

Ny model for ATP-pensionen giver ikke højere pensioner

Gennem flere artikler, senest i Ramlau-Hansen og Rangvid (2025) og Hebsgaard, Ramlau-Hansen og Rangvid (2025), er der fremsat anbefalinger til ATP's forretningsmodel og især pensionsproduktet – ATP Livslang Pension. Uagtet at artiklerne rummer flere gode elementer, så fokuserer nærværende artikel på de foreslåede ændringer til selve produktet og uddyber de principielle uenigheder, som tidligere er fremhævet i replikken, jf. Lester og Svenstrup (2025). Vi dokumenterer, at løftet om et nyt ATP-pensionsprodukt med "20-30% større pension", hviler på mangler, forudsætninger og antagelser frem for faktiske egenskaber. Når de påpegede forhold korrigeres, forsvinder forskellen i forhold til det nuværende ATP-produkt. Ved at inddrage udbetalingsfasen – et helt afgørende element i vurderingen af et pensionsprodukt – viser analysen at ATP's nuværende produkt samlet set giver omkring 10% højere pensioner end det foreslåede produkt.

AF FORFATTERE



Allan Japhetson

Head of Investment Strategy, ATP
E-mail: ATJ@atp.dk

Allan Japhetson er underdirektør og ansvarlig for ATP's overordnede investeringsstrategi. Han er cand.merc.(mat) og har en Ph.d. i Finansiering fra Copenhagen Business School og tidligere ansat i Nordea Markets med ansvar for rådgivning af nordiske institutionelle kunder inden for regulering, asset liability management og asset allocation.



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.



Esben Masotti Kryger

Head of P&I ALM, ATP
E-mail: EKJ@atp.dk

Esben Masotti Kryger er ansvarlig for ATP's arbejde med asset-liability management. Han er cand.scient.oecon og har en Ph.d. i forsikringsmatematik fra Københavns Universitet. Esben har arbejdet med kvantitative emner inden for bl.a. asset-liability management og levetid for ATP siden 2006.



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.

Den største del af danskernes pensionsopsparinger indbetales i dag på en markedsrenteordning via arbejdsmarkedspensionerne under søjle 2 i det danske pensionssystem. På markedsrenteordninger er der typisk ikke knyttet nogle garantier, og hele den investeringsmæssige risiko bæres af pensionsopspareren, ligesom levetidsrisikoen i livrenterne heller ikke er garanteret, hvorved pensionerne kan reduceres, både hvis alle i en kohorte lever længere, eller hvis finansielle markeder klarer sig dårligt.

ATP Livslang Pension er en del af søjle 1 i pensionssystemet, som består af både offentlige og lovbestemte privatopsparede pensioner.

Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) foreslår en ny model for ATP Livslang Pension med inspiration fra markedsrenteprodukterne, og de argumenterer for og analyserer deres foreslåede produkt i forhold til ATP's nuværende pensionsprodukt i Hebsgaard, Ramlau-Hansen og Rangvid (2025), herefter omtalt "HRR2025". De konkluderer, at "... realistiske afkastantagelser vil give en 20-30% større pension", jf. Ramlau-Hansen og Rangvid (2025), og opsummerer på baggrund heraf ti overordnede anbefalinger til ATP, hvoraf den vigtigste anbefaling er "Erstat det nuværende ATP-produkt med et nyt ATP-produkt á la det af os foreslåede produkt."

Udgangspunktet for ATP som institution er ambitionen om at udbetale de højest mulige pensioner inden for de rammer og intentioner, der på et givet tidspunkt er fastsat i ATP-loven, som senest er blev opdateret ved en lovændring i 2021. ATP har gennem årene kommenteret på forskellige forslag og analyser fra forskellige personer samt påpeget misforståelser og fejl relateret til produktet eller dets implementering. ATP har i forlængelse heraf i mange tilfælde genberegnet, reimplementeret, udvidet beregninger og analyser og forsøgt at bidrage til både vores egen forståelse og en bredere faglig diskussion, se www.atp.dk/atps-forretningsmodel.

Det er vigtigt at understrege, at ATP løbende har ændret strategi, produkt og forretningsmodel, når man har opnået ny viden, når rammebetingelserne har ændret sig eller ved skift i prioriteter. I forhold til produktforslaget i HRR2025 er ATP's udfordring dog, at vi når frem til et andet resultat – både i analysen og i afvejningerne – end HRR2025.

