

Fortsat behov for en bedre og simplere ATP-pension

Japhetson, Lester, Kryger og Svenstrup (2025) skriver, at vores (Hebsgaard, Ramlau-Hansen og Rangvid, 2025) forslag til et nyt ATP-produkt ikke kan forventes at give en højere ATP-pension end det nuværende ATP-produkt. I denne replik gennemgår vi de kritikpunkter, som forfatterne fra ATP præsenterer. Vi finder ikke, at der er fagligt belæg for at drage de konklusioner, som de gør. Vi konkluderer også, at der ikke er grund til at fravige vores tidligere konklusion om, at "vores forslag vil give en pension, der konservativt estimeret er ca. 15% større end den gældende ATP-pension. Med mere realistiske antagelser vil det nye forslag føre til en pension, der er 20-30% større end den gældende ATP-pension."

AF FORFATTERE



Mads Hebsgaard

Cand.merc.mat. og PhD studerende
Institut for Finansiering, CBS
E-mail: mahe.fi@cbs.dk

Mads Hebsgaard er cand.merc.mat. og PhD studerende, Institut for Finansiering, CBS



Henrik Ramlau-Hansen

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

Henrik Ramlau-Hansen, dr.scient., er lektor, Institut for Finansiering, CBS, og tidl. adm. dir. i Danica Pension



Jesper Rangvid

Professor, Copenhagen Business School, CBS
E-mail: jr.fi@cbs.dk

Jesper Rangvid er professor, Institut for Finansiering, CBS

I Hebsgaard, Ramlau-Hansen og Rangvid (2025) præsenterede vi et forslag til et nyt ATP-produkt. Grundlæggende set er det et livscyklus-produkt med høj investeringsrisiko indtil 15 år før pensionering, nedskalering af risiko gennem de 15 år indtil udbetalingsfasen og en nominel garanti for de udbetalte pensioner. Vi antager samtidig, at 10% af opsparingen tjener som egenkapital. Vi viste, at dette produkt kan forventes at give mellem 15%-30% højere pensioner end det nuværende ATP-produkt. At vores forslag giver højere forventede pensioner er ikke overraskende, da vores produkt har højere risiko, og dermed højere forventet afkast, i opsparingsfasen end det nuværende ATP-produkt.

På trods af det intuitive i denne konklusion mener Japhetson, Lester, Kryger og Svenstrup (2025) – fremover JLKS (2025) – ikke, at den er korrekt. Faktisk argumenterer JLKS (2025) for, at det nuværende ATP-produkt kan levere lige så høj pension, som vores foreslåede nye produkt. Årsagen er, at JLKS (2025) mener, at vi skulle have begået "afgørende fejl" i vores antagelser, og at der er "mangler" i vores analyse.

Vi mener ikke, at vi har lavet "afgørende fejl". Vi viser i denne replik, at de af JLKS (2025) fremhævede punkter ikke giver belæg for deres konklusion. Vi gennemgår først de fremhævede

punkter, og beskriver hvorfor konklusionerne herom ikke er så klare, som ATP-forfatterne søger at fremstille dem.

I replikkens anden del præsenterer vi nye beregninger. Vi viser, at selv hvis man indregner JLKS (2025) foreslåede justeringer – som vi i en del tilfælde ikke er enige i – ender vores forslag til et nyt ATP-produkt ud med en ca. 15% højere pension end det nuværende ATP-produkt.

Vi noterer også her en afgørende mangel i JLKS (2025): Forfatterne diskuterer slet ikke ATP's solvens i deres analyse. Dette undrer vi os over, da dette er helt centralt. Et hovedpunkt i JLKS (2025) kritik af vores analyse er, at de mener, at vi underdriver, hvor meget risiko ATP tager i det nuværende ATP-produkt. Det er klart, at regner man på en højere risiko, ja så får man et højere forventet afkast. Men så må man også beskrive den højere risiko, og det undlader JLKS (2025).

