

Rapport om risiko og finansiell situation 2025



atp=

Indholdsfortegnelse

A. Sammendrag	3
B. Virksomhed og resultater	5
B.1. Virksomhed	5
B.2. Resultat af Forsikringservice	7
B.3. Resultat af Afdækning og Investering	8
B.4. Resultater af andre aktiviteter	9
B.5. Andre oplysninger	9
C. Ledelsessystem	11
C.1. Generelle oplysninger om ledelsessystemet	11
C.2. Fit & proper	16
C.3. Risikostyringssystem, herunder vurderingen af egen risiko- og solvenssituation	16
C.4. Internt kontrolsystem	20
C.5. Intern auditfunktion	20
C.6. Aktuarfunktion	21
C.7. Outsourcing	22
C.8. Andre oplysninger	23
D. Risikoprofil	25
D.1. Pensionsmæssige risici	26
D.2. Markedsrisici	26
D.3. Modpartsrisici	29
D.4. Likviditetsrisici	29
D.5. Operationelle risici	30
D.6. Andre væsentlige risici	31
D.7. Andre oplysninger	31

A. Sammen drag

ATP's rapport om risiko og finansiel situation

Denne rapport udarbejdes i henhold til Bekendtgørelse om indberetning og offentliggørelse af oplysninger for ATP. Kravene til ATP's rapport afspejler, under hensyntagen til ATP's særlige forhold, kravene til Rapport om solvens og finansiel situation, der udarbejdes af pensionsvirksomheder underlagt de fælleseuropæiske Solvens II-regler. De særlige forhold knytter sig blandt andet til, at ATP ikke har en egenkapital og ikke er underlagt et solvenskapitalkrav. ATP's rapport vil af den grund adskille sig fra de øvrige pensionsvirksomheders rapporter på en række områder.

Rapporten er et supplement til ATP Koncernens årsrapport og indeholder yderligere oplysninger om virksomhed og resultater, ledelsessystem samt risikoprofil for ATP i egenkab af pensions- og investeringsvirksomhed. Rapporten dækker således aktiviteterne knyttet til forvaltningen af ATP Livslang Pension, men ikke ATP's administration af eksterne ordninger.

Virksomhed og resultater

ATP har siden etableringen i 1964 været en del af danskernes grundtryghed i pensionstilværelsen sammen med folkepensionen, hvilket har stor betydning for, hvordan ATP Livslang Pension er designet og for hvordan investeringerne håndteres. ATP's målsætning er at sikre danskerne en forudsigelig, garanteret og livslang pension, og det skal dertil tilstræbes at øge pensionernes realværdi.

Resultat for ATP Livslang Pension blev på 19,6 mia. kr. i 2025, som er sammensat af resultatet af Afdækning og resultatet af Investering. Resultat af Afdækning blev 1,4 mia. kr., mens resultat af Investering udgjorde 18,2 mia. kr. I investeringsporteføljen kom det største positive bidrag til afkastet fra beholdningen af børsnoterede udenlandske aktier, mens det største negative bidrag kom fra beholdningen af stats- og realkreditobligationer.

I 2025 indbetalte ATP's medlemmer 14,4 mia. kr. og ATP udbetalte 20,1 mia. kr. i pensioner. ATP's administrationsomkostninger var 205 mio. kr. i 2025, svarende til 36 kr. pr. medlem.

ATP's bestyrelse fastsætter årligt bonus i form af en procentvis forhøjelse af den allerede optjente pension. De

overordnede retningslinjer for udlodning af bonus er fastlagt i ATP's bonuspolitik, der er vedtaget af ATP's bestyrelse. Med baggrund i disse retningslinjer har ATP's bestyrelse i 2025 besluttet at udlodde generel bonus på 2 pct. til alle ATP's medlemmer.

Ved udgangen af 2025 udgjorde ATP's samlede pensionsforpligtelser 538,1 mia. kr. og de ufordelte midler, der består af bonuspotentialer og af Langsigtet Supplerende Hensættelse, var 155,9 mia. kr. Bonusevnen, opgjort som bonuspotentialer i forhold til de garanterede ydelser uden spænd og inklusive hensættelser til livrente med markedseksposering, udgjorde 20,4 pct.

Ledelsessystem

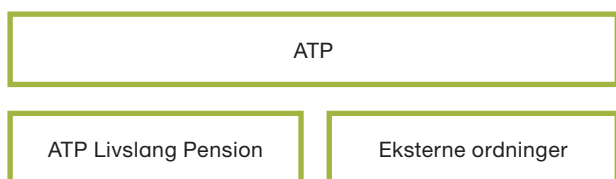
ATP-loven fastlægger formål og rammer for ATP's ledelse, herunder at ATP skal ledes af et repræsentantskab, en bestyrelse og en direktør. Bestyrelsen beslutter de overordnede mål og strategier for styringen af ATP's væsentlige aktiviteter og fastlægger tilhørende principper gennem skriftlige politikker og retningslinjer. Direktøren skal varetage den daglige ledelse i overensstemmelse med retningslinjer fastsat af bestyrelsen. Direktøren bistås i varetagelsen af den daglige ledelse af de øvrige medlemmer af ATP's koncernledelse. ATP vurderer, at ledelsessystemet afspejler arten, omfanget og kompleksiteten af de risici, der er forbundet med ATP's virksomhed.

Risikoprofil

ATP's risikoprofil er afstemt til formålet om at sikre de garanterede livslange pensioner, at kunne dække eventuelle uforudsete levetidsforlængelser af pensionerne og andre uforudsete udgifter samt at muliggøre at øge pensionernes realværdi. De samlede risici skal være afstemt i forhold til den af bestyrelsen besluttede forretningsmodel og den ultimative tabsabsorberende hensættelse bestående af bonuspotentialet. Risikoprofilen for ATP udtrykkes overordnet set ud fra hvor meget samlet risiko, der accepteres. Den samlede risiko opgøres i en ATP udviklet risikomodel suppleret med en række risikoopgørelser og -analyser. Disse har til formål at give et nuanceret og detaljeret indblik i de specifikke risici, som ATP er eksponeret imod. ATP's soliditet vurderes ved at sammenholde de opgjorte risici med bonuspotentialet. Det vurderes samlet set, at ATP's risiko og finansielle situation er betryggende.

B. Virksomhed og resultater

Figur B.1 ATP's opgaver



B.1. VIRKSOMHED

ATP blev oprettet i 1964 og er en selvejende institution, der er reguleret ved lov. ATP varetager aktiviteter knyttet til ATP Livslang Pension og administrerer en række eksterne ordninger for staten, kommuner og arbejdsmarkedets parter og organisationer.

ATP's rolle i det danske pensionssystem er at levere økonomisk grundtryghed i form af garanterede, livslange pensioner til ATP's medlemmer som et supplement til folkepensionen. Pensionen udbetales i hele medlemmets pensionstilværelse og suppleres med en dødfaldsdækning til medlemmets ægtefælle/samlever og børn under 21 år. Ordningen er med til at sikre grundtrygheden via en mindstepension i Danmark sammen med folkepensionen og indgår samtidig i det fundament, som andre pensioner bygger ovenpå. ATP Livslang Pension er Danmarks eneste supplerende obligatoriske pensionsprodukt.

ATP Livslang Pension er en obligatorisk, enkel, billig og kollektiv garanteret pension uden tilvalgsmuligheder for alle lønmodtagere og langt de fleste modtagere af overførselsindkomster. Det er herudover muligt for en række grupper – blandt andet førtidspensionister – at foretage frivillig indbetaling til ATP. ATP har 5,8 mio. medlemmer, hvoraf 1,1 mio. er pensionister, der modtager livsvarig pension fra ATP. Udbetalingerne fra ATP har i de senere år været større end indbetalingerne.

I 2021 vedtog Folketinget, med et bredt flertal, ændringer af ATP-loven, der muliggjorde tilpasninger af ATP's forretningsmodel. Fra primo 2022 medførte dette en tilpasning vedrørende fremtidige bidragsindbetalinger, kaldet Livrente med markedseksposering, og i 2023 blev en ændret afdækningsstrategi påbegyndt. Ændret afdækningsstrategi

Figur B.2 ATP Koncernens vision og strategiske mål

ATP Koncernens vision

Vi arbejder for at sikre et fællesskab, der giver den enkelte frihed til at leve et trygt og værdigt liv.



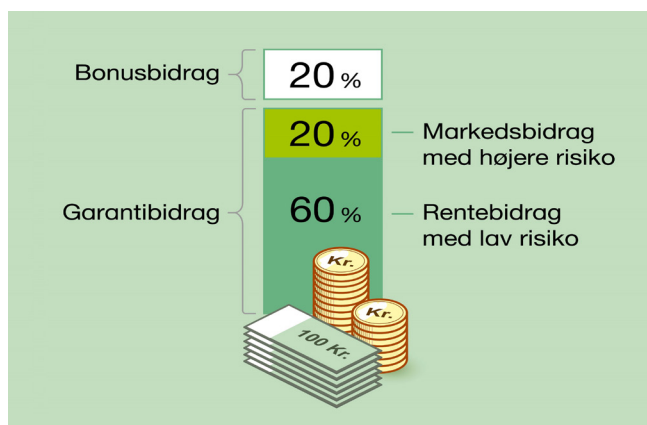
ATP Koncernens strategiske målsætninger

- Samfundsbidrag: Vi vil levere et stærkt samfundsbidrag og være med til at fremtidssikre velfærdssamfundet
- Digitalisering: Vi vil være et af Danmarks førende teknologi- og digitaliseringshuse
- Bæredygtighed: Vi vil fremme et grønnere samfund med plads til alle talenter

indebar etablering af den Supplerende afdækningsportefølje, der tilføjer langsigtet markedsrisiko til afdækning. Operationelt er Livrente med markedseksposering fuldt indfaset. Formuen hørende til denne livrente er dog fortsat relativt begrænset, da der alene er foretaget indbetalinger siden 2022. Over tid og i takt med, at der fortsat bliver indbetalt bidrag og optjent afkast, vil formuen hørende til Livrente med markedseksposering blive væsentligt forøget. Den Supplerende afdækningsportefølje blev fuldt indfaset i 2025, hvormed tilpasninger af ATP's forretningsmodel nu betragtes som værende fuldt indfaset.

Udover ATP Livslang Pension administrerer ATP en række eksterne ordninger for arbejdsmarkedets parter og organisationer, kommunerne samt staten. Administrationen består i at opkræve bidrag, udbetale ydelser og stå for medlems- og kundeadministration for en række arbejdsmarkeds-, sikrings- og velfærdsordninger. Opgaverne udføres af ATP på omkostningsdækket basis, hvilket vil sige uden avance og omkostningsmæssig risiko. ATP udbetaler to ud af tre velfærdskroner i Danmark.

I denne rapport beskrives ATP kun i egenskab af pensions- og investeringsvirksomhed, svarende til aktiviteterne knyttet til forvaltningen af ATP Livslang Pension. Rapporten dækker således ikke ATP's administration af eksterne ordninger.

Figur B.3 Forretningsmodel med mere end 15 år til folkepension

Tilsynet med ATP

ATP hører under Beskæftigelsesministeriets ressortområde, og Beskæftigelsesministeriet har den primære lovgivningskompetence på ATP's område.

ATP er også underlagt tilsyn af Finanstilsynet, der særligt fokuserer på de finansielle, ledelsesmæssige samt forsikringstekniske forhold. Finanstilsynet afgiver årligt en beretning om tilsynet med ATP til Beskæftigelsesministeriet. ATP underrettes om beretningens indhold. Tilsynet foregår således gennem en tæt kontakt mellem ATP, Beskæftigelsesministeriet og Finanstilsynet.

ATP's strategi

Bestyrelsen fastsætter årligt strategien for ATP Koncernen samt de fokusområder, der særligt skal prioriteres i de følgende år. Strategien fastsættes samlet for hele ATP Koncernen med den hensigt at sikre et bæredygtigt ATP med sammenhængskraft på tværs af koncernen.

Strategien for 2025 er bygget op om de tre koncernstrategiske mål vist i figur B.2 og udspringer af ATP Koncernens overordnede vision. Hvert strategisk mål understøttes af initiativer, der skal være med til at sikre opfyldelsen af strategien. Der følges op på strategien og de opnåede resultater efter halvåret og efter årsafslutningen.

ATP's målsætning er at sikre danskerne en forudsigelig, garanteret og livslang pension, og det skal dertil tilstræbes at øge pensionernes realværdi.

ATP Livslang Pension

Indbetalte pensionsbidrag til ATP deles op i et garantibidrag og et bonusbidrag, der i 2025 udgjorde henholdsvis 80 pct. og 20 pct. af de indbetalte bidrag (efter arbejdsmarkedsbidrag og betaling for dækning ved død). Det indbetalte garantibidrag anvendes til optjening af pension. De resterende 20 pct. er midler, der investeres for at kunne forhøje medlemmernes pension med bonus samt sikre mod uforudsete udgifter. Pensionerne optjent for garantibidraget er garanteret hvad angår levetiden. Fra 2022 er garantibidraget opdelt i to dele for de medlemmer, der har mere end 15 år til folkepensionsalderen. Se figur B.3 for illustration. Garantibidraget fordeles således at 75 pct. af garantibidraget (svarende til 60 pct. af den samlede indbetaling) investeres med lav risiko (rentebidraget), og 25 pct. (markedsbidraget, svarende til 20 pct. af den samlede indbetaling) bliver investeret med en højere risiko for at få et højere afkast. Fra tidspunktet, hvor medlemmet har 15 år til pensionsalderen, går ATP gradvist tilbage til at investere 80 pct. af medlemmets indbetalinger med lav risiko og de resterende 20 pct. med målet om at skabe afkast til at forhøje pensionerne.

ATP's samlede investeringer er opdelt i to selvstændige områder benævnt Afdækning og Investering.

Garantibidraget forvaltes via tre porteføljer i Afdækning: Renteafdækningsportefølje, Supplerende afdækningsportefølje og Markedsafkastporteføljen. Renteafdækningsporteføljen har til formål at sikre, at ATP til enhver tid kan leve op til garantierne. Porteføljen består af obligationer og renteswaps til afdækning af de garanterede pensioner. Afdækningen tilrettelægges, så markedsværdien af Renteafdækningsporteføljen efter skat forventes at udvikle sig i samme takt og omfang som værdien af de garanterede pensioner (opgjort på ATP's rentekurve uden likviditetsspænd), når renten ændrer sig. Den Supplerende afdækningsportefølje tilføjer langsigtet markedsrisiko til afdækningen i form af mere risikofyldte aktiver med henblik på at styrke muligheden for at øge pensionernes realværdi over tid.

Markedsbidrag investeres i markedsafkastporteføljen. Ved at investere denne del af bidragsindbetalingerne med en højere

risiko forventes der over tid et højere afkast og dermed højere pensioner.

Midlerne hørende til bonuspotentiallet investeres i investeringsporteføljen på en måde, så der opnås en passende balance mellem muligheden for at kunne opskrive pensionerne med bonus og samtidig sikre en begrænset sandsynlighed for, at bonuspotentiallet tabes som følge af negative afkast. Denne afvejning af forventet afkast mod risikoen for tab er central for ATP's forretningsmodel og risikostyring.

Resultat for ATP som pensions- og investeringsvirksomhed

Resultatet for ATP i egenskab af pensions- og investeringsvirksomhed knytter sig til forvaltningen af ATP Livslang Pension og aflejres under de tre regnskabsområder Forsikringsservice, Afdækning og Investering.

Resultatet af Forsikringsservice omfatter forsikringsindtægter, udbetalte pensioner, omkostninger vedrørende investering, afdækning og administration, ændring i risikojustering samt øvrige ændringer.

Resultatet af Afdækning omfatter resultat af Renteafdækning, resultat af Supplerende afdækning og resultat af Livrente med markedseksposering. Resultatet af Investering omfatter afkastet af investeringsporteføljen.

Resultat for ATP Livslang Pension, der er summen af resultatet af de tre regnskabsområder Forsikringsservice, Afdækning og Investering, blev på 19,6 mia. kr. i 2025. Resultatet overføres til ATP's bonuspotentialle, der udgjorde 116,5 mia. kr. ultimo året.

ATP's bestyrelse fastsætter årligt, om der skal tildeles bonus i form af en procentvis forhøjelse af den allerede optjente pension. De overordnede retningslinjer for udlodning af bonus er fastlagt i ATP's bonuspolitik, der er vedtaget af ATP's bestyrelse. Med baggrund i disse retningslinjer har ATP's bestyrelse i 2025 besluttet at udlodde generel bonus på 2 pct. til alle ATP's medlemmer, hvilket førte til et fald i bonuspotentiallet på 11,4 mia. kr.