Vi er enige i, at ATP i forbindelse med lovændringen i 2021 kunne have udviklet et simplere nyt produkt, hvis man ikke havde et eksisterende livslangt kollektivt produkt med mere

end 5,6 mio. medlemmer og 61 års historik at tage hensyn til. Bl.a. på grund af ATP-bidragets størrelse er det nødvendigt at sikre fortsat lave omkostninger, hvilket ikke er foreneligt med at tilbyde og drive flere forskellige produkter samt muligheder for individuel tilpasning.¹ Høj fleksibilitet tilbydes efter vores vurdering bedre i til dels søjle 2, men endnu bedre i søjle 3 i pensionssystemet.

Vi mener, at forslaget i HRR2025 til ATP's pensionsprodukt er en af flere gode muligheder, som fortsat indebærer en garanteret pension fra pensionstidspunktet. Produktforslaget har en mere markedsrentelignende tilgang og dermed en højere grad af genkendelighed i forhold til det, som andre pensionselskaber tilbyder – og uagtet at det kan være en fordel i ekstern kommunikation om afkast, investeringsstrategi og værdiskabelse, mener vi, det er en fordel for det samlede pensionssystem, at ATP leverer noget andet.

Senest i kommentaren til HRR2025 gentager ATP i Lester og Svenstrup (2025), at der kan foretages mange afvejninger af forskellige hensyn herunder forudsigelighed, forventede afkast og risiko, levetid og andre forsikringselementer, når et konkret pensionsprodukt skal designes. I den modelramme, som HRR2025 har valgt, ses der bort fra bl.a. de kollektive egenskaber, som for eksempel risikodeling mellem medlemmer, de garanterede pensioner – og effekterne for de offentlige finanser. At kvantificere fordele og ulemper ved disse egenskaber – og dermed foretage en mere komplet analyse og afvejning af et pensionsprodukts design – kræver en betydelig udvidelse af analysen og modellering via en egentlig Asset-Liability-Management (ALM)-model. Vi har fravalgt denne udvidelse, da vi ønsker at forblive inden for HRR2025's modelramme, idet det sikrer det klareste sammenligningsgrundlag, hvorved vores pointer fremstår klarere.

Lester og Svenstrup (2025) identificerede flere misvisende vurderinger og mangler i selve beregningerne i HRR2025. Vi præsenterer nedenfor en kvantitativ analyse af disse mangler, som kan rubriceres i to overordnede punkter:

- 1) De implicitte antagelser bag ved implementeringen af den ramme, som anvendes af HRR2025, er problematiske eller indeholder afgørende fejl.
- 2) HRR2025 bruger størrelsen på formuen ved pensioneringstidspunktet som metrik for værdiskabelsen. Men herved undlades at betragte de samlede pensionsudbetalinger, som tilfalder medlemmet i løbet af en lang pensionstilværelse. Alle pensionsprodukter indebærer, at formuen også skal investeres gennem denne udbetalingsfase.

Derfor analyseres i denne artikel det konkrete produktforslag alene ud fra en kvantitativ finansiell modelberegningssammenhæng som i HRR2025, og analysen berører derfor ikke alle de øvrige elementer, som også er relevante, når man designer og vurderer værdien af et garanteret pensionsprodukt – både for den enkelte og for samfundet bredt set. Det gælder fx. en sammenligning af garantiementet i HRR2025's forslag vs. garantiementet i

ATP's nuværende produkt. Formålet med denne artikel er derfor alene:

- 1) At forstå og kvantificere betydningen af de vurderinger, der ligger til grund for analysen og konklusionerne i HRR2025.
- 2) At inkludere en udbetalingsfase i rammeværket fra HRR2025 og analysere det samlede op- og nedsparingsforløb.

Artiklen består af nærværende tekst samt et teknisk bilag, der kan findes på: <https://www.atp.dk/vores-opgaver/atp-livslang-pension/investering-af-pensionsmidler/forskning-og-udvikling>.