Det har lige siden 2019, hvor vi første gang fremførte vores ATP-kritik, været et af vores centrale ankepunkter, at ATP tager for stor og "uhensigtsmæssig" risiko. Med "uhensigtsmæssig" risiko mener vi risiko, hvor det forventede afkast ikke kan forventes at stå mål med risikotagningen, eksempelvis den meget høje koncentration mod danske og unoterede investeringer. Dette blev illustreret i 2022, hvor ATP tabte ca. 40% af bonuspotentialet. Selv i dag, 3 år senere, er ATP langt fra at have vundet det tabte tilbage i modsætning til andre sammenlignelige investorer.

Vi viser nedenfor, at risikoen for insolvens vil være stor, hvis man følger anbefalingerne i JLKS (2025). Det er muligvis på grund af dette, at JLKS (2025) undlader at beskrive risikoen i ATP-produktet. Vi mener derimod, at en analyse af risikoen i produkterne er central for at forstå attraktiviteten af de forskellige modeller.

Ovenstående er for opsparingen indtil pensionering. JLKS (2025) kritiserer os også for ikke at behandle udbetalingsfasen. I Hebsgaard, Ramlau-Hansen og Rangvid (2025) sammenlignede vi de opnåelige pensioner ved alder 74 efter næsten 50 års opsparing som et udtryk for, hvilket produkt der er bedst. Det er nu en gang pensionen ved pensionering, der betyder mest for folk. Størrelsen af efterfølgende reguleringer, størrelse af supplerende bonuskonti mv. er på en vis måde 'fugle på taget'.

Men vi tager gerne debatten. I slutningen af denne artikel supplerer vi derfor med nogle kommentarer og beregninger for udbetalingsfasen. Selv ved inddragelse af ATP-forfatternes kritikpunkter, når vi frem til, at vort foreslåede nye ATP-produkt vil give pensionsudbetalinger, der er ca. 15% større end det gældende ATP-produkt.

De 6 kritikpunkter

JLKS (2025) fremhæver 6 kritikpunkter af beregningerne i Hebsgaard, Ramlau-Hansen og Rangvid (2025) – fremover HRR (2025). Lad os gennemgå disse 6 punkter.

1. Skift fra opsparings- til samlet formueperspektiv

I HRR (2025) beregner vi den årlige pension ud fra ATP-medlemmets opsparing på pensionstidspunktet. JLKS (2025) skriver, at ”Det er ikke meningsfuldt at udelade omkring 20 pct. af medlemmernes midler, når man sammenligner pensionsprodukter”. Denne konklusion er forkert.

For det første har vi i vores produkt afsat 10% af pensionsopsparingen til egenkapital, som kan sammenlignes med bonuspotentialiet i det nuværende ATP-set-up. Hvis man vil inkludere hele bonuspotentialiet i det nuværende ATP-produkt, må man naturligvis også indregne de 10% egenkapital i vores produkt. Forskellen her er således ikke de 20%, som JLKS (2025) indikerer, men væsentligt mindre.

I ATP-produktet overføres 20% af indbetalingen til en bonuskonto (bonuspotentialiet), men ATP’s investeringsstrategi og bonuspolitik fører typisk til, at ved pensionering udgør bonuskontoen omkring 17,5% af opsparingen og ikke som måske forventeligt 25% (20 ift. 80), se evt. Sc.2 Tabel 3 i HRR (2025).

Så når vi ved pensioneringen fokuserer på medlemmets opsparing og ikke den samlede formue, er det fordi, det er medlemmets opsparing, der danner grundlag for pensionsudbetalingen. Men selv hvis man inkluderer den supplerende bonuskonto og vores egenkapital på 10%, er der reelt tale om en forskel på omkring 7,5%, altså forskellen mellem 17,5% og 10%.¹

Vi må derfor fastholde, at den korrektion på 8%, som ATP-forfatterne foretager i deres Figur 1, ikke afspejler, hvad medlemmerne oplever ved pensionering.

2. Anvendelse af samme risikopræmie

JLKS (2025) skriver, at ”Der anvendes forskellige antagelser for afkast og risiko for henholdsvis det nye pensionsprodukt og ATP’s nuværende produkt. Produkterne sammenlignes ikke på ens grundlag, hvilket gør HRR (2025)-analysen misvisende.” I deres tekniske bilag kan man læse, at vi i vores Sc.2 skulle lave ”en antagelse om, at forholdet mellem afkast (udover den risikofri rente) og standardafvigelse i ATP’s bonuspotentialer er markant lavere end det tilsvarende forhold for aktier og i særdeleshed lavere end en blandedt portefølje af aktier og obligationer”.