Opdatering af levetid i 2025 indebar en stigning i bonuspotentiallet på 1,4 mia. kr. Overførslen er udtryk for en justering af levetidsforventningerne som følge af udviklingen i den faktiske levetid i det forgangne år.

Ændringer i hensættelserne som følge af opdatering af levetid eller tildeling af bonus påvirker fremtidige udbetalinger, og disse fremgår derfor ikke i resultatopgørelsen, men vil være posteringer mellem bonuspotentiallet og pensionsforpligtelserne.

B.2. RESULTAT AF FORSIKRINGSSERVICE

Resultat af forsikringsservice opgøres som forskellen mellem forsikringsindtægter og udgifter til forsikringsservice.

Forsikringsindtægter består af det forventede afløb af pensionsydelse og omkostninger, der indgik i pensionshensættelserne i begyndelsen af regnskabsperioden. I forsikringsindtægter indgår også afløb af risikojustering. Risikojustering er et udtryk for de midler, som ATP skal reservere for at påtage sig ikke-finansielle risici. Bidragsindtægter indregnes ikke i resultatopgørelsen, men forøger hensættelserne på balancen.

Udgifter til forsikringsservice er de faktiske udbetalinger, omkostninger og ændring i risikojusteringen i perioden. Forskellen mellem de forventede og faktiske udbetalinger, benævnt øvrige ændringer, indgår også i udgifter til forsikringsservice og medfører, at resultatet af forsikringsservice opgøres til 0.

Pensionsudbetalinger var på 20,1 mia. kr. i 2025 og er fortsat stigende som følge af at antallet af medlemmer der modtager pensionsudbetalinger fortsat stiger. Omkostningerne var på 0,9 mia. kr., hvilket er på samme niveau som i 2024.

Ved udgangen af 2025 modtog 1.090.000 pensionister ATP Livslang Pension og omkring 35 pct. af landets folkepensionister har ingen anden pensionsindtægt end offentlige pensioner og ATP. Bidragsindbetalingerne var 14,4 mia. kr. i 2025, hvilket er lidt højere end i 2024.

I forbindelse med halvårsregnskabet justerede ATP sin langsigtsprognose for levetidsudviklingen. Det indebar en stigning i bonuspotentiallet på 1,4 mia. kr. De seneste 10 år har ATP hensat 12,8 mia. kr. mere på grund af længere forventet levetid. Ultimo 2025 var værdien af pensionsforpligtelserne 538,1 mia. kr. Værdien af de ufordelte midler var 155,9 mia. kr., hvoraf langsigtet supplerende hensættelse¹ udgjorde 39,4 mia. kr. Bonuspotentialle steg gennem året, fra 104,8 mia. kr. ultimo 2024 til 116,5 mia. kr. ultimo 2025, på trods af at udlodning af generel bonus til alle medlemmer i 2025 førte til et fald i bonuspotentiallet på 11,4 mia. kr. Ultimo 2025 var bonusevnen 20,4 pct., hvilket var højere end bonusevnen ved udgangen af 2024.

1. Langsigtet supplerende hensættelse opgøres som forskellen mellem garanterede ydelser opgjort hhv. med og uden spænd og tillagt afkast af supplerende afdækningsportefølje. Herudover fratrækkes risikojustering samt nettooverførsler til bonuspotentiallet.

Tabel B.1 Resultat af Forsikringservice

Mio. kr.	2025	2024
Forsikringsindtægter	21.281	20.757
Udbetalte pensioner	-20.097	-19.517
Omkostninger vedr. investering og afdækning	-867	-817
Omkostninger vedr. administration	-205	-208
Ændring i risikojustering	-46	-47
Øvrige ændringer	-65	-168
Resultat af forsikringservice	0	0

B.3. RESULTAT AF AFDÆKNING OG INVESTERING

Det samlede resultat af Afdækning og Investering blev 19,6 mia. kr. i 2025, mod -1,9 mia. kr. i 2024, som angivet i tabel B.2.

Tabel B.2 Resultat af Afdækning og Investering

Mio. kr.	2025	2024
Resultat af Afdækning	1.422	-1.746
Resultat af Investering	18.182	-169
Resultat af Afdækning og Investering	19.604	-1.915

Resultat af Afdækning

Resultatet af Afdækning er vist i tabel B.3.

Tabel B.3 Resultat af Afdækning

Mio. kr.	2025	2024
Ændring som følge af rente og løbetidsforkortelse	43.066	-14.596
Afkast af Renteafdækningsporteføljen	-49.194	15.148
Pensionsafkastskat	7.550	-2.298
Resultat af Renteafdækning	1.422	-1.746
Afkast af Supplerende afdækningsportefølje	6.915	-152
Forrentning af LSH ¹	-5.746	198
Pensionsafkastskat	-1.169	-46
Resultat af Supplerende afdækning	0	0
Afkast af markedsafkastporteføljen	628	89
Forrentning af LMM ²	-528	-72
Pensionsafkastskat	-100	-17
Resultat af Livrente med markedseksponering	0	0
Resultat af Afdækning	1.422	-1.746

¹ Langsigtet supplerende hensættelse

² Livrente med markedseksponering

I Afdækning indgår Renteafdækning, Supplerende afdækning og Livrente med markedseksponering. Renteafdækningsporteføljen består af obligationer og renteswaps til afdækning af de garanterede ydelser opgjort uden spænd.

Renteswaps i Renteafdækningsporteføljen binder ikke likviditet i samme omfang, som obligationer gør, og de midler der ikke er bundet i Renteafdækningsporteføljen, kan udlånes til investering i andre risikotagende porteføljer.

Værdien af de garanterede pensioner faldt i 2025 med 43,1 mia. kr. som følge af renteændringer og løbetidsforkortelse. Modsvarende dette gav Renteafdækningsporteføljen et negativt afkast efter skat på -49,2 mia. kr. Værdien af Renteafdækningsporteføljen faldt således i takt med pensionsgarantierne, og renteafdækningen virkede efter hensigten. Det samlede resultat af renteafdækning blev på 1,4 mia. kr.

I 2025 gav den Supplerende afdækningsportefølje et afkast på 6,9 mia. kr. Afkastet af den Supplerende afdækningsportefølje efter skat aflejres i den langsigtede supplerende hensættelse. Over tid forventes afkastet fra den Supplerende afdækningsportefølje at danne grundlag for overførsler til bonuspotentialet og dermed bidrage til at muliggøre at øge pensionernes realværdi.

Bidrag til livrente med markedseksponering investeres i markedsafkastporteføljen. I 2025 fik porteføljen et afkast på 0,6 mia. kr. Ved udgangen af året udgjorde hensættelsen til Livrente med markedseksponering 7,6 mia. kr.

Resultat af Investering

I 2025 gav Investeringsporteføljen et afkast før skat på 21,4 mia. kr., svarende til et afkast på 20,0 pct. i forhold til bonuspotentialet. Resultat af Investering er angivet i tabel B.4, og sammensætningen af investeringsafkastet fremgår af figur B.4.

Tabel B.4 Resultat af Investering

Mio. kr.	2025	2024
Investeringsafkast	21.423	-59
Pensionsafkast- og selskabsskat	-3.241	-110
Resultat af Investering	18.182	-169

I 2025 var udviklingen på de finansielle markeder præget af stigninger på de globale aktiemarkeder og af rentestigninger på obligationer i Europa. Det største positive bidrag til afkastet kom fra børsnoterede udenlandske aktier, mens det største negative bidrag kom fra investeringer i stats- og realkreditobligationer.

Markedsrisici, der er nødvendige for at skabe et afkast, styres i Investeringsporteføljen ud fra en øvre ramme for markedsrisiko og rammer for risikospredning. Investeringsporteføljen følger en risikobaseret investeringstilgang, hvor fokus er på porteføljens risiko, frem for hvor mange kroner, der investeres. Investeringsporteføljens midler består som udgangspunkt af midler fra bonuspotentialet. De midler, der som følge af anvendelse af finan-

sielle instrumenter ikke bindes i Renteafdækningsporteføljen, er endvidere til rådighed for investeringsporteføljen på markedsbetingelser. Det betyder i praksis, at Investeringsporteføljen kan operere med flere midler end bonuspotentialet. Markedsværdien af Investeringsporteføljen var ved udgangen af 2025 på 208,8 mia. kr.

ATP skal ifølge "Bekendtgørelse om indberetning og offentliggørelse af oplysninger for Arbejdsmarkedets tillægspension" oplyse om eventuelle investeringer i securitisering². ATP har ingen direkte investeringer i securitisering, men har indirekte positioner gennem en enkelt fondsinvestering, via afgivne investeringstilsagn. ATP's låneporteføje er nærmere beskrevet i afsnit D.2. Da ATP's investeringer i hovedreglen er valutaafdækket ind i danske kroner og euro, har valutaudsving kun begrænset effekt på afkastet. ATP's likviditetsstyring er nærmere beskrevet i faktaboks B.2.

ATP tillader i begrænset omfang aktieudlån i eksterne mandater.

B.4. RESULTATER AF ANDRE AKTIVITETER

Der er ingen andre aktiviteter knyttet til ATP i egenskab af pensions- og investeringsvirksomhed.

B.5. ANDRE OPLYSNINGER

Der er ikke andre væsentlige oplysninger om ATP's virksomhed eller resultatet.

Faktaboks B.1 ATP's rentekurve til værdiansættelse af de garanterede ydelser

Diskonteringsfaktorerne, som anvendes til at opgøre værdien af de garanterede ydelser, beregnes ud fra en underliggende rentekurve. Fra og med 2023 er ATP's rentekurve tilpasset ved, at der tages højde for forpligtelsernes illikviditet og ved en justering af, hvordan rentekurven fastsættes på lange løbetider. Tilpasningen af rentekurven medførte dels, at den risikofri rentekurve tillægges et illikviditetsspænd, som afspejler forpligtelsernes illikviditet, dels at der for forpligtelser med en løbetid over 30 år anvendes en forwardrente på 3 pct. til at beregne den risikofri rentekurve.

Faktaboks B.2 ATP's likviditetsstyring

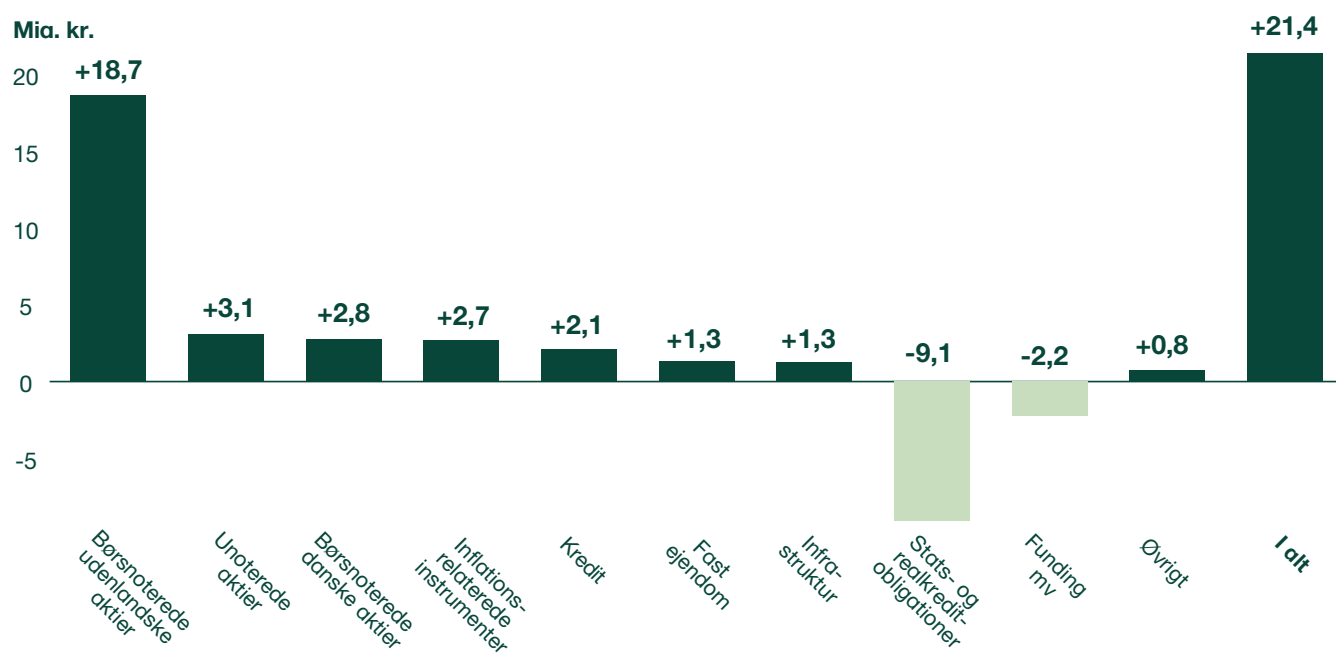
ATP's likviditetsstyring er tilrettelagt i forhold til ATP's forretningsmodel. Den afspejler derfor bl.a., at en del af renterisikoen knyttet til ATP's garanterede ydelser afdækkes ved swaps, der ikke medfører et direkte likviditetstræk. Der er derfor overskydende likviditet, som er til rådighed for de risikotagende porteføljer. Den overskydende likviditet anvendes dog ikke fuldt ud af de risikotagende porteføljer. Den overskydende likviditet som ikke anvendes placeres primært i korte obligationer med lav renterisiko. Afkastet af disse placeringer indgår i resultat af Afdækning. Placeringerne foretages under hensyntagen til, at ATP til enhver tid skal have tilstrækkelig likviditet til at honorere fremtidige betalingskrav. Udviklingen i ATP's likviditet afhænger primært af følgende forhold:

- ATP udbetaler pensioner og modtager bidrag fra medlemmerne.
- ATP afholder omkostninger og betaler skat.
- ATP handler løbende investeringsaktiver og modtager tilhørende betalingsstrømme.
- ATP og ATP's modparter stiller løbende sikkerhed i forbindelse med ændringer i værdien af fx renteswapkontrakter.

2. Ved securitisering forstås en transaktion eller ordning, hvor kreditrisikoen ved en eksponering eller en pulje af disse opdeles i trancher, som er karakteriseret ved:

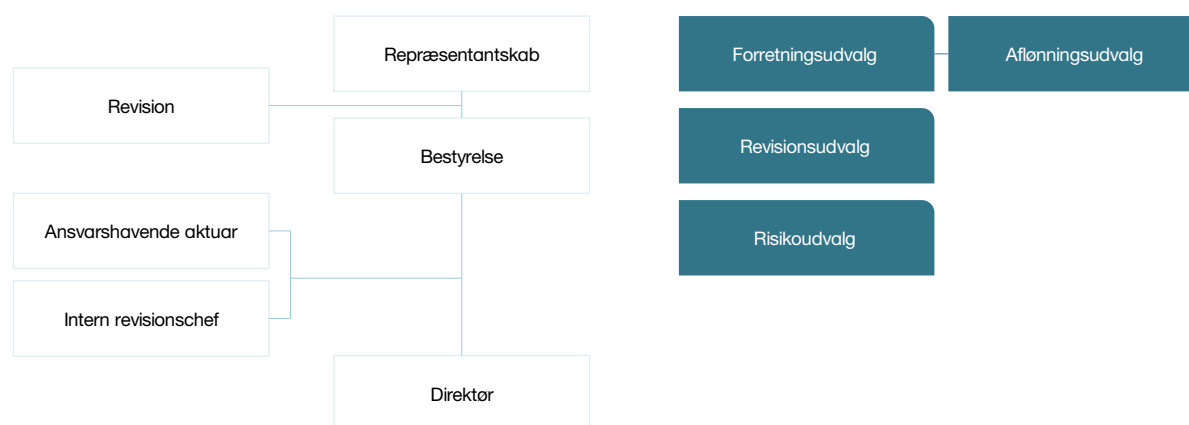
1. Betalingerne i forbindelse med transaktionen eller ordningen afhænger af udviklingen i eksponeringen eller puljen af eksponeringer.
2. Rangordningen af trancher afgør fordelingen af tabene i transaktionens eller ordningens løbetid.
3. Transaktionen eller ordningen skaber ikke eksponeringer, som har alle de karakteristika, der er anført i artikel 147, stk. 8, i forordning (EU) nr. 575/2013.