Implementering af HRR2025-rammeværk

HRR2025 præsenterer et forslag til et nyt pensionsprodukt for ATP, som er inspireret af de produktændringer, ATP igangsatte i 2021, hvor rentebidraget blev reduceret fra 80% til 60%, og der blev indført et markedsbidrag med levetidsgaranti på 20%, som investeres uden afkastgaranti og med højere risiko. Vurderingen i HRR2025 er, at ændringerne til ATP-produktet ikke var tilstrækkelige, og at ATP derfor bør fortsætte i samme retning med en endnu højere andel i markedsbidraget.

Forslaget til det nye pensionsprodukt fra HRR2025 indebærer, at en væsentlig del af bidraget (90%) skal indbetales som markedsbidrag og investeres i en ikke garanteret markedsrenteportefølje med høj risiko frem til 15 år før pensionering. Den resterende del af bidraget (10%) investeres på tilsvarende vis som markedsbidraget, men betragtes som egenkapital og skal dække uforudsete risici, herunder usikkerhed om levetiden. I de sidste 15 år op til pensionering overflyttes markedsrenteporteføljen gradvist til obligationer, og der etableres en tilhørende livrente. Livrenten baseres enten på den aktuelle markedsrente (Version 1) eller på en rente reduceret med den forventede inflation, således at pensionen kan stige med inflationen² (Version 2).³

Version 2 giver en nominelt stigende pension, der i gennemsnit følger (pris-) inflationen og betragtes af forfatterne som det foretrukne pensionsprodukt, mens Version 1 – med konstant nominal pension – er medtaget til sammenligning med ATP's nuværende produkt.

I det følgende betegner vi produktforslagene i HRR2025 som hhv. HRR v1 hhv. HRR v2. HRR2025 tager udgangspunkt i antagelserne fra Rådet for Afkastforventninger, nedsat af Forsikring & Pension og Finans Danmark. Vi har forsøgt at rekonstruere deres analyse og har modtaget forfatternes kommentarer til vores nedskrevne implementering (se teknisk bilag), hvilket har muliggjort en præcis gengivelse af deres beregninger.

HRR2025-modelrammen er væsentligt mere simpel end det rammeværk, ATP normalt anvender til analyser og evaluering af produkt og strategier. Modellen er en simpel parameteriseret flerdimensional log-normal model, blandt andet uden en meningsfuld rentestrukturmodel med passende mean reversion og effekten af at beholde obligationsinvesteringer med lang løbetid indtil udløb – noget der er ekstremt vigtigt i langsigtede Asset

1. F.eks. et bredere udvalg af forsikringsdækninger eller muligheden for at vælge mellem forskellige risikoprofiler i opsparingen.

2. Der er alene tale om at HRR2025 anvender en nominelt stigende udbetalingsprofil, og at denne heller ikke beskytter mod inflationschok under udbetaling.

3. HRR2025's rammeværk indeholder dog hverken en metode til disponering af egenkapitalen eller en metode til etablering af livrenter.

Liability Management-analyser, hvor det er nødvendigt at adskille kontanter og lange obligationer, da disse er risikofrie på forskellige horisonter. På trods af disse begrænsninger har vi besluttet at anvende den samme tilgang for at undgå en diskussion af alternative analysemetoder.

Anbefalingerne i HRR2025 baseres på en række kritiske antagelser og mangler, som dels er relateret til den anvendte metode, dels til antagelser om risikopræmier og dels til den måde, hvorpå ATP's nuværende pensionsprodukt er administreret og dermed modelleret. Inden for deres modelramme viser vi, at den markante forskel på op til 34% hovedsageligt er drevet af forfatterens vurderinger og antagelser om ATP's ageren samt forskelle i antagelser om risikopræmier. Det er naturligvis legitimt at lave vurderinger og antagelser, men denne artikel bidrager med en detaljeret dekomponering af, hvor stor en del af resultaterne der skyldes disse. Efter vores bedste overbevisning udgør dette hovedparten – og i mindre grad selve produktindretningen. Manglerne kan overordnet set sammenfattes til følgende:

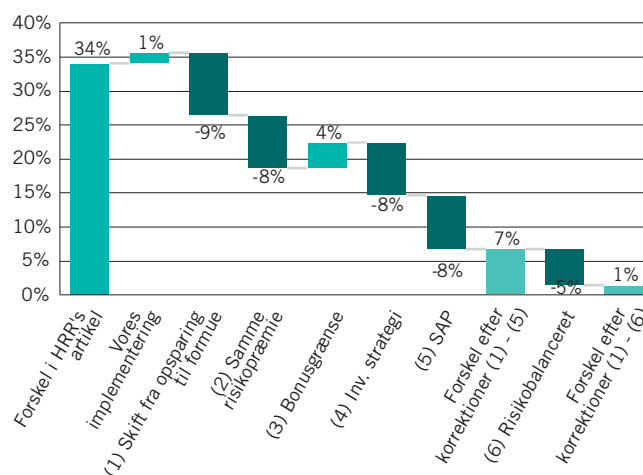
1. Bonuspotentialets værdi ignoreres og tildeling af bonus tillægges derfor ingen værdi. Med reference til Tabel 3 i HRR2025 sammenligner forfatterne alene størrelsen af den garanterede del af opsparingen (eller ækvivalent: den årlige pension beregnet ud fra opsparingen), mens bonuspotential/bonuskontoen ignoreres fuldstændigt. Det er ikke meningsfuldt at udelade omkring 20% af medlemmernes midler, når man sammenligner pensionsprodukter.
2. Der anvendes forskellige antagelser for afkast og risiko for henholdsvis det nye pensionsprodukt og ATP's nuværende produkt. Produkterne sammenlignes ikke på ens grundlag, hvilket gør HRR2025-analysen misvisende. I nærværende analyse sammenlignes begge produkter ud fra ensartede afkastantagelser fra Rådet for Afkastforventninger.
3. Artiklen antager, at bonusgrænsen er ved 25%, hvor det er mere retvisende at bruge 20%, jf. ATP's Politik for bonusudlodning.
4. ATP's investeringsstrategi og faktiske ageren er misrepræsenteret. Det antages, at risikoen nedskaleres kraftigt i situationer, hvor bonuspotential falder, og at risikoniveauet er lavere end ATP's strategiske niveau. ATP's faktiske tilgang er bl.a. angivet i den årlige Rapport om risiko og finansiell situation.
5. Den supplerende afdækningsportefølje (SAP), der blev mulliggjort ved ATP-lovens opdatering i 2021, og som efterfølgende er under indfasning, er ikke indregnet.
6. Når vi har regnet på betydningen af de enkelte ovenstående elementer, har vi forsigtigt antaget, at ATP's bonuspotential har et risikojusteret merafkast svarende til en portefølje bestående af 85% aktier og 15% obligationer, svarende til den aktietunge portefølje, HRR2025 opererer med. Hvis vi i stedet tager udgangspunkt i ATP's faktiske investeringsstrategi og således antager, at bonuspotential er investeret på en risikobalanceret måde (30% aktier og 70% obligationer), opnås et mere præcist udtryk for ATP's forventede afkast (for en nærmere beskrivelse af ATP's risikobalancerede investeringstilgang henvises til Japhetson og Svenstrup (2023) og ATP's årlige Rapport om risiko og finansiell situation).

HRR2025 konkluderer, at det nye produktforslag giver op til 34% højere pensioner end ATP's nuværende produkt. Hvis man

korregerer for ovenstående forhold, viser vores analyse, at produktforslaget blot giver ca. 1% højere *formue ved pensionering*, hvilket med alle givne antagelser og usikkerheder reelt er samme resultat. Dekomponeringen af de nævnte forhold illustreres i Figur 1. De bagvedliggende beregninger og antagelser er beskrevet i teknisk bilag. Figuren demonstrerer, at hver af de seks forbehold har en betydelig indvirkning:

1. Skift fra opsparings- til formueperspektiv reducerer forskellen med ca. 9 procentpoint
2. Anvendelse af samme risikopræmie reducerer forskellen med ca. 8 procentpoint
3. Den rette bonusgrænse øger forskellen med ca. 4 procentpoint
4. Retvisende repræsentation af ATP's investeringsstrategi reducerer forskellen med ca. 8 procentpoint
5. Inklusion af supplerende afdækning reducerer forskellen med ca. 8 procentpoint.
6. Fravalg af aktietung portefølje reducerer forskellen med ca. 5 procentpoint.

FIGUR 1: Dekompering af forskel for HRR ift nuværende ATP



Note: Figuren viser forskel i middelformue og -opsparing mellem ATP's nuværende pensionsprodukt og det nye forslag. Første søjle viser forskellen i middelformue ved pensionering som angivet i HRR2025. Anden søjle viser de tilsvarende forskelle i vores implementering. De resterende søjler viser den forskel, vi kommer frem til, hvis der korrigeres for en række forhold, som anført i teksten. Grafen illustrerer således betydningen af enkelte antagelser, og at den samlede effekt er langt fra de udmeldte 34%, men rettere omkring 1%.