Dette er et forunderligt kritikpunkt.

Tabellen i det tekniske bilag til JLKS (2025) viser, at vi i Sc.2 i HRR (2025) bruger en Sharpe ratio (risikojusteret afkast) på 17% for bonuspotentialiet i ATP’s model mod 23,5% for en portefølje med 85% aktier og 15% obligationer. Dette er rigtigt, men det er jo ikke det, som vores konklusioner er baseret på. Vores konklusioner er, at vores produkt vil give ca. 15% større pension end den gældende ATP-pension. Med mere realistiske antagelser vil det nye forslag føre til en pension, der

er 20-30% større. Hvorfor dette interval ml. 15% og 30%? Det opstår netop, fordi vi regner på forskellige risikojusterede afkast for ATP-produktet!

I Sc.2 i HRR (2025) regner vi på den af JLKS (2025) angivne Sharpe ratio på 17% og får en omkring 30% større pension. Men i Sc.1 i HRR (2025) regner vi på en Sharpe ratio på 36%, $((0,089/(1-\text{pal-sats})) - 0,02)/0,236$, dvs. en væsentlig højere Sharpe ratio end de 23,5%, som JLKS (2025) ønsker, at vi skal bruge. Og selv med en Sharpe ratio for bonuspotentialiet på 36% er vores pension ca. 15% større end det nuværende ATP-produkt, jf. Tabel 3 i HRR (2025).

Så selvfølgelig får man en mindre forskel mellem vores produkt og ATP-produktet, når Sharpe ratioen i ATP-produktet antages at være større. Det er netop det, som giver forskellen mellem Sc.1 og Sc.2 i Tabel 3 i HRR (2025). At sige, at vores analyse på dette punkt skulle være ”misvisende”, må siges at være – misvisende.

Vi konkluderer derfor, at den mindske forskel på 9%, som Figur 1 i JLKS (2025) illustrerer på dette punkt, ikke er reel, men allerede var/er en del af konklusionen i HRR (2025).

3. Bonustildeling ved bonusgrad på hhv. 20% eller 25%?

Vi har antaget, at grænsen for tildeling af bonus er en bonusgrad på 25%, dvs. svarende til fordelingen af medlemmernes indbetaling til hhv. bonuspotentialiet og den resterende del ($20/80 = 25\%$). JLKS (2025) ønsker, at vi bruger 20%. En sådan antagelse vil medvirke til, at beregningerne for ATP-produktet kommer dårligere ud, dvs. vores produkt bliver endnu mere favorabelt målt op mod det gældende ATP-produkt, jf. forskellen på 4% i Figur 1 i JLKS (2025).

Vi mener, at 25% er en mere rimelig antagelse, da medlemmet som sagt indbetaler denne andel (20 ift. 80), men det er ikke et centralt punkt. I HRR (2025) var Sc.4 medtaget for netop at imødekomme dette ATP-synspunkt, og alt andet lige giver dette en 4% lavere ATP-pension, jf. også Tabel 3 i HRR (2025).

4. Fuld risiko, når solvensen er presset

Det er bemærkelsesværdigt, at JLKS (2025) stort set intet skriver om ATP’s solvens. ATP er ikke omfattet af formelle solvensregler, men det overrasker, at man ikke forholder sig til ’worst case-scenarier’, når et hovedkritikpunkt mod os er, at ATP-produktet bør modelleres med forøget risiko.

Vi har i HRR (2025) modelleret ATP ud fra en tankegang om, at ATP helst skulle fortsætte med at være solvent. Vi har udregnet et Solvens II-krav for ATP. På basis af det har vi modelleret en nedtrapning af risiko, når ATP nærmer sig insolvens. JLKS (2025) mener, at ATP ikke vil ændre risiko, selv når solvensen bliver presset.