Figur B.4 Sammensætning af investeringsafkast i 2025



C. Ledelsessystem

Figur C.1 Repræsentantskab og bestyrelse



C.1 GENERELLE OPLYSNINGER OM LEDELSESYSTEMET

Repræsentantskab og bestyrelse

ATP ledes af et repræsentantskab, en bestyrelse og en direktør. Formål og rammer for ATP's ledelse er fastlagt i ATP-loven. Organiseringen af ATP's øverste ledelse er illustreret i figur C.1.

Sammensætningen af ATP's repræsentantskab og bestyrelse afspejler den danske aftalemodel på arbejdsmarkedet. Repræsentantskabet er sammensat af 15 arbejdsgiverrepræsentanter, 15 lønmodtagerrepræsentanter og en formand, som repræsentantskabet udnævner. Formanden må ikke have tilknytning til nogen lønmodtager- eller arbejdsgiverorganisation. Bestyrelsen er sammensat af medlemmer af repræsentantskabet og består af 6 arbejdsgiverrepræsentanter, 6 lønmodtagerrepræsentanter og repræsentantskabets formand.

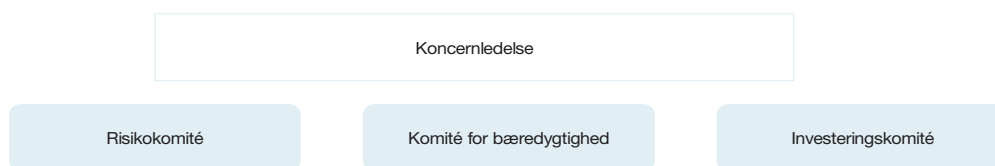
Repræsentantskabets og bestyrelsens medlemmer, bortset fra formanden, jf. ovenfor, udpeges af beskæftigelsesministeren efter indstilling fra arbejdsmarkedets parter. De udpeges for tre år ad gangen med mulighed for genudpegning. Der er ingen aldersgrænse for udpegning. Både ved indstillingerne og udpegningen skal der tages hensyn til, at repræsentantskabet og bestyrelsen bør have en afbalanceret sammensætning af mænd og kvinder.

Yderligere oplysninger om medlemmerne af repræsentantskab og bestyrelse findes i ATP's årsrapport og på ATP's hjemmeside www.atp.dk.

Repræsentantskabet mødes ordinært en gang om året. Repræsentantskabets arbejde består blandt andet i godkendelse af ATP-bidrag, ATP's årsrapport og lønpolitik samt i at fastsætte honoraret til medlemmerne af repræsentantskabet og bestyrelsen. Repræsentantskabet udnævner desuden ATP's bestyrelsesformand og revisor.

Bestyrelsen mødes som udgangspunkt ordinært syv gange om året og har det overordnede ansvar for ATP. Bestyrelsen beslutter de overordnede mål og strategier for styringen af ATP og fastlægger tilhørende principper gennem skriftlige politikker og retningslinjer. Bestyrelsen varetager herunder en række opgaver af særlig relevans for ATP i egenskab af pensions- og investeringsvirksomhed. Bestyrelsen fastlægger i den forbindelse ATP's ønskede risikoprofil, herunder rammerne for ATP's investeringer, samt identificerer, kvantificerer og vurderer ATP's væsentlige risici. Bestyrelsen godkender desuden pensions- og hensættelsesgrundlaget, der indeholder grundlaget for beregning og værdiansættelse af ATP's pensioner.

Repræsentantskabets og bestyrelsens arbejde er nærmere reguleret af forretningsordener, og ATP's bestyrelse har nedsat fire bestyrelsesudvalg i form af et forretningsudvalg, et aflønningsudvalg, et revisionsudvalg og et risikoudvalg.

Figur C.2 ATP's ledelse og tilhørende udvalg

Forretningsudvalget består af tre medlemmer: bestyrelsesformanden, der samtidig er formand for forretningsudvalget, og to bestyrelsesmedlemmer udpeget af henholdsvis arbejdsgiver- og lønmodtagerrepræsentanterne i bestyrelsen. Forretningsudvalget afholder som udgangspunkt ordinært syv møder årligt. Forretningsudvalget forbereder bestyrelsens beslutninger og har kompetence til at træffe beslutninger på udvalgte områder efter bemyndigelse fra bestyrelsen. Bestyrelsen har besluttet at lade forretningsudvalget varetage opgaverne som aflønningsudvalg i ATP. Opgaverne integreres løbende i forretningsudvalgets dagsordener og følger de processer, som gælder for forretningsudvalget. Aflønningsudvalgets opgaver består primært i at forberede oplæg til bestyrelsens og repræsentantskabets senere beslutning vedrørende aflønning, herunder lønpolitik og retningslinjer for incitamentsprogrammer. Efter delegation fra bestyrelsen fastsætter aflønningsudvalget lønnen for koncernledelsen, bortset fra direktøren.

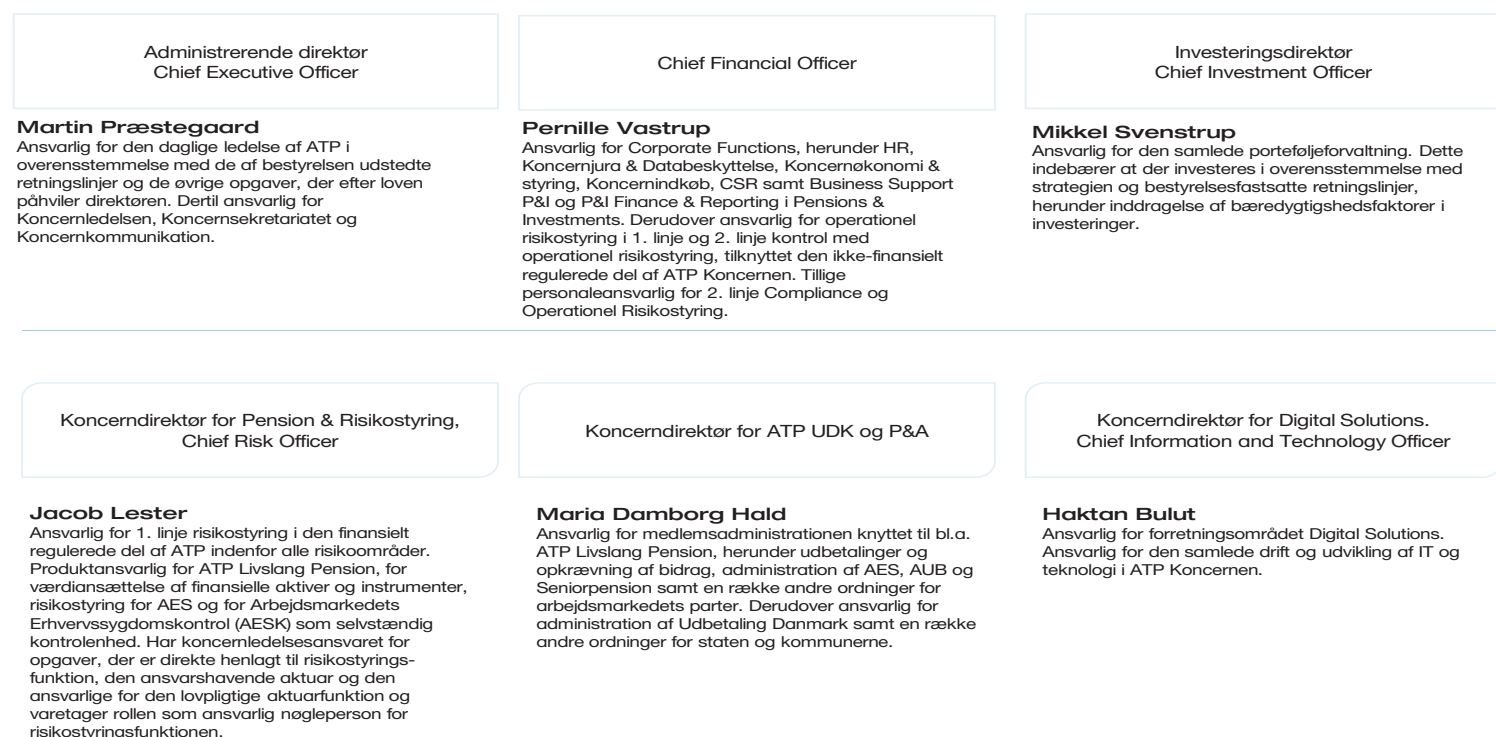
Revisionsudvalget udgøres af fire medlemmer i form af bestyrelsesformanden, de to øvrige medlemmer af forretningsudvalget samt et medlem af bestyrelsen med særlige kvalifikationer indenfor regnskabsvæsen eller revision, som tillige er formand for udvalget. Revisionsudvalget mødes som udgangspunkt ordinært fire gange om året. Revisionsudvalget påser bl.a., at ATP's regnskabsaflægelsesproces, interne kontrolsystem og interne revision. Revisionsudvalget har til opgave at overvåge ATP's risikostyringsprocesser, -metoder og -systemer med henblik på vurdering af, om de fungerer effektivt til i al væsentlighed at sikre en fyldestgørende regnskabsrapportering. Desuden påses den lovpligtige revision af årsrapporter og revisors uafhængighed, herunder særligt i forhold til leveringen af yderligere tjenesteydelser til ATP.

Risikoudvalget består af fire medlemmer af ATP's bestyrelse med operationel erfaring og relevant fagekspertise, herunder bestyrelsesformanden, der også er formand for risikoudvalget. Udvalget bidrager til at skabe det bedst mulige grundlag for, at bestyrelsen kan vurdere ATP's risiko- og solvenssituation (ORSA). Som led heri drøfter udvalget bl.a. risikoidentifikation, risikoappetit, kvantificering, governance og organisering samt risiko- og solvensvurdering inden behandling i bestyrelsen. Dertil foretager udvalget også forbehandling af investeringsstrategi, risikopolitik, samt rapportering på operationel risiko, herunder IT- og cybersikkerhed. Som følge af ovenstående opgaver er Risikoudvalget dermed medvirkende til at sikre et effektivt risikostyringssystem. Risikoudvalget mødes som udgangspunkt fire gange om året og har i tillæg hertil fire mindre møder i forbindelse med kvartalsresultater. Bestyrelsen ansætter og afskediger koncernledelsen og har ansat direktøren til at varetage den daglige ledelse af ATP. Bestyrelsen har endvidere ansat den ansvarshavende aktuar, der har ansvar for de forsikringstekniske opgaver. Bestyrelsen har desuden bestemt, at ATP skal have en intern revision, der i samarbejde med ekstern revision skal udføre revisionsopgaven i ATP. Den interne revisionschef er ansat af og refererer til bestyrelsen.

Direktør og andet ledende personale

Direktøren varetager den daglige ledelse i overensstemmelse med retningslinjer fastsat af bestyrelsen. Direktøren bistås i varetagelsen af den daglige ledelse af de øvrige medlemmer af ATP's koncernledelse. I figur C.3 er medlemmerne af koncernledelsen angivet, og deres respektive ansvarsområder beskrevet. Delegation af ansvarsområder fra direktøren til de øvrige medlemmer af koncernledelsen er fastlagt i særlige retningslinjer fra direktøren.

Figur C.3 Koncernledelsen



Direktøren sikrer gennem strategiske valg og konkrete ledelsesbeslutninger sammen med koncernledelsen, at ATP på alle væsentlige områder drives og udvikles efter betryggende administrative samt budget- og regnskabsmæssige rutiner og i overensstemmelse med effektive former for virksomhedsstyring. Medlemmerne af koncernledelsen påser løbende, at der er de nødvendige økonomiske og personalemæssige ressourcer til stede til at løse opgaverne for hver deres område.

Direktøren har, udover koncernledelsen, nedsat ledelsesfora i ATP som angivet i figur C.2. Direktøren deltager i foraene, som skal sikre effektive og transparente beslutningsprocesser.

- **Risikokomiteén** er beslutningsforum for væsentlige strategiske og principielle forhold indenfor risikostyring. Komiteen sikrer samtidig ledelsesmæssig behandling af større og tematiske emner indenfor risikostyring og værdiansættelse i ATP's Pensions- og investeringsforretning. Komiteéns primære fokus er de overordnede investeringsmæssige risici og investeringsaktiver.
- **Komiteén for bæredygtighed** er beslutningsforum for ATP's arbejde med bæredygtighed i investeringer, herunder aktivt ejerskab, klima og koordination af stemmeafgivning på udenlandske aktier.

- **Investeringskomitéen** sikre ledelsesmæssig behandling af væsentlige emner på investeringsområdet og orientering om den investeringsmæssige situation for ATP.

Der er endvidere nedsat supplerende fora på en række mere specifikke områder, hvor beslutningerne i højere grad er rettet mod konkrete forhold, som knytter sig til den løbende drift af ATP.

ATP anvender ledelsesrapportering for at understøtte en tæt og konsekvent opfølgning på ledelsens beslutninger og fastsatte rammer. Rapporteringen målrettet koncernledelsen dækker samlet set de væsentlige aktivitetsområder. Rapporteringen målrettet bestyrelsen følger et årshjul, der fastlægger, hvornår bestyrelsen behandler de faste emner. Bestyrelsen modtager endvidere månedlig rapportering om ATP's risici og finansielle forhold.

ATP's regnskabspraksis sikrer, at finansielle rapporter er udarbejdet i overensstemmelse med gældende regler og understøttes af omfattende procedurer for bogføring, tidsregistrering, interne transaktioner, regnskabsaflægelse mv.

Nøglepersoner i ATP

Nøglepersoner i ATP omfatter udover direktøren de ansvarlige for de lovpligtige nøglefunktioner, dvs. risikostyringsfunktionen, compliancefunktionen, intern auditfunktion og aktuarfunktionen samt medlemmer af Koncernledelsen, der er en del af den faktiske ledelse af ATP i relation til pensions- og investeringsvirksomhed. Der var ultimo 2025 i alt otte nøglepersoner, idet der er personsammenfald mellem Koncerndirektør, Chief Risk Officer, og den ansvarlige for risikostyringsfunktionen.

Direktøren har udpeget de ansvarlige nøglepersoner for henholdsvis risikostyringsfunktionen og compliancefunktionen, mens bestyrelsen har udpeget de ansvarlige nøglepersoner for henholdsvis den interne auditfunktion og aktuarfunktionen, da disse nøglefunktioner varetages af den interne revisionschef og ansvarshavende aktuar, som er ansat af og refererer til bestyrelsen.

Der er fastlagt funktionsbeskrivelser for hver af nøglefunktionerne, som fordeler, adskiller og koordinerer nøglefunktionernes arbejdsopgaver og ansvar. Funktionsbeskrivelserne er derved med til at sikre et effektivt samarbejde. Den ansvarlige for risikostyringsfunktionen afgiver årligt en rapport til direktøren om ATP's risikostyring. Rapporten modtages også af bestyrelsen til orientering, mens de øvrige nøglepersoner afgiver den årlige rapport direkte til bestyrelsen. De ansvarlige for nøglefunktionerne er alle berettigede og forpligtede til at rapportere direkte til bestyrelsen, i de tilfælde hvor de finder det nødvendigt. Dette er – sammen med krav om, at de ansvarlige for nøglefunktionerne kun kan afskediges af bestyrelsen – med til at sikre de ansvarlige for nøglefunktionerne uafhængighed. I figur C.4 angives de ansvarlige lovpligtige nøglepersoner ultimo 2025 for de fire nøglefunktioner og de tilhørende ansvarsområder. De fire nøglefunktioner er nærmere beskrevet i afsnittene C.3 til C.6.

Ændringer i ledelsessystemet i 2025

Pr. 1. oktober 2025 blev der foretaget en organisationsændring i ATP, hvorved de to direktørområder Udbetaling Danmark og Pension & Erhvervssikring blev slået sammen til et nyt direktørområde, ATP UKD og P&A, med Maria Damborg Hald som ny koncerndirektør. I den forbindelse fratrådte Anna Kristine Axelsson sin stilling som koncerndirektør for Pension og Erhvervssikring og Kristine Stenhuus fratrådte sin stilling som koncerndirektør for Udbetaling Danmark. Koncernledelsen består ultimo 2025 af 6 personer, hvoraf 5 vurderes at være nøglepersoner for ATP. Koncernledelsens sammensætning ultimo 2025 fremgår af figur C.3.