Det er derfor vores opfattelse, at det af HRR2025 anbefalede nye ATP-produkt, inden for deres egen ramme, reelt ikke adskiller sig kvantitativt væsentligt fra det nuværende ATP-produkt i middel⁴. Betragtes de 1% værste udfald (1 procent-fraktilen) er formuen i det ny produktforslag faktisk 7% lavere end i det nuværende ATP-produkt (ikke vist).

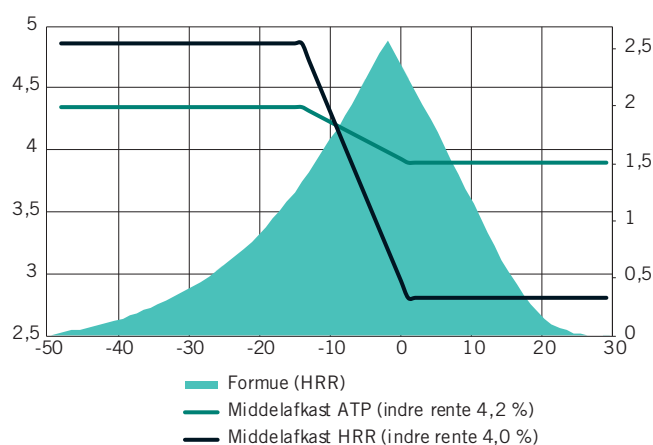
Det er selvfølgelig legitimt, at HRR2025 foretrækker deres produkt fremfor ATP's, men det er ikke korrekt at hævde, at det ene dominerer det andet, ligesom vi savner overvejelser om-

4. Folketinget vedtog i 2021 ændringer i ATP-loven, og justerede to elementer i forretningsmodellen. HRR2025 forholder sig kun til den ene af disse.

kring nytte, optimalitet, risikoaversion og lignende i forhold til indretningen af et pensionsprodukt; og af det samlede pensions-system.

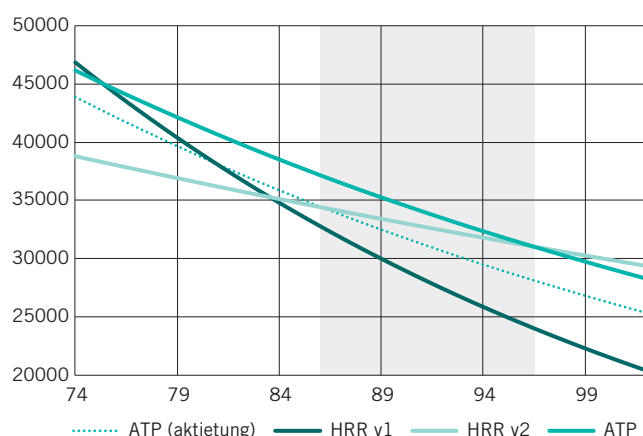
Nogen kunne måske tro, at de ca. 1% i middel-merformue, som HRR2025's produktforslag efter vores opfattelse giver anledning til, også kan fortolkes som 1% højere pensioner. Det er imidlertid ikke tilfældet, idet afkastet under udbetaling naturligvis også spiller en rolle. De frie midler i ATP's bonuspotentialer giver f.eks. medlemmerne lidt højere forventet afkast i udbetalingsfasen end de midler, som er investeret i garantier. Denne pointe kan vanskeligt illustreres i HRR2025's simple rammeværk, som udelukkende fokuserer på pensionstidspunktet og ikke tager højde for pensionens udbetalingsfase. Vi motiverer først dette i en deterministisk kontekst og underbygger udsagnet i det følgende med beregninger i en let udvidet modelramme. Motiveret af den pointe viser Figur 2 det gennemsnit-

FIGUR 2: Afkast og formue før og efter pension



Note: Figuren viser afkast og formue før og efter pension for ATP's nuværende produkt og for forslaget til nyt pensionsprodukt. Afkast % (venstre akse) og nominal formue (mio. kr., højre akse). Formuen er alene for illustration og svarer til afkast- og udbetalingsudviklingen i HRR2025-produktet (med tilhørende forslag til markant højere ATP-bidrag). De indre renter er beregnet for hver sin deterministiske formueudvikling. Førsteaksen angiver antallet af år efter pensionering.