De almindelige solvensregler er udviklet for at sikre medlemmernes pensioner. Vi så under finanskrisen, hvor galt det kan gå, hvis der opstår tvivl om bankers solvens. Hvad vil der ske, hvis der f.eks. berettiget kan sås tvivl, om at ATP kan leve op til pensionstilsagnene?

JLKS (2025) skriver, at ”ATP’s investeringsstrategi og faktiske ageren er misrepræsenteret” i vores analyse. I det tekniske bilag til JLKS (2025) kan man se, at forfatterne mener, at der ikke bør ske nedskalering af risikoen – uanset hvor presset ATP bliver på solvensen (”Det ønskede relative risikoniveau er konstant”). Derudover fremhæver JLKS (2025), at niveauet for

1. Reelt er forskellen endnu mindre, idet de 17,5% beregnes af ATP-medlemmets opsparing ved pensionering, som typisk er mindre end opsparingen i vores eksempler, som de 10% beregnes af. Derudover er forskellen på bonuskontoens samlede andel blot 5,8% ($= 0,175/1,175 - 0,1/1,1$).

risiko er 30% standardafvigelse (før skat) og ikke 20% (efter skat), som vi antager. 30% før skat svarer til 25,4% efter pal-skat, jf. nedenfor.

Med andre ord mener JLKS (2025), at selv hvis ATP skulle nærme sig afgrunden (tæt på insolvens), vil ATP køre med fuld risiko på 30% – 30% volatilitet svarer til cirka det dobbelte af, hvor meget aktier varierer.

Selv om vi mener, at en sådan ageren vil være uansvarlig, vil vi dog i det følgende afsnit vise, hvor galt det kan gå, når man benytter antagelsen i JLKS (2025). Det forventede afkast øges, når risikoen øges, men spørgsmålet er, om der er 'råd til' den øgede risiko.

Den 8% 'forbedring', som ATP-forfatterne angiver i deres Figur 1, ignorerer således fuldstændig solvensrisikoen.

5. Den supplerende afdækningsportefølje (SAP) er ikke indregnet.

Det er rigtigt, at vi ikke har indregnet effekten af SAP i HRR (2025). Årsagen er den simple, at det er meget uklart, hvordan dette skal gøres i praksis. Finanstilsynet (2021) anfører i deres høringssvar i forbindelse med ATP-lovændringen i 2021, at det vil blive meget svært at måle likviditetsspændet, som giver anledning til den højere risiko som følger af SAP. Når Finanstilsynet ikke ser sig i stand til at vurdere, om dette kan måles i praksis, føler vi os heller ikke i stand til at lave antagelser herom.²

JLKS (2025) mener godt, at man kan måle effekten af SAP på investeringerne som beskrevet i deres tekniske bilag. Derfor inkluderer vi dette i vores supplerende beregninger nedenfor, men tør ikke sige noget om realismen af den foreslåede justering. Under alle omstændigheder øger det risikoen yderligere.

6. Hvad er den rette Sharpe ratio?

JLKS (2025) mener, at en investeringsstrategi med 30% aktier og 70% obligationer – og derved et risikojusteret afkast på 26,9%, som man kan se i JLKS' tekniske bilag – bedre afspejler ATP's faktiske investeringsstrategi for bonusmidlerne.

Som nævnt i diskussionen af pkt. 2 om risikopræmier ovenfor er vores konklusion, at vores model leverer mellem 15% og 30% højere pensioner. Spændet opstår, når vi varierer Sharpe ratioen i ATP's investeringer mellem 17% og 36% - dvs. i sidste tilfælde langt over de 26,9%, som der advokeres for fra ATP's side. Og selv med en Sharpe ratio 36% kommer vores model bedre ud. Så ATP's forbedring på 5% i deres Figur 1 er allerede inkluderet i vores beregninger.