ATP's lønpolitik

ATP er i henhold til aflønningsbekendtgørelsen for ATP underlagt en række regler for aflønning og oplysningsforpligtelser, herunder rammer for tildeling og udbetaling af variabel løn, i det væsentlige i lighed med hvad der gælder for den øvrige finansielle branche. Lønpolitikken er fastlagt under hensyntagen til at fremme en sund og effektiv risikostyring, herunder sikre et langsigtet interessesammenfald for den enkelte medarbejder og ATP's medlemmer samt understøtte ATP's muligheder for at opfylde sine forpligtelser. Herudover skal lønpolitikken sikre at fremme en kønsneutral lønpolitik så det sikres, at der ydes lige løn for

Figur C.4 Nøglepersonerne

Risikostyringsfunktion Ansvarlig nøgleperson: Jacob Lester, Koncerndirektør for Pension og Risikostyring, Chief Risk Officer Ansvar: At have det samlede overblik over ATP's risici og bistå direktøren med at sikre og vurdere risikostyringssystemets effektivitet.	Compliancefunktion Ansvarlig nøgleperson: Tanja Ulevik Vestergaard, Leder af "Compliance og Operationel Risikostyring" Ansvar: Kontrollere og vurdere om ATP har effektive metoder til at opdage og mindske risikoen for manglende efterlevelse af gældende lovgivning, markedsstandarder og interne regelsæt.
Intern auditfunktion Ansvarlig nøgleperson: Per Graabæk Ventzel, revisionschef Ansvar: Foretage revision i overensstemmelse med den fastlagte revisionsplan samt vurdere det interne kontrolsystem.	Aktuarfunktion Ansvarlig nøgleperson: Camilla Fredsgaard Larsen, ansvarshavende aktuar Ansvar: Opgørelse af pensionsmæssige hensættelser og sikre, at de underliggende antagelser og metoder er passende.

samme arbejde eller arbejde af samme værdi. Honorarer og vederlag fastsættes med udgangspunkt i markedsniveauet såvel nationalt som internationalt, hvor blandt andet kompleksitet af ATP's aktiviteter, relevant erhvervs erfaring og organisatorisk ansvar tages i betragtning. Honorarer og vederlag fastsættes endvidere med udgangspunkt i ATP's specifikke behov, herunder hensynet til at sikre ATP's fortsatte mulighed for at tiltrække og fastholde de bedst kvalificerede ledere og medarbejdere.

Hvor ATP anvender variabel løn, bruges det som et aktivt redskab, der understøtter den forretningsmæssige udvikling gennem fokus på mål- og resultatstyring og tilskynder til værdiskabende adfærd, herunder en sund og effektiv risikostyring, der ikke tilskynder til overdreven risikotagning, blandt andet for så vidt angår bæredygtighedsrisici.

Samtidig skal variabel løn understøtte vedvarende og ekstraordinære resultater indenfor rammerne af de gældende aflønningsregler. Medlemmer af repræsentantskab, bestyrelse og bestyrelsesudvalg honoreres med et fast årligt honorar, der afspejler antallet af bestyrelses- og udvalgsmøder. Der indgår ikke variabel løn, incitamentsprogrammer, pensionsaftaler eller aftaler om fratrædelsesgodtgørelser. Direktøren, de øvrige medlemmer af koncernledelsen, den ansvarshavende aktuar og revisionschefen samt de øvrige ansvarlige for nøglefunktioner aflønnes

med et fast vederlag og visse personalegoder samt evt. engangsvederlag og evt. særlig fratrædelsesopgørelse. Som en del af det faste vederlag indbetales pensionsbidrag. Der indgår ikke andre former for variabel løn.

Medarbejdere i ATP's Investments, herunder porteføljemanagere, er omfattet af en lønpakke, der – udover at indeholde de ovennævnte løndelev – også kan inkludere variable løndelev. Incitamentsprogrammer til porteføljemanagere fastsættes som minimum på grundlag af følgende tre komponenter:

- ATP's resultat af Investering og Afdækning
- Resultatet i den enkeltes afdeling i form af fx afkast, investeringsprocesser mv. eller kombinationer heraf
- Den enkelte medarbejders eget resultat i form af fx dennes bidrag til afkast, investeringsprocesser, teamwork mv. eller kombinationer heraf.

Ved fastsættelse og udmåling af variabel aflønning tages hensyn til, om den pågældende medarbejder har medvirket til at understøtte en ikke overdreven risikotagning med hensyn til bæredygtighedsrisici ved at integrere bæredygtighedsrisici i ATP's investeringsbeslutninger i overensstemmelse med gældende lovgivning og politik for bæredygtig-

tighed i investeringer i ATP Koncernen. Det indebærer, at medarbejdere overholder og medvirker til at understøtte de til enhver tid fastlagte processer i investeringsprocessen.

ATP's direktør og Chief Investment Officer fastlægger i fællesskab, hvilke porteføljemanagere, der er omfattet af incitamentsprogrammet, hvilket minimumsinvesteringsresultat, ATP skal opnå, før bonusoptjeningen påbegyndes, samt vægtene af de enkelte programkomponenter.

For væsentlige risikotagere kan de variable løndele ikke overstige 100 pct. af basislønnen (50 pct. for direktøren) inklusive pensionsbidrag pr. år, og de udbetales over tre år (mindst fire år for direktøren). Udbetalt variabel løn kan i visse tilfælde tilbageholdes eller kræves tilbagebetalt. I øvrige incitamentsprogrammer skal principperne for variabel løn i henhold til lønpolitikken overholdes og der skal blandt andet fastsættes et loft for den enkeltes variable løn i det enkelte år. I 2025 modtog i alt 28 porteføljemanagere variabel løn optjent i kalenderåret i form af de ovennævnte incitamentsprogrammer. Øvrige medarbejdere kan tildeles engangsvederlag for ekstraordinære præstationer, dog maksimalt svarende til 4 måneders løn inklusive pensionsbidrag.

Fratrædelsesgodtgørelse for direktøren og medlemmer af den finansielle ledelse er pr. 1. juli 2023 reguleret i ATP-loven, og det fremgår nu eksplicit, at godtgørelser, der overstiger modtagerens samlede vederlag i de seneste to regnskabsår inklusive pension, skal offentliggøres og begrundes. Der er også indsat regler om bl.a. udbetaling, tilbageholdelse og mulig tilbagebetaling.

C.2. FIT & PROPER

Kravene til egnethed og hæderlighed (fit & proper) i ATP-loven gælder for medlemmer af bestyrelsen, direktøren og udpegede nøglepersoner. De pågældende skal vurderes fit & proper af Finanstilsynet ved tiltrædelse af hvervet, og hvis deres forhold senere ændrer sig. Med ændringen af ATP-loven pr. 1. juli 2023 præciseredes Finanstilsynets praksis for godkendelse og muligheden for betingede afgørelser under særlige omstændigheder. En person, der er omfattet af fit & proper-kravene, skal til enhver tid:

- have tilstrækkelig erfaring til at kunne udøve sit hverv eller varetage sin stilling
- have et tilstrækkelig godt omdømme, være hæderlig og udvise integritet.

ATP's fit og proper-politik omhandler fit og proper-kravene, identifikationen af personer, der er omfattet af fit & proper-kravene, kravene til viden og erfaring for den samlede bestyrelse, proceduren for at indhente Finanstilsynets fit og proper-vurdering og endelig egnethedsvurderingen for øvrige medarbejdere.

Ved indsendelse af oplysningerne til Finanstilsynet for de udpegede nøglepersoner afgiver ATP en erklæring med en redegørelse og begrundelse for personernes egnethed til at varetage stillingen. Det vurderes, om nøglepersonen har tilstrækkelig erfaring, færdigheder, viden og ekspertise. Der lægges vægt på, at personen har en relevant uddannelse i forhold til arten, omfanget og kompleksiteten af de risici, der er forbundet med ATP, samt i forhold til de lovgivningsmæssige krav til uddannelsen for den pågældende person. Endvidere lægges vægt på, at personen tidligere har haft relevant beskæftigelse, ligesom der i nogen grad lægges vægt på ledelseserfaring og -uddannelse.

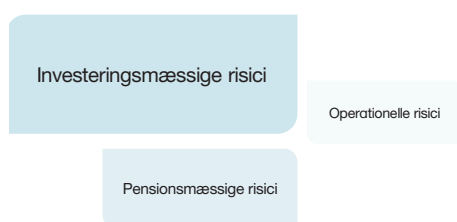
Bestyrelsen vurderer løbende, om dens medlemmer tilsammen besidder den fornødne viden og erfaring om ATP's risici til at sikre en forsvarlig drift af virksomheden. På baggrund af bestyrelsens årlige selvevaluering vurderes behovet for relevant kompetenceudvikling for bestyrelsen. Bestyrelsen er bredt sammensat uddannelsesmæssigt med enten korte, mellemlange eller videregående uddannelser, for flere suppleret med efteruddannelse i såvel Danmark som udlandet. Sammensætningen giver mangeartede og nuancerede faglige tilgange til bestyrelsesarbejdet. Bestyrelsens medlemmer har for de flestes vedkommende erfaring fra store organisationer og bestyrelsesarbejde generelt. Ligeledes har bestyrelsen kompetencer og ledelseserfaring fra finansiell virksomhed, herunder indenfor pension og investering.

C.3. RISIKOSTYRINGSSYSTEM, HERUNDER VURDERINGEN AF EGEN RISIKO- OG SOLVENSSITUATION

I ATP opfattes risikostyringssystemet bredt. Risikostyringssystemet omfatter alle politikker, retningslinjer, processer og rapporteringsprocedurer, der er nødvendige for at identificere, måle, overvåge, styre og rapportere de risici, som ATP er eksponeret mod. Som en del af den samlede ramme omkring styringen af ATP indgår også det interne kontrolsystem, der bl.a. omfatter det generelle kontrolmiljø og kontrolaktiviteter. Der er tæt sammenhæng mellem risikostyringssystemet og kontrolsystemet, idet kontroller

medvirker til at give bevågenhed om risici, der skal håndteres. Kontroller kan dermed betragtes som risikoreducerende foranstaltninger.

Figur C.5 Væsentlige risici i ATP



Bestyrelsen har fastsat en politik for intern kontrol, der skal sikre et betryggende internt kontrolsystem samt regulere de overordnede principper for indretningen af det interne kontrolsystem i ATP.

Den overordnede ledelse, bestående af bestyrelsen og koncernledelsen, udgør en væsentlig del af risikostyringssystemet gennem dens fastlæggelse af den ønskede risikoprofil, risikostyringsstrategi og delegering til den øvrige del af Administrationen samt fastlæggelse af den tilhørende tilbagerapportering. Indenfor de enkelte forretningsområder foregår en tilsvarende delegering med tilhørende rapportering. Figur C.6 illustrerer de overordnede sammenhænge. Bestyrelsen har fastsat den ønskede risikoprofil for ATP og rammer for risici gennem Risikopolitik for ATP med tilhørende retningslinjer. Politikken indeholder de overordnede anvisninger samt konkrete rammer og retningslinjer, som ATP skal følge i relation til styring af risici, mens de tilhørende beføjelser og arbejdsopgaver til direktøren er fastlagt gennem bestyrelsens retningslinjer til direktøren for ATP.

Koncerndirektøren for Pension og Risikostyring, Chief Risk Officer, er ansvarlig for 1. linje risikostyring af de investerings- og pensionsmæssige risici samt de operationelle risici tilknyttet den finansielt regulerede del af ATP Koncernen. Endvidere er Koncerndirektøren produktansvarlig for ATP Livslang Pension.

Koncerndirektøren for Pension og Risikostyring, Chief Risk Officer, er desuden udpeget som nøgleperson for risikostyringsfunktionen (2. linje risikostyring). I egenskab af dette, er Koncerndirektøren ansvarlig for at have det samlede overblik over ATP's risici og skal bistå direktøren med at sikre og vurdere risikostyringssystemets effektivitet, jf. figur C.4.

Risikostyringsfunktionens opgaver varetages dels af en enhed i Pensions- og Investeringsforretningen og dels - for så vidt angår IT-kontroller - af Operationel Risikostyring i enheden Compliance og Operationel Risikostyring. Risikostyringsfunktionen er repræsenteret i en række mødefora bl.a. med henblik på at overvåge risikostyringssystemet og risikoprofilen, at identificere og vurdere nye risici og at sikre retvisende detaljeret rapportering.

Bestyrelsens har fastsat en risikoprofil som udtrykker at ATP skal prioritere høj sikkerhed i pensionerne. De samlede risici skal være afstemt i forhold til den af bestyrelsen besluttede forretningsmodel og den ultimative tabsabsorberende hensættelse bestående af bonuspotentiallet. Bestyrelsen konkretiserer den samlede risikoprofil ved at fastsætte et overordnet risikobudget samt en række supplerende retningsgivende investeringsrammer.

ATP's samlede risiko omfatter de tre risikoområder, investeringsmæssige, pensionsmæssige og operationelle risici, illustreret i figur C.5. De anses alle som væsentlige, og bestyrelsen har fastsat nærmere anvisninger for dem som led i tydeliggørelsen af den ønskede risikoprofil:

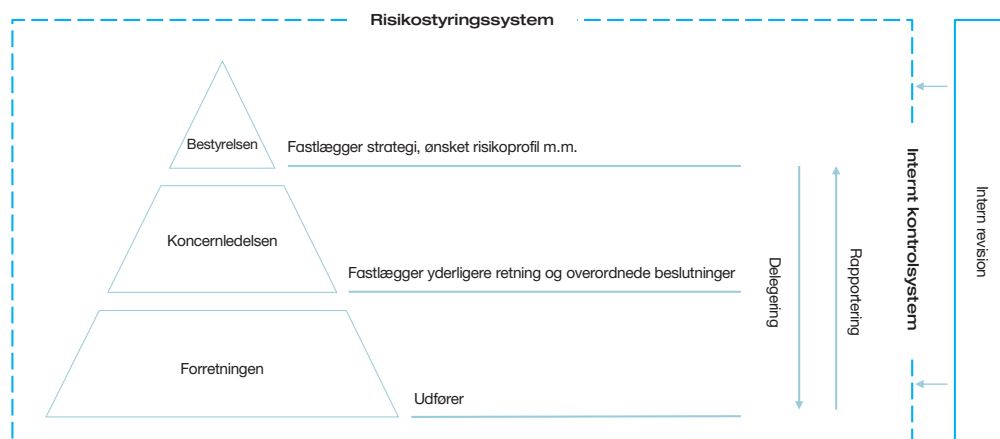
- **Investeringmæssige risici**

De investeringsmæssige risici udgøres hovedsageligt af markedsrisici og tilhørende modparts-, koncentrations- og likviditetsrisici. Markedsrisici, der er nødvendige for at skabe afkast, tages i de tre risikotagende porteføljer, dvs. i Investeringsporteføljen samt i Markedsafkastporteføljen og i den Supplerende afdækningsportefølje og styres ud fra et givet risikobudget og rammer for risikospredning. Markedsrisici forbundet med de garanterede ydelser styres i renteafdækningsporteføljen, så de garanterede ydelser afdækkes. De øvrige investeringsmæssige risici er følgerisici knyttet til de markedsrisici, som ATP har valgt at eksponere sig mod. Følgerisici accepteres, men tilstræbes at være begrænsede. Følgerisiciene er nærmere beskrevet i faktaboks C.1. ATP integrerer bæredygtighedsfaktorer i investeringerne.

- **Pensionsmæssige risici**

De pensionsmæssige risici følger direkte af udformningen af ATP's pensionsprodukt, herunder af de afgivne livslange garantier. ATP har en betydelig eksponering mod ændringer i forventede levetider, idet værdien af de garanterede pensioner i høj grad afhænger af medlemmernes levetider. Øgede forventede levetider medfører, at ATP skal hensætte et større

Figur C.6 Risikostyringssystem



betøb til at dække de garanterede ydelser, da der skal udbetales pensioner i længere tid. ATP har valgt ikke at afdække sin levetidsrisiko og tab i tilfælde af øgede forventede levetider skal derfor dækkes af bonuspotentiallet. ATP følger udviklingen i levetider tæt med udgangspunkt i ATP's egenudviklede levetidsmodel.

• Operationelle risici

Operationelle risici udspringer af alle aktiviteter i ATP. Ved operationelle risici forstås risici som følge af uhenigtsmæssig eller mangelfulde interne procedurer, menneskelige og systemmæssige fejl eller som følge af eksterne begivenheder, herunder juridiske risici. De operationelle risici dækker over mulige økonomiske, omdømmemæssige, persondatamæssige eller compliancemæssige tab/gevinster. Operationelle risici kan ikke undgås helt, men ATP ønsker at begrænse risiciene under hensyn til en afvejning mellem konsekvens og sandsynlighed på den ene side og omkostningerne ved at begrænse risikoen på den anden side. Bestyrelsen har fastsat, at compliance risici så skal vidt muligt skal undgås.