FIGUR 3: Middel real pension



Note: Figuren viser udviklingen i middelværdien af real pension for hvert design. I starten af udbetalingsforløbet giver HRR v2 den højeste forventede pension, men det design overhales af de andre i højere aldre, især af ATP-designet. Nominelle pensionsudbetalinger omsættes til reale med en inflationssats på 3,02%.

lige afkast over tid. HRR2025-produktet har højere forventet afkast, når der er lang tid til pension, men risikoen nedskaleres kraftigt frem imod pensionering, hvilket reducerer det samlede forventede afkast betydeligt. ATP's nuværende produkt har et lavere forventet afkast i opsparingsfasen, men bevarer, i kraft af kollektiv risikodeling på tværs af generationer, en vis risikokapacitet op til og efter pensionering, hvor der samtidig er opbygget en stor formue. I lyset af at den forventede levetid efter pensionering i HRR2025's rammeværk er ca. 18 år, er det særdeles relevant også at tage nedsparingsfasen i betragtning, og Figur 2 antyder ligeledes, hvorfor det er utilstrækkeligt at betragte pensionsformuen ved pensionering. Figur 2 er konstrueret deterministisk, som beskrevet i teknisk bilag.

Ud fra en umiddelbar vurdering af den samlede risikotagning over hele livsforløbet kunne en hypotese således være, at det samlede forventede afkast vil være nogenlunde ens i de to forskellige produkter. Denne påstand undersøges kvantitativt i næste afsnit.

Udvidelse af HRR2025-rammen med en nedsparingsfase

For at vurdere effekten af udbetalingsfasen, udvider vi HRR2025's rammeværk med nedsparring. Vi laver en simpel udvidelse af rammen, så der udbetales en aldersafhængig andel af formuen hvert år, første gang ved pensionsalderen (74 år), f.eks. ca. 7% som 74-årig og ca. 19% som 90-årig. Den aldersafhængige andel svarer til den såkaldte annuitetsfaktor. Se detaljer i teknisk bilag. Det bemærkes, at det udvidede rammeværk stadig mangler et antal centrale elementer i beskrivelsen af ATP, særligt en rentekurve, en mekanisme til at garantere nominelle cash flows på optjeningstidspunktet og et kollektiv af personer med mange forskellige aldre (særligt ift. fordeling af bonus). Dette er elementer, som vi vurderer ville fremhæve karakteristika som forudsigelighed og kollektive elementer i ATP's produkt.

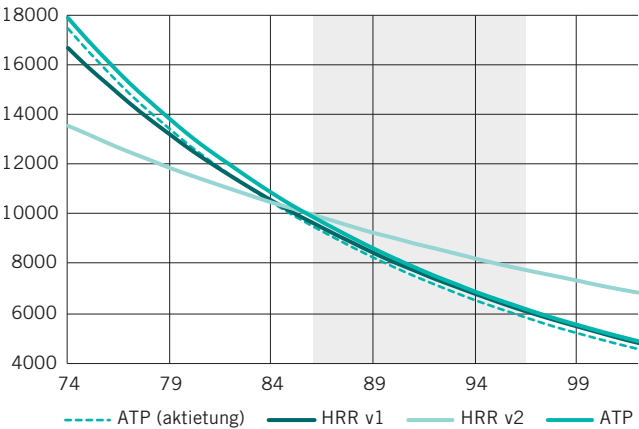
Vi vil her analysere fire designs:

1. "ATP", svarende til vores bud på ATP's indretning, som angivet ovenfor
2. "ATP (aktietung)", svarende til vores bud på ATP's indretning, som angivet ovenfor, men hvor bonuspotentialets risikopræmie svarer til den beskrevne sammensætning med 85% aktier og 15% obligationer
3. "HRR v1", svarende til HRR2025's design med (ønske om) nominelt flade pensioner
4. "HRR v2", svarende til HRR2025's design med (ønske om) pensioner, som nominelt vokser 2% p.a.