2. Finanstilsynet (2021) skriver blandt andet: "Finanstilsynet har på det foreliggende grundlag ikke taget stilling til, om det er muligt at fastlægge tilstrækkeligt klare økonomisk meningsfulde rammer (red: for SAP). Finanstilsynet finder, at der vil være en risiko for, at det vil vise sig ikke at være muligt at fastsætte de nødvendige rammer. Det skal bl.a. ses i lyset af, at Finanstilsynet ikke kender til andre sammenlignelige eksempler eller praksis i forhold til anvendelse af illikviditetsspænd i de rentekurver, som benyttes til opgørelse af hensættelser, og at et illikviditetsspænd ikke kan aflæses i markedet." SAP-porteføljen på aktivsiden opstår ved, at de garanterede pensioner tilbagediskonteres med en rente tillagt et særligt illikviditetsspænd.

TABEL 1: Scenarier 9-12 mht. Sharpe ratio, bonusgrænse, afkast og std. afv. for ATP's bonuskonto

	SR	F	ζ	μ	σ
Sc.9 (7,7%)	23,5%	0,25	9,53%	7,66%	25,41%
Sc.10 (7,7%, F0,2)	23,5%	0,20	9,53%	7,66%	25,41%
Sc.11 (8,5%)	26,9%	0,25	10,56%	8,53%	25,41%
Sc.12 (8,5%, F0,2)	26,9%	0,20	10,56%	8,53%	25,41%

En anden pointe er, at ATP's investeringsstrategi er meget langt fra de nævnte 30%/70%. Ultimo 2024 var investeringsporteføljen på 220 mia. kr. enkeltinvesteringer og 45 mia. kr. i aktiefutures, i alt 265 mia. kr. Heraf var ca. 50 mia. kr. i obligationer, dvs. omkring 20%. Man kan have lange diskussioner – som vi vil undlade her – om 30%/70% er en fair repræsentation af ATP's investeringer, når obligationsandelen i dag er 20% og ikke de 70%, som ATP-forfatterne mener, at den bør modelleres som.

Så ud over at investere de garanterede pensioner i 100% obligationer er det tilsyneladende ATP's oplæg, at også investeringerne for bonuspotentiallet skal baseres på 70% obligationer. Det skal så være 'finansiel engineering' (gearing) og en Sharpe ratio på et givet niveau, som skal gøre produktet konkurrencedygtigt.

Supplerende scenarier

Vi har ovenfor redegjort for vores stillingtagen til de 6 kritikpunkter i JLKS (2025). Som læseren kan fornemme, mener vi, at de fleste af disse kritikpunkter er misvisende eller allerede adresseret i vor tidligere artikel.

Om de er misvisende eller ej, kan man sikkert diskutere længe. I stedet for at forfølge en sådan diskussion vil vi regne på antagelserne. Vi har derfor indarbejdet JLKS (2025) foreslåede ændringer i vores set-up. Vi viser resultaterne heraf i dette afsnit. Vi vil her også beskrive risikoen i ATP-produktet, som JLKS (2025) mener, det skal modelleres i vor set-up.

Vi har angivet ATP-scenarierne efter afkast og bonusgrænse i Tabel 1. Når der antages en Sharpe ratio på 23,5%, svarende til et afkast på 7,7%, har vi døbt det Sc.9 (7,7%), da vi allerede har regnet på 8 scenarier i HRR (2025). Bonusgrænsen (F jf. ATP's notation) er 25% i Sc.9. Vælger vi i stedet bonusgrænsen 20%, er vi i Sc.10 (7,7%, F0,2). Samme logik for Sharpe ratio på 26,9%, der fører til Sc.11 (8,5%) og Sc.12 (8,5%, F0,2).

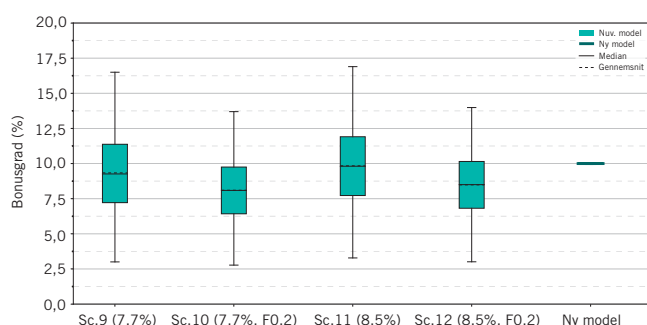
Notationen er som følger (samme notation som i JLKS, 2025): ζ er forventet afkast før omkostninger og skat, μ er forventet afkast efter omkostninger og skat, σ er std. afv. efter skat, og SR er Sharpe ratio, hvor den risikofrie rente er 2%. Som forudsat af JLKS (2025) antages der en volatilitet på investeringer på 25,41% efter skat uafhængig af bonusgradens størrelse og således uafhængig af, hvor dårligt det måtte gå. Tabel 1 viser de forskellige parameteriseringer i de forskellige scenarier.