Bestyrelsen har en række rapporteringer til sin rådighed, som blandt andet danner grundlag for overvågningen af risikoprofilen. Bestyrelsen modtager månedlig rapportering om væsentlige forhold knyttet til ATP's risici og finansielle situation i den månedlige Investerings- og risikorapport. I rapporteringen oplyses også om udnyttelsen af bestyrelsesfastsatte rammer. Bestyrelsen modtager endvidere årlig rapportering om pensionsmæssige risici, herunder om levetiden blandt ATP's medlemmer. Bestyrelsen modtager desuden årligt rapportering om operationelle risici og halv-årligt om informationssikkerhed.

Direktøren modtager rapportering om ATP's risici dagligt på en intern portal, månedligt via Investerings- og risikorapporten og løbende efter behov. Direktøren modtager endvidere information om ATP's risici på møder i risikokomiteén og investeringskomiteén, der afholdes ca. 7 gange om året. Direktøren og koncernledelsen modtager kvartalsvis rapportering om ATP Koncernens operationelle risici. Direktøren modtager endvidere hver anden måned rapportering om bæredygtighed og aktivt ejerskab i investeringer på møder i komiteén for bæredygtighed og en kvartalsvis rapport om IT- og cybersikkerhed. Endeligt modtager direktøren årligt Rapport om ATP's risikostyring udarbejdet af nøglefunktionen for risikostyringsfunktionen, der også tilgår ATP's bestyrelse.

Ledere og medarbejdere i ATP's Pensions- og Investments (pensions- og investeringsvirksomhed i ATP eksklusive datterselskaber) har adgang til overordnede og detaljerede oplysninger om ATP's risici og finansielle situation, via den interne portal, der opdateres og kontrolleres dagligt. Oplysningerne justeres og tilpasses løbende for at sikre, at oplysningerne over tid samlet set dækker alle relevante forhold.

Risici, der særligt manifesterer sig på lang sigt

ATP er eksponeret mod risici, der særligt manifesterer sig på lang sigt i forbindelse med afløbet af ATP's garanterede ydelser. Disse risici knytter sig særligt til de forudsætninger, der anvendes i opgørelsen af de garanterede ydelser. Her er forudsætningerne om levetid og diskonteringskurve centrale.

Hvis de forudsatte levetider, der indgår i opgørelsen af de garanterede ydelser, er kortere end de levetider, som ATP's medlemmer kommer til at opnå, vil bonuspotentiallet i ATP over tid opleve tab, som følge af at medlemmerne skal have

udbetalt pension i længere tid. ATP følger udviklingen i levetider tæt med henblik på at sikre, at de forudsatte levetider afspejler forventningen til medlemmernes levetider. Hermed reducerer ATP risikoen for, at der opstår en stor diskrepans mellem de forudsatte levetider, der indgår i opgørelsen af de garanterede ydelser, og medlemmernes forventede

Faktaboks C.1 Investeringsmæssige følgerisici

Modpartsrisici

Risici forbundet med finansielle modparts eventuelle misligholdelse af aftaler – blandt andet derivatmodparter, der især anvendes til rentefordækning.

Koncentrationsrisici

Risici, som følger af en uforholdsmæssig afhængighed af en bestemt form for eksponering, såsom bestemte aktivkategorier, investeringsmarkeder eller enkeltinvesteringer.

Likviditetsrisici

Risici forbundet med mangelfuld honorering af krav om betaling eller sikkerhedsstillelse.

levetider.

Vurdering af ATP's risiko- og solvenssituation

ATP's bestyrelse foretager årligt en vurdering af egen risiko- og solvenssituation (ORSA).

Figur C.7 ORSA-hjul



ATP har ikke en egenkapital og er ikke underlagt et solvenskapitalkrav. Vurdering af ATP's risiko- og solvenssituation baseres derfor på en opgørelse af den samlede risiko med en ATP-udviklet risikomodell, som beregner et samlet risi-

koforbrug med baggrund i de risici, som er forbundet med ATP's forretningsmodel. Opgørelsen suppleres med andre relevante risikoopgørelser og analyser, der har til formål at give et nuanceret og detaljeret indblik i de specifikke risici, som ATP er eksponeret imod. ATP's soliditet vurderes ved at sammenholde de opgjorte risici med de ufordelte midler, primært bonuspotentialer, som beskrevet i kapitel D. ORSA foretages med udgangspunkt i bestyrelsens ORSA-hjul, jf. figur C.7, som indeholder de komponenter, der anses som centrale for en vurdering af ATP's risiko- og solvenssituation.

ORSA-hjulet er forankret omkring komponenten "Governance og organisering", som omhandler, hvorledes ATP har organiseret og indrettet sit risikostyringssystem. Governance og organiseringen er fastlagt i funktionsbeskrivelser. Komponentens "Forretningsstrategi" omhandler bestyrelsens fastlagte strategi og de overordnede mål for ATP Livslang. De næste tre komponenter, "Risikoidentifikation", "Risikoappetit" og "Kvantificering", omhandler identifikation af de væsentligste risici, fastlæggelse af den overordnede ønskede risikoprofil og principper for opgørelsen af risici. Disse dele fastsættes gennem bestyrelsens risikopolitik. Komponentens "Risiko- og solvensvurdering" omhandler vurdering af ATP's situation på kort og lang sigt og foretages med udgangspunkt i de foregående komponenter. Risikovurderingen udgør en væsentlig del af bestyrelsens vurdering af egen risiko- og solvenssituation og foretages på grundlag af en række risikoopgørelser og -analyser. De afdækker, hvorledes forskellige stress påvirker ATP's soliditet, både på kort og længere sigt, samt hvilke risici, der knytter sig til opgørelsen af værdien af de garanterede ydelser og betydningen heraf for ATP's soliditet. Bestyrelsen tager under "Risiko- og solvensvurdering" også stilling til operationelle risici, og om måden, hvorpå ATP har indrettet sin virksomhed, understøtter et effektivt risikostyringssystem.

Bestyrelsens nedsatte risikoudvalg har særlige opgaver i relation til ORSA-hjulet. Risikoudvalget understøtter bestyrelsens ORSA-hjul og dermed opgaven med at foretage en samlet vurdering af ATP's risiko- og solvenssituation. Risikoudvalget har i den forbindelse fokus på de centrale emneområder i relation til ORSA-hjulet, der med fordel kan behandles nærmere. Som led heri forbereder udvalget bl.a. risikopolitik og investeringsmæssige rammer samt investeringsstrategi, politik for IT- og cybersikkerhed samt rapportering om henholdsvis ATP's risikostyring, vurdering af egen risiko- og solvenssituation (ORSA), informationssikkerhed og operationelle risici inden behandling i bestyrelsen.

ORSA-rapporten indeholder den samlede konklusion på arbejdet med vurdering af egen risiko- og solvenssituation (ORSA), herunder vurdering af måden, hvorpå ATP har indrettet sin virksomhed. ORSA-rapporten udarbejdes i dialog med risikoudvalget, hvor blandt andet udformningen af de risikoanalyser, som vurdering af egen risiko- og solvenssituation baseres på, er et særligt fokusområde. ORSA-rapporten behandles og godkendes efterfølgende af bestyrelsen.

C.4. INTERNT KONTROLSYSTEM

Bestyrelsen har fastlagt en politik for intern kontrol, der etablerer, strukturerer og sikrer vedligeholdelse af et effektivt og betryggende internt kontrolsystem, som beskytter ATP's aktiver, finansielle position og omdømme.

Kontrolsystemet sikrer, at der kontinuerligt og konsistent i ATP Koncernen er tilstrækkelig og systematisk intern kontrol, der understøtter en forsvarlig drift og sikrer overholdelse af gældende lovgivning, tiltrådte markedsstandarder, interne regler og risikostyringsprincipper.

Systemet fastlægger nødvendige interne regler, procedurer og kontrolforanstaltninger på alle relevante kontrolområder, hvilket bl.a. omfatter administrative procedurer, regnskabsprocedurer, intern kontrolstruktur og klare rapporteringsrutiner på tværs af organisationen. De interne kontroller udmønter sig i bl.a. skriftlige forretningsgange, krav til dokumentation, manualer, beredskabsplaner, delegation og begrænsninger i bemyndigelser, betryggende funktionsadskillelse mellem udførende og kontrollerende enheder samt standarder for kontroller.

Intern kontrol er en integreret del af ledelsesudøvelsen og risikostyringen på alle niveauer i ATP.

Direktøren er ansvarlig for at omsætte politikken gennem passende organisering med veldefinerede ansvarsområder, opgaver, beføjelser og referencelinjer samt de nødvendige ressourcer, og at der er etableret processer og systemer for adgangsstyring til fysiske faciliteter og IT-systemer. Endvidere at der er betryggende processer for observationer håndteres systematisk, iværksættelse af nødvendige korrigerende tiltag, løbende opfølgning på gennemførelse og effekt, rettidig eskalering, rapportering og afslutning.

Koncerndirektørerne og øvrige ledere i de enkelte forretningsområder og supportfunktioner har ansvaret for at organisere, definere, implementere og vedligeholde strukturer og processer til understøttelse af den daglige drift, risikostyring, kontrolaktiviteter og rapportering, så der føres tilstrækkelig og effektiv kontrol med alle væsentlige risikobehæftede aktiviteter, herunder overholdelse

af rammer fastsat af bestyrelse og direktøren, og at der initieres nødvendige afhjælpende eller risikoreducerende foranstaltninger.

Det interne kontrolsystem er organiseret i tre niveauer efter princippet med tre forsvarslinjer:

Første forsvarslinje varetages af de respektive koncerndirektører, ledere og ansatte der er udførende i den daglige drift samt ansvarlige for at foretage en effektiv kontrol af det udførte arbejde. Hvert forretningsområde eller supportfunktion drives i overensstemmelse med bemyndigelser, forretningsgange og arbejdsbeskrivelser, der er udmøntet i overensstemmelse med politikker og retningslinjer.

Anden forsvarslinje varetages af enheder med ansvar for tilsyn med og kontrol af risici. Anden forsvarslinje består af nøglefunktionerne: risikostyrings-, compliance- og aktuarfunktionen, der bl.a. overvåger, om forretningsområder og supportfunktioner overholder de generelle politikker og mandater. For hver nøglefunktion er der udpeget en nøgleperson, som kan rapportere direkte til bestyrelsen uafhængigt af direktøren og første forsvarslinje.

Tredje forsvarslinje består af nøglefunktionen intern auditfunktion og af intern revision, som foretager en uafhængig vurdering af, om det interne kontrolsystem, herunder om operative processer og de etablerede kontroller i både første og anden forsvarslinje er hensigtsmæssige, effektive og betryggende.

Compliancefunktionen

Det er compliancefunktionens overordnede ansvar at kontrollere og vurdere, om ATP har effektive metoder til at opdage og mindske compliancerisici. Compliancefunktionen fremsætter desuden forslag til ATP's compliancepolitik til brug for bestyrelsens fastlæggelse af politikken.

Den ansvarlige for compliancefunktionen refererer til Chief Financial Officer (CFO), men kan rette henvendelse direkte til bestyrelsen og kan give udtryk for betænkeligheder i de tilfælde, hvor vedkommende finder det nødvendigt. Den ansvarlige for compliancefunktionen har månedsmøder med direktøren.

Compliancefunktionen udarbejder en gang årligt en complianceplan og en opfølgende rapport, som den ansvarlige for funktionen forelægger for revisionsudvalget og bestyrelsen.

C.5. INTERN AUDITFUNKTION

ATP har etableret Intern Revision i henhold til ATP's lovgivning, herunder revisionsbekendtgørelsen. Intern Revision

ledes af en revisionschef, der refererer til bestyrelsen. Ansættelse og afskedigelse af revisionschefen kan alene foretages af bestyrelsen, der tillige fastsætter revisionschefens løn- og pensionsforhold samt budgettet for Intern Revision. Ligeledes er Intern Revision alene underlagt beføjelser fra bestyrelsen, og revisionschefen og medarbejderne i Intern Revision må ikke deltage i andet arbejde i ATP end revision. Intern Revision kan ikke pålægges begrænsninger i det arbejde, som skønnes nødvendigt for at opfylde det revisionsmæssige ansvar. Intern Revision har adgang til bestyrelsesprotokoller og andet skriftligt materiale, som skønnes relevant, og er berettiget til at kræve alle de oplysninger, som skønnes nødvendige for revisionens gennemførelse. Herved er det sikret, at Intern Revision fungerer uafhængigt af forretningen og koncernledelsen.

Revisionschefen er udpeget som ansvarlig for Intern auditfunktionen, og arbejdet som Intern auditfunktion sker indenfor rammerne af politik for intern audit i ATP Koncernen og ledelsesbekendtgørelsen for ATP. Arbejdet som Intern Revision følger af revisionsbekendtgørelse for ATP, og Intern Revisions ansvar følger af funktionsbeskrivelsen for Intern Revision. Arbejdsdelingen mellem Intern Revision og ekstern revision er fastlagt i revisionsaftalen mellem revisionschefen og ekstern revision i henhold til revisionsbekendtgørelsen. Intern Revision foretager revision af alle væsentlige og risikofyldte områder.

Bestyrelsen har i henhold til revisionsbekendtgørelsen besluttet, at revisionschefen forsyner årsregnskabet med en revisionspåtegning. Som en del af revisionsmetodikken er der udarbejdet og implementeret et kvalitetssikringssystem, som angiver principper for adfærd, relationer og udførelse af revisionsopgaver med henblik på at sikre uafhængighed og objektivitet.

Intern Revision må ikke være ansvarlig for eller udføre interne kontroller. Revisionschefen og medarbejderne i Intern Revision må ikke deltage i opgaver, som kan bevirke, at revisionschefen kommer i en situation, hvor vedkommende skal erklære sig om eller oplyse om forhold eller dokumenter, som revisionschefen eller medarbejderne i Intern Revision har udarbejdet grundlaget for.

C.6. AKTUARFUNKTION

Bestyrelsen har udpeget den ansvarshavende aktuar som ansvarlig for den lovpligtige aktuarfunktion i ATP. Den ansvarshavende aktuar er ansat af og refererer til bestyrelsen, og det er alene bestyrelsen, der kan afskedige den ansvarshavende aktuar.

Aktuarfunktionen har det overordnede ansvar for de pensionsmæssige hensættelser og skal sikre, at de underlig-

gende antagelser og metoder er passende. Dette omfatter ATP's egenudviklede levetidsmodel. Aktuarfunktionen arbejder desuden tæt sammen med risikostyringsfunktionen omkring de pensionsmæssige risici. Aktuarfunktionen forklarer alle væsentlige konsekvenser af ændringer i data, metoder eller antagelser ved beregningen af de pensionsmæssige hensættelser.

Aktuarfunktionen varetages af den ansvarlige nøgleperson samt af medarbejdere i ATP's aktuariat. Den ansvarshavende aktuar er berettiget til at indhente alle oplysninger, som denne finder nødvendige for udøvelsen af sit hverv, herunder oplysninger fra bestyrelsesprotokollen. Medarbejdere i aktuarfunktionen har den nødvendige bemyndigelse samt uhindret adgang til alle relevante oplysninger, der er nødvendige for, at funktionen kan varetage sine ansvarsområder.

Aktuarfunktionen rapporterer mindst årligt til ATP's bestyrelse om, hvorvidt opgørelsen af de pensionsmæssige hensættelser er pålidelig og tilstrækkelig. Aktuarfunktionen tilhører organisatorisk Chief Risk Officers forretningsområde, men den ansvarlige for aktuarfunktionen er forpligtet til at henvende sig direkte til bestyrelsen og give udtryk for betænkeligheder, i de tilfælde hvor vedkommende finder det nødvendigt.

Aktiviteter i aktuarfunktionen, herunder bidrag til risikostyringssystemet

Afdækning af renterisikoen på pensionsforpligtelserne samt ATP's egenudviklede levetidsmodel, SAINT, er begge væsentlige dele af ATP's risikostyringssystem. Aktuarfunktionen bidrager til den effektive gennemførelse af risikostyringssystemet gennem beregning af forventede betalingsstrømme samt nøgletal til brug for renteafdekningen. Aktuarfunktionen vurderer desuden den årlige opdatering af ATP's egenudviklede levetidsmodel.

Aktuarfunktionen arbejder gennem det etablerede Pensionsforum tæt sammen med risikostyringsfunktionen omkring de pensionsmæssige risici – herunder i forbindelse med den årlige opdatering af levetidsmodellen.

Aktuarfunktionen bidrager desuden til risikostyringsfunktionens rapportering vedrørende de pensionsmæssige risici.