Udviklingen i den forventede reale pension fremgår af Figur 3. Figuren viser, at HRR v1 giver den højeste forventede pension for de yngste pensionister, men efterhånden overhales dette design af de andre designs, fordi der ikke er indbygget nogen nominel stigning. HRR v2 har som forventet en svagt aftagende udvikling, da ydelsen forventes opskrevet med 2%, men diskonteres med 3,02%.⁵ ATP starter på samme niveau som HRR v1,

5. Svarende til den sats, HRR2025 har valgt at diskontere formue og opsparing med (umiddelbart virker det som værende til den høje side).

FIGUR 4: 1 procent-fraktil af real pension



Note: Figuren viser udviklingen i 1 procent-fraktil af real pension for hvert design. ATP, ATP (aktietung) og HRR v1 er stort set sammenfaldende, mens HRR v2 starter lavest og ender højest. Nominelle pensionsudbetalinger omsættes til reale med en inflationssats på 3,02% p.a.

men giver højere forventede pensioner end alle andre designs for alle senere aldre. Det bemærkes, at ingen af de fire designs formår at øge den nominelle pensionsydelse med den antagne inflationssats på 3,02% p.a.

Tilsvarende viser Figur 4 udviklingen i 1 procent-fraktilen. Her starter HRR v2 lavest og ender højest, mens de andre tre designs er stort set sammenfaldende.

Det skraverede område i Figur 3 og Figur 4 viser det område, hvor den midterste halvdel af pensionisterne forventes at modtage den sidste udbetaling. Denne observation understreger behovet for udvidelsen af HRR2025-rammen og bekræfter den tidligere påpegede pointe, om at udbetalingsprofilen er central ved vurdering af forskellige pensionsprodukter, ligesom det illustrerer, at der er fordelingsmæssige implikationer i forhold til korte og lange liv ved en givet form på udbetalingsprofilen.

Rangering af de forskellige designs pba. tidsserierne er ikke ligetil. Til simpel illustration anvender vi de summerede, overlevelsbevægtede reale pensioner til det formål. Resultatet fremgår af Tabel 1. Uanset hvilken HRR-version, der sammenlignes med, og uanset hvilket mål der benyttes, giver det nuværende ATP-produkt ca. 7-10% højere værdi. I lyset af, at middelformuen ved pensionering er ca. 1% lavere, jf. Figur 1, kan forskellen i investeringsstrategi i udbetalingsfasen således siges at bidrage med en merværdi på omkring 10% (i middel).

Et alternativt perspektiv kan opnås ved at beregne den indre rente i det overlevelsbebetingede ind- og udbetalingsflow.⁶ Resultatet fremgår af Tabel 2 og demonstrerer, at det nuværende ATP-produkt har en forrentning, som er mindst 20 bp højere p.a. end HRR2025's forslag.

Vi har foretaget den samme produktsammenligning i ATP's Asset Liability Management (ALM)-model, der rummer mange væsentlige elementer, som det simple rammeværk ikke indeholder, f.eks. mulighed for at låse garantier fast samt eksistensen af et kollektiv og de tilhørende kohortedynamikker. Uagtet at der

TABEL 1: Overlevelsbevægtet sum af reale pensioner

Overlevelsbevægtet sum af reale pensioner (1000 kr.)	1 %-fraktil	5 %-fraktil	Median	Middel
HRR v1	218	282	575	666
HRR v2	216 (-1 %)	280 (-1 %)	573 (-0 %)	665 (-0 %)
ATP (aktietung)	225 (+3 %)	290 (+3 %)	591 (+3 %)	679 (+2 %)
ATP	233 (+7 %)	303 (+7 %)	631 (+10 %)	728 (+9 %)

Note: Tabellen viser udvalgte fraktiler og middelværdi af summen af de overlevelsbevægtede reale pensioner. Tallene i parentes angiver tilvæksten ift. første række. Uanset hvilken HRR-version, der sammenlignes med, og uanset hvilket mål der benyttes, giver det nuværende ATP-produkt ca. 7-10% højere værdi.