Da vi som nævnt stiller os tvivlende over for modelleringen af SAP, beskriver vi først resultater uden indarbejdelse af SAP. Resultaterne er vist i Tabel 2, hvor vi sammenligner resultaterne (Sc.9-12) for det nuværende ATP-produkt med resultaterne fra HRR (2025) for vores forslag til et nyt ATP-produkt.

Vort forslag er Ny model (v.1), hvor udgangspunktet er en fast årlig pension, og Ny model (v.2), hvor pensionen reguleres

TABEL 2: Nøgletal for ny ATP-model og ATP-scenarier 9-12 ved pensionering i alder 74.

Scenarier	Opsparing	Bonuskonto	Samlet opsp.	Std. afv. samlet opsp.	Bonusgrad	Std. afv. bonusgrad	Årlig pension	Nutidsværdi (til 95 år)	Nutidsværdi (til 110 år)
Ny ATP-model:									
Ny model (v.1)	583.691	58.369	642.060	337.126	10,0%	0,0%	40.077	611.922	641.972
Ny model (v.2)	583.691	58.369	642.060	337.126	10,0%	0,0%	33.479	602.869	641.960
Nuv. ATP-model:									
Sc.9 (7,7%)	489.031	89.406	578.437	241.849	17,5%	6,0%	33.578	534.463	573.296
Sc.10 (7,7%, F0,2)	489.476	74.015	563.491	219.142	14,6%	4,5%	33.608	526.738	560.720
Sc.11 (8,5%)	506.893	96.171	603.064	257.752	18,3%	5,8%	34.804	556.101	596.770
Sc.12 (8,5%, F0,2)	504.766	78.734	583.500	230.939	15,1%	4,4%	34.658	544.845	580.208

FIGUR 1: Boxplots (0,5-99,5%) for mindste bonusgrad for Ny model og ATP-scenarier 9-12.


med 2% p.a. Andre antagelser følger HRR (2025), eksempelvis er beregningerne baseret på 10.000 kr. indbetalt årligt, inflations- og lønreguleringer på hhv. 2% og 3% årligt samt pensionsalder 74 år.

Medlemmets opsparing er for Ny ATP-model ved pensionering 584 t.kr., som det også fremgik af Tabel 3 i HRR (2025). Det skal holdes op imod medlemmets opsparing på max. 507 t.kr. (Sc.11) i de nye ATP-beregninger, hvor vi slavisk har fulgt JLKS (2025)'s ønskede antagelser (excl. SAP). Da den årlige pension er baseret på medlemmets opsparing, får vi stadig, at den årlige pension i vort produkt er mellem 15% og 19% større end pensionen fra det nuværende ATP-produkt. Så selv med ATP's foreslåede ændringer er vi tilbage til, at vor foreslåede pension, konservativt sat, er 15% større.

JLKS (2025) ønsker at inddrage samlet opsparing, selv om det for ATP-produktet er usikkert, hvordan og hvornår medlemmet får udbetalt sin andel af bonuspotentiallet. Ser man alligevel på den samlede opsparing, hvor man samtidig i vores model indregner egenkapitalen (10% af opsparingen), giver vores model mellem 7% og 14% højere samlet opsparing end det nuværende ATP-produkt.

Dette er lavere tal end de 15% til 30%, som er nævnt i vores oprindelige artikel. Hertil kan bemærkes, at for det første er vi ikke enige i flere af antagelserne i JLKS (2025), jf. diskussionen i forrige sektion, og for det andet bør man også forholde sig til realismen i antagelserne.