Koordinering af beregning af de pensionsmæssige hensættelser

Aktuarfunktionen vurderer løbende om hensættelserne er tilstrækkelige, samt om disse er i overensstemmelse med hensættelsesgrundlaget. Herunder vurderes, om levetids-

modellen er passende, samt om metoder, modeller og antagelser er relevante.

Aktuarfunktionen vurderer desuden dekomponeringen i hensættelserne og forklarer derudfra alle væsentlige ændringer i data, metoder eller antagelser.

Aktuarfunktionen rapporterer om potentielt væsentlige risici og andre større problemer vedrørende de pensionsmæssige hensættelser til bestyrelsen, så snart aktuarfunktionen finder det nødvendigt.

C.7. OUTSOURCING

Lovgrundlaget for outsourcing skal bl.a. sikre, at ATP fortsat bærer ansvaret for outsourcete opgaver, og at Finanstilsynet fortsat kan udføre et effektivt tilsyn. Bestyrelsen har bl.a. på det grundlag fastsat en politik for outsourcing i ATP. Med ikrafttrædelsen af DORA-forordningen i januar 2025 ændres de generelle outsourcingregler på it-området, og ATP er i dialog med Finanstilsynet om nødvendige afspejlinger heraf i lovgrundlaget for ATP.

Det er bestyrelsen, der godkender outsourcing af kritiske eller vigtige operationelle funktioner og aktiviteter og de væsentligste principper herfor. Efter bestyrelsens politik for outsourcing kan outsourcing anvendes, når dette forventes at kunne skabe værdi for ATP. Outsourcing kan fx vælges, hvis der kan opnås adgang til fleksible ressourcepuljer, adgang til spids- og specialkompetencer, effektivisering eller økonomiske fordele.

Forud for beslutning om outsourcing foretages en vurdering af, hvorvidt leverandøren er i stand til på betryggende vis at løse de outsourcete opgaver i overensstemmelse med ATP's krav. Vurderingen indeholder en sikring af, at leverandøren har den evne og den kapacitet, der er nødvendig for at kunne varetage opgaven på en tilfredsstillende måde, herunder at leverandøren har eventuelle lovlige tilladelser.

Ved outsourcing af kritiske eller vigtige aktiviteter sikrer ATP desuden, at leverandørens risikostyringssystemer er tilstrækkelige til at sikre, at outsourcing ikke medfører en væsentlig forringelse af kvaliteten af ledelsessystemet eller

en unødigt forøgelse af den operationelle risiko i ATP. Endvidere skal ATP tage hensyn til de outsourcete opgaver i sin egen virksomhedsstyring. Der stilles bl.a. krav til fyldestgørende beredskabsplaner hos leverandøren og regelmæssig test af backupfunktioner.

Ved outsourcing til en dattervirksomhed sikres en betryggende løsning af de outsourcete opgaver, bl.a. via ATP's indflydelse på ledelsen og styringen af dattervirksomheden.

Aftaler med en leverandør indgås på skriftligt grundlag og fastsætter de rettigheder og forpligtelser, som ATP og leverandøren hver især har. Bestyrelsens politik stiller en række specifikke krav til indholdet af aftaler om outsourcing af kritiske eller vigtige aktiviteter, ligesom der stilles særlige krav ved outsourcing af diskretionær porteføljeforvaltning og ved outsourcing på it-området.

Der er udarbejdet retningslinjer for godkendelse af cloud-løsninger i ATP Koncernen, der skal sikre en betryggende vurdering af blandt andet GDPR-mæssige, outsourcingmæssige og andre juridiske risici samt sikkerhedsmæssige og forretningsmæssige risici ved ibrugtagning af cloud-løsninger. Der rapporteres løbende til bestyrelsen herom, herunder i relation til udviklingen vedrørende tredjelands-overførsler af persondata.

Der rapporteres mindst en gang årligt og dertil efter behov til bestyrelsen om status på outsourcete aktiviteter, herunder om varetagelsen af de outsourcete opgaver fortsat er betryggende. Bestyrelsen revurderer årligt politik for outsourcing.

ATP har etableret forretningsgange, der sikrer opfølgning på de ydelser, der leveres af outsourcing-leverandørerne på de kritiske eller vigtige aftaler. Der er aftalt specifikke servicemål for de enkelte ydelser, der modtages månedlige rapporteringer fra leverandørerne, og der afholdes regelmæssige møder med leverandørerne. Endvidere modtages revisionserklæringer, og der er aftalt adgang til at foretage egenkontrol hos leverandører.

ATP har outsourcet følgende kritiske eller vigtige aktivitetsområder til eksterne leverandører:

- Levering af it-kapacitet i form af servere og andre tekniske infrastrukturkomponenter (outsourcet til Aeven efter kontraktoverdragelse fra KMD i 2025).
- Forvaltning af investeringsrammen for direkte eller indirekte investeringer i fast ejendom samt administration og forvaltning af ATP-porteføljen og varetagelse af ATP's pligter som ejer og udlejer vedr. ATP's domicilejendomme (outsourcet til datterselskabet ATP Ejendomme A/S)
- Levering af cloud-tjenester (Azure og M365) (outsourcet til Microsoft)
- Levering af private cloud-infrastruktur til drift af SAP-løsninger (outsourcet til SAP RISE)

C.8. ANDRE OPLYSNINGER

ATP vurderer, at ledelsessystemet afspejler arten, omfanget og kompleksiteten af de risici, der er forbundet med ATP's virksomhed.

Ledelsessystemet er indrettet i overensstemmelse med ATP-loven og Finanstilsynets bekendtgørelse om ledelse og styring af ATP samt bekendtgørelse om lønpolitik og aflønning i ATP og bekendtgørelse om outsourcing for gruppe 2-forsikringsselskaber, ATP og Lønmodtagernes Dyrtidsfond. Endvidere følger ATP anbefalingerne fra Komitéen for god Selskabsledelse med de tilpasninger, som er relevante under hensyn til ATP's særlige forhold.

ATP's repræsentantskab, bestyrelse, direktør og nøglepersoner har fastlagte ansvarsområder, opgaver og beføjelser. Disse er dokumenteret i forretningsordener, kommissorier, politikker, retningslinjer og direktørinstrukser, som revurderes mindst en gang om året, samt funktionsbeskrivelser.

D. Risikoprofil

ATP har ikke en egenkapital og er ikke underlagt et solvenskapitalkrav. Vurdering af ATP's risiko- og solvenssituation baseres derfor på en opgørelse af den samlede risiko med en ATP-udviklet risikomodell, som beregner et samlet risikoforbrug med baggrund i de risici, som er forbundet med ATP's forretningsmodel. Opgørelsen suppleres med andre relevante risikoopgørelser og -analyser, der har til formål at give et nuanceret og detaljeret indblik i de specifikke risici, som ATP er eksponeret imod. ATP's soliditet vurderes ved at sammenholde de opgjorte risici med de ufordelte midler, primært bonuspotentialet. En lang række risikoopgørelser og -analyser viser at ATP kan dække sine risici. Samlet set vurderes ATP's risiko og finansielle situation at være betryggende. I det følgende beskrives ATP's risikoprofil først ud fra ATP's samlede risici og budget og herefter ud fra hver af de underliggende risikokategorier.

ATP's forretningsmodel

Siden 2022 har Livrente med markedseksposering været en del af forretningsmodellen. Dette betyder, at 20 pct. af bidraget for medlemmer med mere end 15 år til pensionsalderen investeres i en særlig markedsafkastportefølje. I 2023 blev ændret afdækningsstrategi påbegyndt. Denne tager udgangspunkt i den eksisterende rentefordækning med tilføjelse af langsigtet markedsrisiko til afdækningen i form af risikofyldte aktiver. Den ændrede afdækningsstrategi blev fuldt indfaset i 2025, hvormed tilpasninger af ATP's forretningsmodel nu betragtes som værende fuldt indfaset.

Som konsekvens af implementering af regnskabsstandarden IFRS17, er værdien af pensionsforpligtelserne fra 2023 opgjort under hensyntagen til illikviditeten heri. Derfor inkluderes et illikviditetsspænd til diskonteringskurven til brug for opgørelse af værdien af de garanterede pensioner. De midler, der dermed frigives, hensættes i en særlig buffer, Langsigtet Supplerende Hensættelse (LSH), samtidig med at der er etableret en Supplerende Afdækningsportefølje (SAP) med langsigtet risikotagning som en del af den samlede afdækning. Som en del af pensionsforpligtelserne opgør ATP også risikojustering som konsekvens af de internationale regnskabsstandarde. Risikojusteringen er udtryk for de midler, som ATP skal reservere for at påtage sig ikke-finansielle risici.

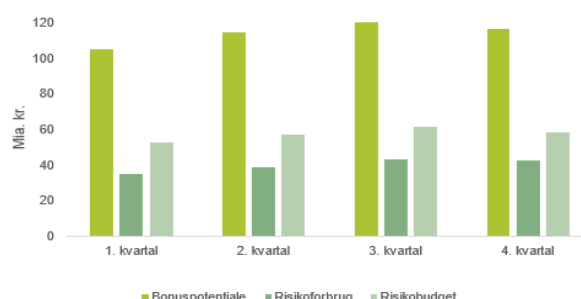
Tilføjelsen af markedsrisiko til afdækningsporteføljen via SAP introducerer en ny risiko, der kan medføre et tab,

der ultimativt skal dækkes af bonuspotentialet, i tilfælde af at LSH ikke er tilstrækkelig stor til at absorbere risikoen fra SAP. Denne risiko benævnes overførselsrisiko og medregnes i risikoforbruget, og risikoen skal dermed kunne indeholdes i det samlede risikobudget. Endelig anvender ATP et egenudviklet langsigtet risikomål "Underafdækningsrisiko" (UAR), der fokuserer på afdækningsporteføljens evne til at møde forpligtelserne på udbetalingstidspunkterne. Målet kombinerer de historiske resultater i den Supplerende Afdækningsportefølje samt forventningen om de fremtidige risikojusterede afkast til at estimere det sandsynlighedsvægtet fremtidige tab i porteføljen.

ATP's samlede risici

ATP opgør dagligt et risikoforbrug, der er ATP's kvantitative mål for samlet risiko på bonuspotentialet, som er den ulti-

Figur D.1 ATP's samlede risici i 2025 (ultimo kvartal)



mative tabsabsorberende buffer. Risikoforbruget opgøres med en ATP udviklet risikomodell, som beregner et samlet risikoforbrug med baggrund i de risici som er forbundet med ATP's forretningsmodel. Risikoforbrug udtrykker gennemsnittet af de 1 pct. værste tab i bonuspotentialet indenfor en 3-måneders horisont og er således svarende til Expected Shortfall (ES) med et sikkerhedsniveau på 99 pct. og en 3 måneders horisont. Risikoforbruget er et her-og-nu-stress uden porteføljetilpasning.

For at beskytte ATP's bonuspotential og økonomiske handlefrihed har ATP's bestyrelse fastsat et risikobudget, der er en øvre grænse for, hvor stort det samlede risikoforbrug må være. Risikobudgettet afspejler bestyrelsens overordnede risikotolerance og er fastsat til 50 pct. af bonuspotential. Dermed ændrer risikobudgettet sig dynamisk i takt

med bonuspotentialiet. Ved lave niveauer af bonuspotentialiet accepteres dog et af bestyrelsen fastlagt minimumsrisikobudget. Minimumsrisikobudgettet er for 2025 fastsat til 20 mia. kr., hvilket betyder, at bestyrelsen i udgangspunktet accepterer et risikoforbrug, som er større end 50 pct. af bonuspotentialiet, hvis bonuspotentialiet er mindre end 40 mia. kr. Minimumsrisikobudgettet afspejler, at ATP har til hensigt at fastholde en vis mængde illikvide aktiver samt en mindre mængde likvide aktiver i ugunstige markedsscenarier, hvor bonuspotentialiet er blevet reduceret væsentligt. Fastholdelse af risiko skal sikre at det på sigt er muligt at øge realværdien af de garanterede pensioner til trods for en betydelig reduktion i bonuspotentialiet og skal ses i lyset af ATP's mulighed for at agere som en langsigtet investor. Fremskrivninger af ATP's balance i ATP's interne fremskrivningsmodel, viser at sandsynligheden for at opleve et bonuspotentialie på under 40 mia. kr. i løbet af en 10-års periode er ca. 8 pct., mens sandsynligheden for at opleve et negativ bonuspotentialie tilsvarende for samme periode er ca. 0,5 pct. De samme fremskrivninger estimerer desuden, at der er ca. 63 pct. sandsynlighed for at de garanterede pensioners realværdi efter 10 år som minimum er bevaret. Det bemærkes i denne sammenhæng, at fremskrivningerne naturligvis er følsomme overfor modelantagelser og den gældende balance, herunder særligt den forventede inflation relativt til den realiserede inflation. Denne følsomhed betyder også, at de forskellige sandsynligheder vil ændre sig som følge af opdaterede modelantagelser samt ændringer i ATP's balance over tid. Fremskrivninger viser, at reducerede niveauer af bonuspotentialie og af Langsigtet Supplerende Hensættelse markant forværrer ATP's soliditet og robusthed. Hvis det antages, at niveauet for bonuspotentialie og Langsigtet Supplerende Hensættelse er henholdsvis 40 mia. kr. og 15 mia. kr., vil sandsynligheden for at opleve et negativt bonuspotentialie i løbet af en 10-års periode være ca. 11,0 pct., og der er ca. 16 pct. sandsynlighed for, at de garanterede pensioners realværdi efter 10 år som minimum er bevaret.

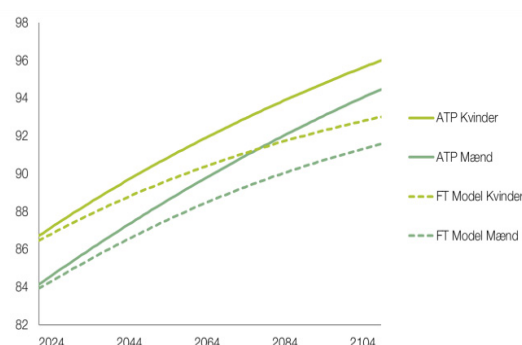
Udviklingen i risikoforbrug, risikobudget og bonuspotentialie i 2025 er vist i figur D.1. Bonuspotentialiet steg gennem året, fra 104,8 mia. kr. ultimo 2024 til 116,5 mia. kr. ultimo 2025. I 2025 førte udlodning af generel bonus til alle ATP's medlemmer til et fald i bonuspotentialiet på 11,4 mia. kr., mens levetidsopdatering omvendt førte til en stigning i bonuspotentialiet på 1,4 mia. kr. Udnyttelsen af risikobudgettet steg fra 70,7 pct. ultimo 2024 til 73,3 pct. ultimo 2025. I de følgende delafsnit beskrives ATP's risikoprofil i forhold til de underliggende risikokategorier.

D.1. PENSIONSMÆSSIGE RISICI

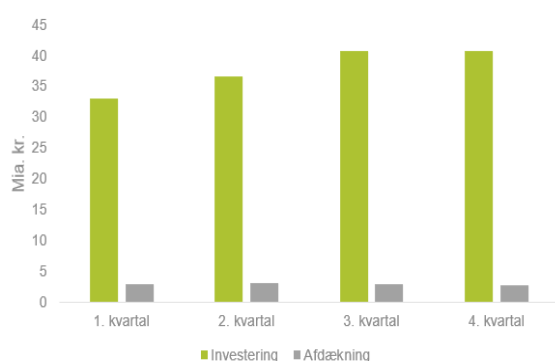
De pensionsmæssige risici er den risikokategori, der bidrager med næstmest risiko i opgørelsen af ATP's samlede risici (risikoforbrug). Pr. ultimo 2025 blev de pensionsmæssige risici opgjort til 8,4 mia. kr. ATP udbetaler en månedlig pension, lige så længe medlemmerne lever. Såfremt forventede levetider stiger mere end forudsat, reduceres bonuspo-

tentialiet, som følge af at ATP skal hensætte et større beløb til at dække pensionsforpligtelserne, da der skal udbetales pensioner i længere tid. ATP har valgt ikke at afdække sin levetidsrisiko og bonuspotentialiet skal derfor dække tab ved øgede forventede levetider. ATP følger udviklingen i levetider tæt med udgangspunkt i en egenudviklet levetidsmodel. ATP har de seneste 10 år hensat 12,8 mia. kr. til længere forventet levetid. Disse hensættelser har reduceret ATP's bonuspotentialie, men har i modsætning til eksempelvis investeringsmæssige tab ikke reduceret medlemmernes samlede formue. De yderligere hensættelser som følge af længere levetid er derimod et udtryk for, at ATP's medlemmer i forventning lever længere, og derfor forventes at få en større samlet pensionsudbetaling.