TABEL 2: Indre nominel rente

	1 %-fraktil	5 %-fraktil	Median	Middel
HRR v1	0,48 %	1,35 %	3,58 %	3,62 %
HRR v2	0,51 %	1,37 %	3,56 %	3,60 %
ATP (aktietung)	0,57 %	1,44 %	3,66 %	3,68 %
ATP	0,70 %	1,57 %	3,85 %	3,87 %

Note: Tabellen viser fraktiler og middelværdier af indre rente (nominelt) i overlevelsbevægtede betalingsstrømme. Uanset hvilken HRR-version, der sammenlignes med, giver det nuværende ATP-produkt mindst 20 bp højere forrentning.

er markante forskelle mellem den simple repræsentation i nærværende artikel og den mere retvisende modellering, bekræfter ALM-analysen, at produktforslaget har lavere realværdi end det nuværende ATP-produkt. Den væsentligste forskel mellem analyseresultaterne vedrører de værste udfald. I disse tilfælde viser den omfattende ALM-analyse, at det nuværende ATP-produkt i endnu højere grad end i den simple ramme har fordele over det foreslåede produkt.

Konklusion

Ramlau-Hansen og Rangvid (2025) har fremsat forslag om at erstatte det nuværende ATP-pensionsprodukt med et nyt, som ifølge forfatterne giver en bedre pension. Nærværende artikel viser, at denne anbefaling i høj grad bygger på en analyse, der anvender fejlagtig repræsentation af ATP, en mangelfuld sammenligningsmetrik og særligt lave forventninger til ATP's afkast.

Lester og Svenstrup (2025) stillede bl.a. spørgsmål ved de vurderinger og antagelser, der ligger bag de kvantitative beregninger, og det bekræftes af denne artikel, at hvis man korregerer for disse forhold, når man frem til et andet resultat. For alle praktiske formål – og med almindelig usikkerhed om parametre m.v. – er forskellene mellem pensionsfordelingerne i de to produkter så små, at vi tillader os at konkludere, at det er form frem for indhold.

Faktisk finder vi, at målt på en overlevelsbevægtet pensionsydelse leverer ATP's produkt omkring 10% højere pensioner i gennemsnit end det foreslåede produkt, samtidig med at garantiementet i ATP's produkt er mere udbygget.

Litteratur

- Hebsgaard, Mads, Henrik Ramlau-Hansen og Jesper Rangvid, 2025: Ny model for ATP-pensionen. *Finans/Invest*, 1/25, s. 16-25.

6. Da inflationen er antaget konstant, bliver konklusionen den samme for reale indre renter.

- Japhetson, Allan og Mikkel Svenstrup, 2023: *ATP's investeringsstrategi set i et ALM perspektiv*. Teknisk baggrundsnotat.
- Lester, Jacob og Mikkel Svenstrup, 2025: Kommentar til: Første, anden og tredje bedste råd: 10 anbefalinger til at løse ATP's udfordringer. *Finans/Invest*, 1/25, s. 26-29.
- Ramlau-Hansen, Henrik, 2021: Gode ideer, men governance holder, og udfordringer består. *Finans/Invest*, 1/21, s. 22-24.
- Ramlau-Hansen, Henrik og Jesper Rangvid, 2023: ATP: Investeringsafkast og ny model for opsparing. *Finans/Invest*, 1/23, s. 6-14.
- 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. ■

PRIVATES INVESTERING I VENTURE FONDE ► FORTSAT FRA SIDE 19

- Thaler, Richard H., 2015: *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*. W. W. Norton & Company, 2015.
- The VC Factory, 2025: *Understanding the Power Law: Do Venture Capitalists Take Enough Risks?* Artikel.
- Tversky, Amos og Daniel Kahneman, 1974: Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185, s. 1124–1131.
- Vencap, 2024: *Vencap præsentation hos Accura*, København, september 2024
- Ventureinsider.com, 2025: *How Many Venture Capital Firms Are In The World*.
- Økonomisk Ugebrev, 2021: *Danske pensionskasser misser lukrative venturegevinster*, marts 2021. ■

Relativ værdi på tværs af obligationsmarkeder med RIO

RIO er markedets førende obligationsanalysesystem, som hjælper dig med at analysere risiko og relativ værdi på tværs af markeder, kurver og valutaer:

- Asset swap spreads med kollateral- og valutajustering
- Generiske asset swap spread kurver og tidsserier
- Dual-curve og silo swap-kurveestimering
- Cross currency basis swap spread kurver

Kontakt os eller læs mere på scanrate.dk

☎ +45 86 205 208

✉ info@scanrate.dk

🏠 www.scanrate.dk

Frederiks Plads 42, 10. | 8000 Aarhus C

SCANRATE 
Part of Vitec Software Group