Mht. realismen diskuterer JLKS (2025) slet ikke risikoen i ATP-produktet. Dette er overraskende, da det er vores vurdering, at ATP med de fremlagte forslag til justeringer i beregnin-

gerne bevæger sig på kanten af behovet for en form for statslig støtte – eller hvordan man nu engang vil håndtere et ATP med solvensproblemer.

Vi har tidligere skønnet i HRR (2025), at ATP har et solvenskrav i størrelsesordenen 10% af opsparingen. For de fire scenarier Sc.9-12 viser vores beregninger en laveste bonusgrad på under 10% i mere end 50% af tilfældene, og i de 0,5% værste udfald falder bonusgraden endda til under 3%. Dette fremgår af Figur 1, som viser boxplots over bonusgraden i de forskellige scenarier.

Solvenskravet vil måske være lidt mindre i et stress-scenarie, men konklusionen er, uanset hvad, at ATP vil få potentielt set store udfordringer med solvensen, hvis man følger strategien beskrevet i JLKS (2025).

Inddragelse af supplerende afdækningsportefølje (SAP)

ATP har med indførslen af den supplerende afdækningsportefølje øget risikoen yderligere. Efter vor opfattelse får strategien, som den er beskrevet i JLKS (2025), i så fald et urealistisk (og uansvarligt) skær.

ATP nævner selv i et teknisk bilag om den supplerende portefølje, at 'med tilførslen af sådanne mere risikofyldte aktiver med forventet højere afkast accepteres samtidig udsving i den samlede afdækning og en øget risiko for ikke at have tilstrækkelige midler til de garanterede pensioner.' Udgangspunktet er således fra ATP's side muligheden for, at man ikke kan leve op til de garanterede pensioner. Vores beregninger bekræfter den mulighed.

Vi finder, at inddragelse af SAP øger risikoen i ATP-produktet endnu mere. I gennemsnit lander den mindste bonusgrad i opsparingsperioden mellem 3% og 6%, og bonusgrader på 0-3% forekommer hyppigt i beregningerne, når Sc.9-12 opdateres som foreslået af ATP-forfatterne. ATP vil i disse scenarier med meget stor sandsynlighed få behov for statslig støtte på et eller andet tidspunkt.

Vi vurderer ikke, at det er sandsynligt, at ATP kan (eller – håber vi – vil) fastholde så højt et risikoniveau, når solvensen en dag måtte blive presset. Vi vurderer derfor stadig, at scenarierne i HRR (2025) er mere realistiske.

Udbetalingsfasen

JLKS (2025) kritiserer os også for ikke at have modelleret udbetalingsfasen. Som nævnt ovenfor er der en god grund til det,

men lad os alligevel gøre det her. Vi har i Tabel 2 angivet nutidsværdien af de tilsvarende pensionsudbetalinger hhv. beregnet til alder 95 og til alder 110 for en potentiel 74-årig pensionist.

I vores oplæg til et nyt pensionsprodukt (Ny ATP-model v.1 og v.2) er der tale om forudsigelige pensionsudbetalinger med underliggende obligationer som aktiver. Forestiller man sig, at egenkapitalen udbetales samtidig med, at opsparingen løber af, fås gradvist stigende udbetalinger ift. startudbetalingerne på hhv. 40.077 kr. for v.1 og 33.479 kr. for v.2. For Ny model (v.2) gælder samtidig, at der sker en løbende regulering med inflationen på 2%. I Figur 2 er vist de forventede udbetalinger diskonteret med en inflation på 2% for de to udgaver af vort forslag og ATP-scenarierne 10 og 12, hvor grænsen for bonustildeling er 20%.

I vores tilfælde er der tale om, at forudsigelige cash flows diskonteres med en obligationsrente på 2,77% svarende til obligationsafkastet efter omkostninger og pal-skat $((3,5-0,23) \cdot 0,847)$. Samtidig indregnes i diskonteringen overlevelsessandsynligheder, så der tages hensyn til, at gradvist færre vil opleve de sene udbetalinger.