Figur D.2 Fremskrevne levetider



Andre danske pensionsselskaber anvender en model baseret på levetidsforudsætninger udviklet af Finanstilsynet til brug for forsikrede i liv- og pensionsselskaberne. Figur D.2. viser forventede levetider for 67-årige mænd og kvinder ved brug af henholdsvis ATP's og Finanstilsynets model for levetidsforudsætninger, hvor sidstnævnte er tilpasset de observerede levetider i ATP. Det ses, at ATP's levetidsmodel på lang sigt forventer større levetidsforbedringer end Finanstilsynets model. Finanstilsynets levetidsforudsætninger udgør et benchmark for den nuværende observerede levetid, der er baseret på oplysninger fra en række danske livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser med tilsammen 3,6 mio. kunder, samt et benchmark for levetidsforbedringer, der er baseret på befolkningsdata fra hele Danmark. ATP's model er dels baseret på data fra ATP's 5,8 mio. medlemmer, dels på oplysninger vedrørende ca. 350 mio. indbyggere i 18 OECD-lande. Det er således forskellige data, der anvendes ved modellering af levetidsforudsætningerne, ligesom selve modellerne er forskellige. Modellen udviklet i ATP bygger på en antagelse om, at levetidsudviklingen i Danmark følger samme mønster som de 18 udvalgte OECD-lande, samt at det efterslæb, som Danmark har i forhold de udvalgte lande, bliver indhentet over tid. Data over de seneste 50 år viser, at landene overordnet set har gennemgået den samme levetidsudvikling, men at det er forskelligt fra land til land, hvornår og hvor hurtigt levetidsforbedringerne sker. ATP inddrager de internationale data for at give en stabil prognose for de fremtidige forbedringer i levetiden.

Figur D.3 Markedsrisici (ultimo kvartal)

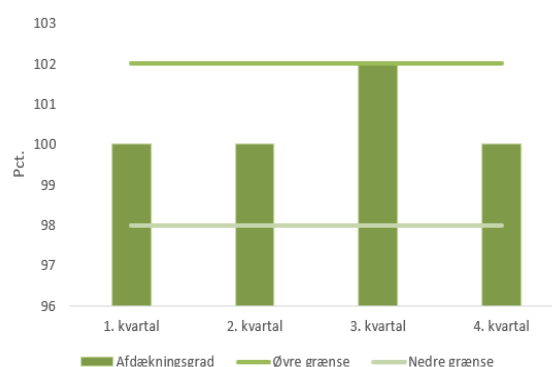
D.2. MARKEDSRISICI

Markedsrisici afspejler risici forbundet med markedsværdiændringer af aktiver eller passiver som følge af ændringer på kapitalmarkederne. Markedsrisici styres ud fra risikomodeller med tæt risikoovervågning og detaljerede risikomæssige rammer. Markedsrisici er den kategori, der bidrager med mest risiko i opgørelsen af ATP's samlede risici (risikoforbrug). Pr. ultimo 2025 blev markedsrisici i den ATP udviklede risikomodell opgjort til 41,8 mia. kr. efter skat, hvilket udtrykker gennemsnittet af de 1 pct. værste tab i bonuspotentialen indenfor en 3-måneders horisont.

Markedsrisici knyttet til renteafdækningsporteføljen og de garanterede ydelser

Markedsrisiciene i renteafdækningsporteføljen og de garanterede ydelser udgøres primært af renterisici. Renteafdækningsporteføljen har stort set samme høje rentefølsomhed som de garanterede ydelser opgjort uden spænd. En generel renteændring har stor betydning for størrelsen af ATP's balance, mens bonuspotentialen næsten vil være upåvirket, idet markedsværdiændringerne i renteafdækningsporteføljen og værdien af de garanterede ydelser stort set vil udligne hinanden. Markedsrisici knyttet til renteafdækning er derfor begrænset, jf. figur D.3, der viser markedsrisici opgjort ved Expected Shortfall (ES), som udtrykker gennemsnittet af de 1 pct. værste tab indenfor en 3-måneders horisont. Afdækningsgraden³, der angiver renteafdækningsporteføljens evne til at afdække de garanterede ydelsers rentefølsomhed, er opgjort til 99,9 pct. pr.

³ Afdækningsgraden opgøres som efter-skat kronevarigheden på renteafdækningsporteføljen i forhold til kronevarigheden på de garanterede ydelser opgjort uden spænd.

Figur D.4 Afdækningsgrad (ultimo kvartal)

ultimo 2025. Som det fremgår af figur D.4, var afdækningsgraden i hovedparten af året tæt på 100 pct. Tariffen for det kommende år, dvs. den pensionsret der opnås for ATP-bidraget, fastsættes primo oktober hver år og afdækkes umiddelbart herefter, hvilket gav et udsving i afdækningsgraden. Rentefølsomheden på de garanterede ydelser udgøres udelukkende af renter på danske og tyske statsobligationer samt renteswaps i danske kroner og euro. Det indebærer, at renteafdækningsporteføljen – for at kunne afspejle denne rentefølsomhed – skal indeholde betydelig eksponering mod danske og tyske statsobligationer samt renteswaps i danske kroner og euro. Ultimo 2025 var markedsværdien af obligationer i renteafdækningsporteføljen knap 134 mia. kr. Danske og tyske statsobligationer udgjorde en stor andel af denne beholdning, og ATP har derfor en betydelig eksponering mod den danske og tyske stat. For så vidt angår renteswaps har ATP indgået handler med flere forskellige finansielle modparter for at sikre en vis spredning af modpartseksponeringen. Se afsnit D.3 for flere oplysninger om ATP's modpartsrisici.

Markedsrisici knyttet til den supplerende afdækningsportefølje og markedsafkastporteføljen

Den langsigtede markedsrisiko tilføjet via den supplerende afdækningsportefølje (SAP) i Afdækning, har sin egen dedikerede tabsabsorberende buffer i form af Langsigtet Supplerende Hensættelse (LSH). Så længe LSH er tilstrækkelig stor til at kunne dække markedsrisikoen i SAP, vil den tilføjede risiko ikke påvirke risikoforbruget. Ved større tab i SAP, vil LSH's tabsabsorberende kapacitet være opbrugt, hvormed yderligere tab i SAP vil kunne påvirke bonuspotentialen, da bonuspotentialen i givet fald vil skulle overføre

midler til LSH. Denne risiko benævnes overførselsrisiko og medregnes i risikoforbruget. Det bidrag der går til Livrente med markedseksponering investeres i markedsafkastporteføljen i Afdækning. Denne portefølje investeres i aktiver som over tid forventes at give et højere afkast end renteafdækningsporteføljen og dermed forventes at bidrage til højere pensioner. Risikoen i markedsafkastporteføljen tilpasses til hensættelserne for livrente med markedseksponering og påvirker dermed ikke bonuspotentialet.

Markedsrisici knyttet til Investeringsporteføljen

ATP's markedsrisici i relation til bonuspotentialet udgøres hovedsageligt af markedsrisici knyttet til Investeringsporteføljen. Målsætning for Investeringsporteføljen er at skabe et afkast, der giver mulighed for dels at dække udgifter til længere levetid og dels løbende at øge muligheden for at forhøje de garanterede pensioner.

For at få en robust Investeringsportefølje med et højt forventet afkast styres Investeringsporteføljen ud fra en strategi om risikospredning. ATP deler risikoen på hver enkelt investering op i fire risikofaktorer, der kan sammensættes i et passende forhold for at opnå en portefølje med den ønskede risikoprofil. De fire grundlæggende risikofaktorer er: Aktiefaktor, Rentefaktor, Inflationsfaktor og Andre faktorer. For hver enkelt investering kan risikoen henregnes til de fire forskellige faktorer, alt efter hvilke typer risici, den pågældende investering er eksponeret imod.

Tabel D.1 Markedsrisiko i Investeringsporteføljen ultimo 2025

	Expected Shortfall i mio. kr.	Risikofordeling i pct.
Aktiefaktor	37.852	48
Rentefaktor	24.573	31
Inflationsfaktor	10.777	14
Andre faktorer	5.350	7

Tabel D.1 viser risikoen Expected Shortfall i investeringsporteføljen for hver af de fire risikofaktorer samt risikofordelingen opgjort som den enkelte faktors andel af summen af risikoen for de fire faktorer ultimo 2025 er vist i tabel D.1 for ATP's Investeringsportefølje⁴. For at sikre en passende risikospredning har ATP's bestyrelse fastsat pejlemærker samt nedre og øvre rammer for de enkelte faktors andel af risikoen i henholdsvis den likvide og den illikvide portefølje.

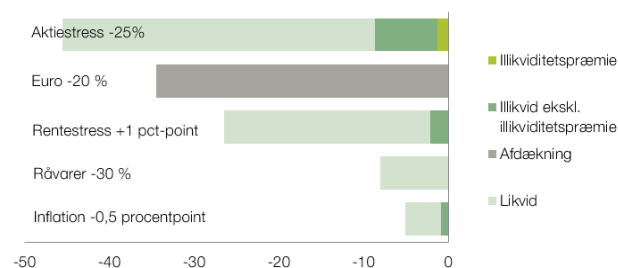
Enkeltvis stress

ATP belyser endvidere markedsrisici knyttet til Investering og Afdækning ved at foretage enkeltvis stress for en række markedsrisikofaktorer. Stressberegningerne er baseret på ATP's risikomodellering. Et udvalg af de enkeltvis stress er illustreret i figur D.5, som viser ATP's tab i bonuspotentialet som følge af de enkeltvis stress, angivet som den umiddelbare effekt af at lade stresset indtræffe på én dag uden

⁴ Investeringsporteføljen, markedsafkastporteføljen og den Supplerende afdækningsportefølje har, via deres individuelle allokering til de underliggende porteføljer, forskellige faktorallokeringer.

nogen form for risikotilpasning. Figuren viser, at ATP har det største tab i det enkeltstående aktiestress med et fald i aktiefaktoren på 25 pct., hvor tabet på bonuspotentialet er ca. 45 mia. kr.

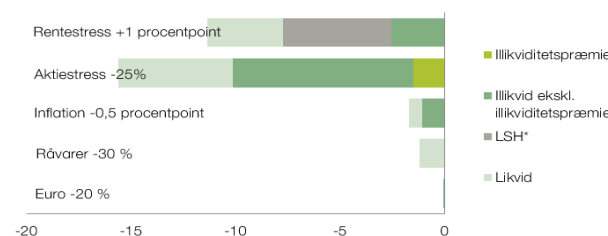
Figur D.5 Markedsstress på bonuspotentialet (mia. kr.)



Aktiestresset afspejler både tabet på aktiebeholdningen og på de øvrige investeringer, herunder kreditinvesteringer, ejendomme og infrastruktur, som har eksponering mod aktiefaktoren i ATP's risikomodellering. Ifølge de enkeltvis stress vil tabet på bonuspotentialet isoleret set være 26 mia. kr. ved et rentestress på +1 procentpoint. Figuren viser derudover, at hvis fastkurspolitikken brydes, og euroens værdi overfor kronen falder med 20 pct., vil bonuspotentialet opleve et tab på 34 mia. kr., som følge af at ATP's euro-denominerede aktiver falder i værdi. Valutakursbevægelsen på 20 pct. svarer til faldet i kursen på euro i forhold til schweizerfranc, der indtraf i begyndelsen af 2015, da den schweiziske centralbank fjernede valutans binding til euro. Valutarisiko overfor euro anses for en væsentlig risiko, der dog accepteres, på baggrund af at ATP vurderer, at sandsynligheden for at fastkurspolitikken opgives er meget lav. Dette stress anses derfor som en yderst sjælden hændelse. De øvrige markedsstress i figur D.5 fører til væsentligt lavere tab.

Figur D.6 viser ændringen i LSH i de enkeltvis stress for markedsrisikofaktorerne.

Figur D.6 Markedsstress på LSH (mia. kr.)



Ændringer i LSH i stressscenariene kan skyldes tab i den Supplerende afdækningsportefølje eller ændringer i LSH*.

Tabel D.2 Modpartseksponering knyttet til ATP's 10 største modparter (mio. kr.)

	Rating	Total eksponering
Modpart 1	AA-	15.039
Modpart 2	A+	5.299
Modpart 3	AA-	4.700
Modpart 4	A+	3.516
Modpart 5	A+	2.822
Modpart 6	A+	2.698
Modpart 7	A+	2.322
Modpart 8	A--	1.858
Modpart 9	A--	1.829
Modpart 10	A+	1.829

LSH* er forskellen mellem de garanterede ydelser opgjort uden spænd og de garanterede ydelser opgjort med spænd og LSH* er følsom over for renteændringer. Det i ATP anvendte illikviditetsspænd stresses ikke i stressscenariene, da dette ikke vurderes at blive påvirket af et forbigående markedsstress. Rentestigninger får LSH* til at falde og omvendt ved rentefald og har direkte effekt på LSH. Den største ændring i LSH er i rentestressscenariet, da rentestigningen på 1 procentpoint vil reducere LSH* markant. LSH er tilstrækkelig til at absorbere alle stress og derfor påvirkes bonuspotentiallet ikke, da der ikke vil ske overførsel fra bonuspotentiallet til LSH.

D.3. MODPARTSRISICI

Modpartsrisici er risici forbundet med en eventuel misligholdelse hos en finansiell modpart i aftaler om derivater, repo- og reverseforretninger samt bankindeståender.

Brugen af derivater, specielt til rentefafdækningen, udgør en særskilt risiko for ATP. Ændringer i værdien af instrumenterne medfører, at ATP eller ATP's modparter får en forpligtelse eller et tilgodehavende. ATP kan derfor lide et tab, hvis en modpart – fx som følge af en konkurs – misligholder en indgået aftale. For at begrænse modpartsrisikoen kræver både ATP og ATP's modparter, at der stilles sikkerhed for tilgodehavender hos hinanden. Der er typisk stillet sikkerhed, så markedsværdien af sikkerheden overstiger markedsværdien af den tilhørende kontrakt med en vis margin. Ligeledes kan ATP opleve et tab som følge af en af de anvendte CCP'er i forbindelse med centralt cleared derivater går konkurs. I begge tilfælde vil størrelsen af et sådant tab afhænge af risikoeksponeringen samt af markedsbevægelserne i perioden.

Tabel D.2 angiver den opgjorte modpartseksponering på ATP's 10 største modparter. Rating angiver den laveste rating af modparten hos kreditvurderingsbureauerne Moody's og Standard & Poor's på den legale enhed, som eksponeringen vedrører. Hvis der er flere legale enheder under den samme koncern, anvendes den laveste observerede rating. Hvis ikke den legale enhed har en rating, anvendes den laveste observerede rating på garantistiller. Som det ses i tabel D.2, er ATP's største eksponering mod en modpart på 15,0 mia. kr. Dette er en stigning i forhold til 2024, hvor ATP's største eksponering mod en modpart var på 5,0 mia. kr. Stigningen skyldes primært, at der er foretaget en metodeændring, der betyder at ATP i opgørelsen for 2025 medregner daglig sikkerhedsstillelse (Initial Margin) i forhold til børshandlede derivater i opgørelsen af modpartseksponering. Modpartseksponering af denne størrelse kan potentielt medføre et betydeligt tab, der i et vist omfang vil kunne påvirke ATP's soliditet. Oftest vil det ved misligholdelse af aftaler eller konkurs være muligt at få delvis tilbagebetaling fra boet. Eksponeringsopgørelsen tager ikke hensyn til denne "recovery rate", ligesom sandsynligheden for den enkelte modparts misligholdelse ikke indgår. Modpartsrisici bidrager kun i begrænset omfang til den samlede risiko (risikoforbrug), da modpartseksponering i denne opgørelse indgår med sandsynlighedsvægtning. I ATP's egenudviklede risikomodell blev modpartsrisici pr. ultimo 2025 opgjort til 0,7 mia. kr. efter skat.

D.4. LIKVIDITETSRISICI

Likviditetsrisici er risici forbundet med eventuel mangelfuld honorering af krav om betaling eller sikkerhedsstillelse. ATP's model til styring af likviditetsrisici giver et granuleret estimat af de betalingsstrømme, som ATP vil blive mødt af i stressede markeder. Samtidig giver modellen et billede af

likviditetsfremskaffelsen i kontanter fra salg af aktiver og likviditetsfremskaffelsen fra obligationer, hvis disse bruges som sikkerhed eller hvis obligationer "veksles" til likviditet vha. repomarkedet, hvor obligationer lånes ud til gengæld for likviditet. I modellen tages der højde for forskelle i aktivernes likviditetsværdi. Det vil sige, hvor hurtigt og hvor meget likviditet der kan tilvejebringes relativt til aktivernes markedsværdi.

