af fysiske aktier med en mere ligevægtet tilgang og kapitalvægtede indeks via finansielle kontrakter. Unoterede aktier har endvidere en overvægt i USA og Europa. Således diversificeres også på tværs af tilgange.

ATP har noteret anbefalingen om færre danske aktier og omlægning til at følge "et bredt indeks af aktier". For bedre at forstå anbefalingen anmoder vi forfatterne om at oplyse, om der er et finansielt teoretisk argument for anbefalingen om strengt at følge et "bredt indeks af aktier", idet argumentet for denne del af anbefalingen lige nu alene ses at være af mere politisk karakter, nemlig at individet ikke har indflydelse på de konkrete investeringer i ATP, hvorfor ATP skal vælge et "bredt aktieindeks", som ifølge forfatterne er udtryk for, "hvad summen af alle investorer tror".

Forfatterne anmodes også om at uddybe, hvilke "brede aktieindeks", der mere konkret tænkes på i anbefalingen? Herunder om der fx menes et market-cap-vægtet indeks, og i givet fald om anbefalingen også gælder, hvis det brede indeks har høj koncentration til få selskaber som fx OMXC25 og S&P500, hvor hhv. Novo og 7 teknologigiganter pt. udgør en meget høj andel af de respektive indeks.

**Anbefaling 5:** ATP har tidligere meldt ud, at vi på forskellige tidspunkter, herunder de seneste år, har haft for høj eksponering til illikvide investeringer. ATP har således de seneste år arbejdet på at nedbringe andelen af illikvide aktiver i Investeringsporteføljen, hvorfor vi allerede følger anbefalingen.

**Anbefaling 6:** ATP arbejder altid målrettet på at sænke investeringsomkostninger til gavn for vores medlemmer, og vi følger dermed allerede anbefalingen. I relation til de beregninger og konklusioner der anføres, kan det bemærkes, at ATP har et lavt omkostningsniveau i både dansk og international sammenligning. Vores samlede ÅOP i 2024 var på 0,32 pct., og hvis vi anvender Forsikring & Pensions metode med "standardsatser", kan ATP's ÅOP beregnes til 0,24 pct. i 2024.

Vi mener ikke, det giver mening at opgøre investeringsomkostninger på den alternative metode, som artiklens forfatter er kommet frem til. Investeringsomkostninger opgøres på vegne af hele pensionsproduktet.

Hvis forfatterne mener, at deres foreslåede metode er en korrekt metode til at opgøre investeringsomkostninger i garanterede pensionsprodukter, vil vi opfordre forfatterne til at rette henvendelse til Forsikring og Pension for at få ændret deres standarder herfor, så pensionsbranchen gør det ens på tværs af pensionselskaber.

**Anbefaling 7:** ATP anerkender, at vi ikke med sikkerhed kan realværdisikre pensionerne, hvilket vi har været meget åbne om i vores kommunikation. Forfatterne mener, at dette skal fremgå tydeligere i ATP-loven og anbefaler derfor en ændring i loven.

Vi er ikke enige i, at man ved at afskaffe udbetalingsbonus – som også omtales under denne anbefaling – kan sikre, at der ikke sker omfordelinger. Vi har redegjort for forskellige omfor-

delingseffekter i notitsen 'ATP's bonuspotentiale er fælles', der kan læses på vores hjemmeside. En afskaffelse af udbetalingsbonus vil desuden betyde, at det bliver vanskeligere at imødegå hensynet til at øge realværdien af eksisterende pensionisters pensioner.

Hvorvidt man ønsker at ændre ATP-loven, så udbetalingsbonus ikke længere er en mulighed, som ATP's bestyrelse kan vælge at benytte sig af, er et politisk spørgsmål.

**Anbefaling 8:** ATP er enig med udsagnet i artiklen om, at en højere bonusgrad vil gøre det lettere at realværdisikre pensionerne. Det bemærkes dog, at et ensidigt fokus på at hæve bonusgraden, fx ved at undlade at udbetale bonus i fx 5 år som foreslået af forfatterne, kan have betydning for de eksisterende pensionister, som ikke får øget deres pensioner i denne årrække. Forslaget tager således ikke højde for dels hensynet til at "tilstræbe at realværdisikre pensionerne", og dels rimelighed overfor ATP's pensionister. Begge hensyn fremgår af ATP-loven.

**Anbefaling 9:** Sammensætningen af ATP's bestyrelse er et politisk spørgsmål, som vi ikke har nogen kommentarer til.

**Anbefaling 10:** Et skift af ATP's ressortministerium og beslutningen om at underlægge ATP samme tilsyn som andre pensionskasser er et politisk spørgsmål, som vi ikke har nogen kommentarer til. Det skal dog bemærkes, at ATP er under tilsyn af Finanstilsynet, og store dele af den regulering som andre pensionskasser er underlagt, er indarbejdet i ATP's lovgivning.

## Referencer:

- ATP: *ATP's bonuspotentiale er fælles*. <https://www.atp.dk/dokument/bonuspotentiale-notits>.
- Cocco, João F., Francisco J. Gomes og Pascal J. Maenhout, 2005: Consumption and Portfolio Choice over the Life Cycle. *The Review of Financial Studies*, 18, s. 491-533
- Dahlquist, Magnus, Roine Vestman og Ofer Setty, 2018: On the Asset Allocation of a default pension fund. *Journal of Finance*, 73, s. 1893-1936.
- Hebsgaard, Mads, Henrik Ramlau-Hansen og Jesper Rangvid, 2025: Ny model for ATP-pensionen. *Finans/Invest*, 1/25, s. 16-25.
- Japhetson, Allan og Mikkel Svenstrup, 2023: *ATP's investeringsstrategi set i et ALM perspektiv*. Teknisk baggrundsnotat.
- Japhetson, Allan og Mikkel Svenstrup, 2024: ATP's investeringsstrategi – hvad kan man konkludere af risikojusterede afkast? *Finans/Invest* 4/24, s. 20-27.
- Johansen, Kim og Mikkel Svenstrup, 2023: Kommentar til "ATP: Investeringsafkast og ny model for opsparing". *Finans/Invest*, 1/23, s. 14-20.
- Ramlau-Hansen, Henrik og Jesper Rangvid, 2023: ATP: Investeringsafkast og ny model for opsparing. *Finans/Invest*, 1/23, s. 5-13.
- Ramlau-Hansen, Henrik, og Jesper Rangvid, 2025: Første, andet og tredje bedste råd: 10 anbefalinger til at løse ATP's udfordringer. *Finans/Invest*, 1/25, s. 5-15. ■