I likviditetsbehovet indregnes både det forventede træk på likviditeten knyttet til fortsættelsen af ATP's virksomhed (fx pensionsudbetalinger) samt et ekstraordinært træk på likviditet som følge af ugunstige forhold (fx markedsstress). Likviditetsbehovet er estimeret på baggrund af, at en række meget ugunstige markedsforhold udspiller sig samtidigt, hvorfor likviditetsbehovet er estimeret konservativt.

Modellen skal sikre, at ATP til enhver tid er i stand til at overholde sine kontraktuelle forpligtelser enten ved at tilvejebringe likviditet eller stille sikkerhed. Dette skal gøres ved at sikre, at likviditetsfremskaffelse og likviditetsbehov både på kort sigt (10 dage) og længere sigt (66 dage) er passende i forhold til hinanden.

Tabel D.3 angiver ATP's samlede likviditetsfremskaffelse og -behov i kontanter over 10 hverdage, mens det for horisonten på 66 hverdage er ATP's samlede likviditetsfremskaffelse og -behov. Dette afspejler, at likviditetsstyringen har særligt fokus på at kunne fremskaffe likviditet i kontanter tilstrækkeligt hurtigt på kort sigt, mens fokus over længere perioder i højere grad er at sikre tilstrækkeligt med likviditet til at kunne modstå et vedvarende markedsstress.

Tabel D.3 Likviditetsrisici ultimo 2025 (mia. kr.)

	10 dage	66 dage
Samlet likviditetsfremskaffelse	100	284
Samlet likviditetsbehov	14	87

D.5. OPERATIONELLE RISICI

Operationelle risici udspringer af alle aktiviteter i ATP. Ved operationelle risici forstås risici som følge af uhensigtsmæssige eller mangelfulde interne procedurer, menneskelige og systemmæssige fejl eller som følge af eksterne begivenheder, herunder juridiske risici. De operationelle risici dækker over mulige økonomiske, omdømmemæssige, persondatamæssige eller compliancemæssige tab/gevinster. De operationelle risici manifesterer sig oftest som økonomiske tab, og indgår som en del af opgørelsen af risikoforbrug i den ATP-udviklede model. De operationelle risici blev opgjort til 1,9 mia. kr. pr. ultimo 2025 i ATP's model og

bidrager således kun i begrænset omfang til den samlede risiko (risikoforbrug).

Bestyrelsen har i Risikopolitik for ATP fastsat den ønskede risikoprofil for operationelle risici. Bestyrelsen accepterer at operationelle risici ikke kan undgås helt, men at de ønskes begrænset under hensyntagen til en afvejning mellem konsekvens og sandsynlighed på den ene side og omkostningerne på den anden side. Bestyrelsen har fastsat, at compliance-risici så vidt mulig skal undgås. Ved vurdering af risici relateret til behandling af persondata skal vurderingen også omfatte konsekvensen fra den registrerede persons perspektiv.

Håndtering af operationelle risici i ATP er blandt andet baseret på risikovurderinger, der har til formål at identificere, måle, overvåge, styre og rapportere de operationelle risici, som ATP er eksponeret mod.

Operationelle risici identificeres både på baggrund af registrerede operationelle hændelser samt ud fra analyser af relevante processer. For de identificerede operationelle risici vurderes behovet for tiltag der nedbringer sandsynligheden for hændelser og/eller af konsekvenserne af disse.

Operationelle hændelser opsamles systematisk og kategoriseres i forhold til emne og væsentlighed, på baggrund af de økonomiske, omdømmemæssige, persondatamæssige eller compliancemæssige påvirkninger for dernæst at indgå i en samlet opgørelse. Formålet med registreringen er at skabe et samlet overblik over de hændelser, som ATP påvirkes af, håndtere eventuelle gaps i kontrolmiljøet og lære af hændelser med henblik på bedre proaktiv risikostyring.

Operationelle risici måles på ATP's risikoskalaer for hhv. sandsynlighed og konsekvens. De operationelle risici holdes op imod den fastsatte risikovillighed. Er risikoen udenfor risikovilligheden, skal der planlægges tiltag, der bringer risikoen indenfor risikovilligheden, eller risikoen accepteres efter de fastsatte regler herfor.

ATP har identificeret de risici knyttet til forvaltningen af ATP Livslang Pension, der vurderes at have de største konsekvenser. Disse relaterer sig for 2025 blandt andet til: IT- og cybersikkerhedsrisici, model-, compliance-, proces-, persondata- og omdømmerisiko samt og juridiske risici.

På baggrund af risikovurderingerne og de operationelle hændelser sker der rapportering til koncernledelsen og bestyrelsen om ATP's aktuelle risikobillede. Formålet med rapporteringen er at sikre, at der er et passende overblik og en effektiv håndtering af de væsentligste operationelle

risici i ATP. I tilfælde af væsentlige operationelle hændelser modtager bestyrelsen information om dette på førstkomende bestyrelsesmøde.

IT- og cybersikkerhed i ATP

Risikoen vedrører den mulige kompromittering af fortrolighed, integritet, tilgængelighed og autenticitet af information. Der foretages løbende en vurdering af efterlevelsen af Politik for IT- og cybersikkerhed.

D.6. ANDRE VÆSENTLIGE RISICI

ATP har ingen andre væsentlige risici.

D.7. ANDRE OPLYSNINGER

ATP skal investere aktiverne efter prudent person-princippet, hvilket betyder, at ATP skal investere aktiverne, så medlemmernes interesser varetages bedst muligt. ATP opfylder dette ved at udforme investeringsstrategien og den tilhørende risikostyring ud fra de pensioner, som medlemmerne er stillet i udsigt. Det indebærer blandt andet, at ATP's samlede investeringer er opdelt i to selvstændige områder benævnt Afdækning og Investering, jf. kapitel B. Virksomhed og resultater.

I forhold til risikospredningen på de fire grundlæggende risikofaktorer i investeringsporteføljen, jf. afsnit D.2 ovenfor, illustrerer Figur D.7 sammenhængen mellem de fire grundlæggende risikofaktorer og en række traditionelle aktiver.

Den ønskede risikoeksponering mod de fire faktorer implementeres gennem handel indenfor det investeringsunivers, der er godkendt af ATP's bestyrelse. Det betyder, at der er en vis fleksibilitet i forhold til at opnå den ønskede risikoeksponering, idet investeringsuniverset spænder over en række likvide og illikvide aktiver.

ATP's bestyrelse har fastsat rammer baseret på Expected Shortfall (ES), der udtrykker gennemsnittet af de 1 pct. værste tab indenfor en 3-måneders horisont, for eksponeringen mod de fire grundlæggende faktorer. I tillæg til disse rammer er der fastsat rammer, der sikrer spredning af risici på blandt andet udstedere og regioner. Der er endvidere specifikke rammer for brugen af afledte finansielle instrumenter og illikvide aktiver.

ATP's samlede investeringer er altså tilrettelagt ud fra arten af forpligtelserne og med rammer, der skal sikre, at investeringsstrategien er og forbliver hensigtsmæssig samt robust overfor udsving i de finansielle markeder.

Prudent person-princippet indebærer desuden, at der alene investeres i aktiver og instrumenter, hvis risici kan identificeres, måles, overvåges, forvaltes, kontrolleres og rapporteres om. I overensstemmelse med dette har ATP's besty-

relse fastlagt, hvilke typer af aktiver og instrumenter, ATP kan investere i, samt at der først investeres, når det operationelle og risikostyringsmæssige grundlag er betryggende.

ATP har investeringsprocesser og efterfølgende asset managementprocesser, der lever op hertil. Det betyder blandt andet, at ATP kan håndtere aktiverne og instrumenterne, og at de indgår i den løbende opgørelse og overvågning af risici samt i den løbende og periodevise rapportering til bestyrelsen og ledelsen i øvrigt.

Størstedelen af ATP's handel er i traditionelle likvide aktiver, hvor de tilknyttede risici er velkendte og gennemanalyserede. Ved handel i disse aktiver og instrumenter kan ATP derfor i høj grad anvende en automatiseret proces for de tilknyttede risici, dvs. i identifikationen, målingen, overvågningen, forvaltningen, kontrolleringen og rapporteringen.

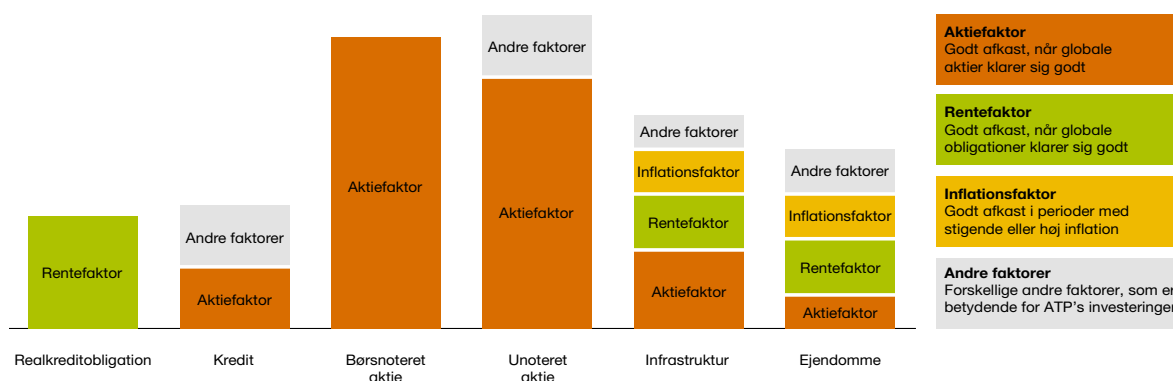
Ved handel i illikvide aktiver, såsom unoterede aktier, infrastruktur og ejendomme, foretages der altid en konkret vurdering af de enkelte aktiver og de iboende risici. Det er nødvendigt, idet illikvide aktiver ofte er kendetegnet ved omfattende kontraktdokumentation og kompleks investeringsstruktur, der forud for en investering skal gennemgås og vurderes. Behovet for en grundig vurdering forstærkes desuden af de illikvide aktivers ofte lange investeringshorisont, der følger af, at det kan være vanskeligt at afhænde de illikvide aktiver igen – særligt hvis det skal ske hurtigt.

Vurderingen af de illikvide aktiver omfatter en grundig 'due diligence', der bl.a. har til formål at identificere aktivernes iboende risici for at kunne håndtere risiciene, og hvis muligt at få dem nedbragt. Faktaboks D.1 beskriver de typiske risici, som er særegne ved illikvide aktiver.

Der foretages dagligt en opgørelse af markedsrisiciene knyttet til de illikvide aktiver i lighed med ATP's øvrige aktiver og passiver. De illikvide aktiver indgår således også i bestyrelsens rammer baseret på opgørelse af markedsrisici. Herudover har bestyrelsen fastsat rammer for illikvide aktiver baseret på markedsværdi og risiko.

Ved investering i et nyt illikvidt aktiv foretages der en konkret vurdering af, hvorledes det pågældende aktiv under hensyntagen til fastlagte principper skal repræsenteres i ATP's risikomodeller, så de iboende risici bedst muligt kan blive kvantificeret. Risici knyttet til illikvide aktiver kvantificeres typisk højere end tilsvarende likvide aktiver, på trods af at de illikvide aktiver normalt har en mere stabil værdiudvikling. Dette er for at tage højde for, at illikvide aktiver kan være sværere at afhænde og derfor kan falde mere i værdi under meget ustabile markedsforhold.

Figur D.7 Sammenhæng mellem udvalgte traditionelle aktiver og de fire risikofaktorer



Faktaboks D.1 Illikvide aktivers særegne risici

Juridiske og regulatoriske risici

De illikvide aktiver er typisk kendetegnet ved omfattende kontraktdokumentation, hvor vilkårene fastlægges under en forhandling og dermed afhænger af parternes forhandlingsposition. Aktiverne kan også være præget af en kompleks investeringsstruktur og investeringsparter fra flere lande. Der er risiko for, at der kan opstå situationer eller hændelser, som ikke er reguleret af kontrakterne, eller at der kan forekomme ændringer i lovgivning, herunder skattelovgivningen, som ændrer forudsætningerne for investeringen.

Risici knyttet til værdiansættelse

Idet de illikvide aktiver ikke handles på likvide og transparente markeder, er det ikke uden videre muligt at aflæse en værdi for aktivet i markedet. Aktivernes værdi fastsættes derfor i stedet på baggrund af særskilte finansielle modeller og parametre, der afspejler de konkrete investeringer. Værdiansættelsen er derfor behæftet med risici, idet aktivernes markedsværdi som udgangspunkt ikke kan verificeres, før et eventuelt salg gennemføres.

Illikviditetsrisici

Investering i illikvide aktiver medfører en illikviditetsrisiko, da de som udgangspunkt ikke kan omsættes til likviditet over en kortere tidshorisont. Det begrænser bl.a. mulighederne for at reagere, hvis investeringerne udvikler sig negativt. Efter omstændighederne stiller illikvide investeringer endvidere krav til en effektiv likviditetsstyring, idet visse typer af illikvide investeringer omfatter afgivelse af investeringstilsagn, hvor det investerede beløb skal indbetales løbende, efterhånden som der opstår behov for det. ATP har udviklet en likviditetsmodel, der skal sikre, at der er tilstrækkelig likviditet til at imødekomme dette. Investeringernes illikvide natur medfører en særlig risiko i forhold til ATP's porteføljesammensætning. Hvis ATP kommer i en situation, hvor investeringsrisikoen skal nedbringes markant, kan det føre til, at ATP stort set kun står tilbage med de illikvide aktiver. Derfor er det således vigtigt at sikre, at de samlede illikvide aktiver er veldiversificerede. ATP har dels bestyrelsesfastsatte rammer for illikvide investeringer og fordeling på typer af illikvide aktiver, dels en særlig overvågning af økonomiske, geografiske, strukturelle og varighedsmæssige porteføljeparametre, som illustreret i figur D.8.

Forvalterrisici

Visse investeringer foretages gennem datterselskaber og fonde. En risiko ved fondsinvesteringer knytter sig til den begrænsede gennemsigtighed til detailoplysninger om den underliggende portefølje. Det er derfor vigtigt at sikre, at der er et tilstrækkeligt interessefællesskab mellem forvalteren og ATP. Det er forvalteren, som udvælger investeringerne og styrer disse. Udfordringen er, at forvalteren i visse tilfælde kan have andre interesser end ATP, eksempelvis at holde fast i investeringer længere end nødvendigt for at optjene honorar i længere tid. ATP har en grænse for investeringer i fonde. Koncentrationer mod samarbejdspartnere (forvaltere) indebærer visse operationelle risici, herunder nøglepersonafhængighed, muligheden for operationelt at håndtere en nødlidende investeringsforvalter samt fejl i dataleverancer eller anden opgaveløsning hos forvalteren. ATP søger at minimere disse risici, men accepterer en koncentration mod udvalgte forvaltere, i det omfang der kan opnås fordele ved at indgå i et strategisk samarbejde med sådanne forvaltere. ATP har over de senere år øget de direkte investeringer i illikvide aktiver for at opnå bedre styringsmuligheder i forhold til den enkelte investering og investeringens risici. Der foretages dog fortsat indirekte investeringer.

Aktivspecifikke risici Illikvide aktiver er eksponeret mod specifikke risici, der har betydning for værdiudviklingen. Forud for en investering identificeres og vurderes disse risici og der udføres følsomhedsanalyser for at vurdere, hvor stor påvirkning bestemte risikoscenarier har på værdien af aktivet og aktiverne vurderes i forhold til ATP's retningslinjer. Vigtigheden af vurderingen forstærkes af de illikvide aktivers lange investeringshorisont, idet de illikvide aktiver kan være vanskelige at afhænde indenfor kort tid, hvis der senere opstår et misforhold mellem investeringen og ATP's afkastkrav eller retningslinjer. De aktivspecifikke risici kan også udvikle sig eller opstå efter investeringstidspunktet. De enkelte investeringsteams, der foretager investeringer i illikvide aktiver, har en dokumenteret proces for løbende asset management, der har til formål at identificere nye eller ændrede risici og fastlægge en plan for håndtering heraf. Håndtering af risici i forbindelse med enkeltinvesteringer kan være ressource- og kompetencekrævende, hvilket kan give anledning til at investere i visse typer af aktiver eller visse geografiske områder via en forvalter eller sammen med en stærk investeringspartner.

Figur D.8