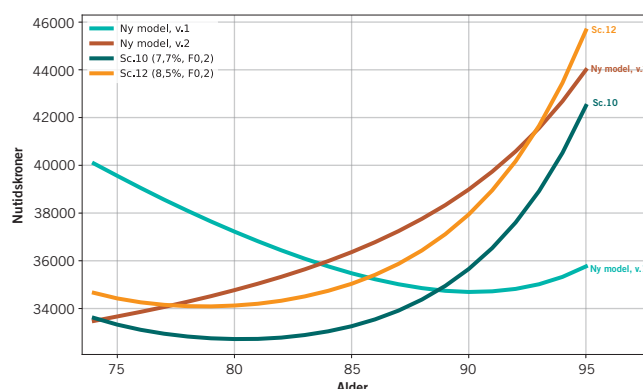
De fremtidige pensionsudbetalinger i ATP-produktet er usikre og kan derfor ikke diskonteres med renteforudsætningen. Det skyldes, at de udbetalte ATP-pensioner for Sc.9-12 suppleres med en bonusdel, som modelleres ved at fortsætte ATP's investeringsstrategi i pensionsperioden som angivet ved parameter-værdierne i Tabel 1. Her vil pensionen øges, når de modellerede stokastiske afkast får bonusgraden til at overstige bonusgrænserne på hhv. 20% og 25%. Flere forhold påvirker derudover bonusgraden. F.eks. falder pensionsopsparingen, når den garanterede pension udbetales. Det får i sig selv bonusgraden til at stige og øger dermed muligheden for bonus. Tilsvarende er forudsætningen om høje afkast i Tabel 1 med til at øge muligheden for bonus. Modsat er kravet om, at bonusgraden skal op på hhv. 20% eller 25% med til at reducere bonus.

Med dette volatile bonuselement i beskrivelsen af ATP-pensionen kan man ikke umiddelbart tilbagediskontere udbetalingerne med samme faste obligationsrente (2,77%), som anvendes ved vores nye ATP-model, hvor livrenteudbetalinger er forudsigelige. Diskonteringsfaktoren må indeholde en risikokompensation. Derfor tilbagediskonteres pensionerne her med et vægtet gennemsnit af nævnte obligationsrente og afkastforudsætningen fra Tabel 1. Dette er en simpel tilgang til risikojusteringen, som fanger essensen, men som bestemt kan gøres mere raffineret i senere analyser.³

I Sc.10 udbetales der således initialt en pension på 33.608 kr., der efterfølgende opskrives med bonus, når bonusgraden overstiger 20%. Den initiale bonusgrad ved pensionering på 14,6% (jf. Tabel 2) vil som beskrevet i forrige afsnit have en opadgående drift mod 20% pga. udbetalingerne. Derfor diskonteres udbetalingerne i dette tilfælde med et vægtet gennemsnit på $2,77 \cdot 82,7\% + 7,7\% \cdot 17,3\% = 3,62\%$, hvor de 17,3% er gennemsnittet

3. Vurderingen af bonustildelingen for ATP-produktet og værdien af dette er særlig problematisk, da bonustildelingen er diskretionært bestemt af ATP's bestyrelse. Eksempelvis har pensionisterne siden 2010 kun modtaget en opskrivning på 12,5% point - langt fra en mulig forventning om de 25%, man har indbetalt som bonus.

FIGUR 2: Gennemsnitlig pensionsudbetaling for Ny ATP-model (v.1 og v.2) og ATP-scenarier 10 og 12 (inflation justeret med 2% årligt)



af den initiale bonusgrad på 14,6% og målbonusgraden på 20%. Samtidig indregnes også her overlevelsessandsynligheder.

Ses der på de beregnede nutidsværdier frem til alder 110, svarer disse rundt regnet til værdien af den samlede opsparing ved pensionering, som de bør gøre – for vor Ny ATP-model (v.1-2) præcist og for ATP-scenarierne tilnærmelsesvist.

I de to sidste kolonner i Tabel 1 viser vi nutidsværdien af pensionsudbetalingerne indtil alder 95 hhv. alder 110. Regnes til alder 110 er vort forslag til ny ATP-pension 11-15% bedre. Regnes der til alder 95, som vil være relevant for mange, er vores forslag 12-16% bedre. Så uden at skele til solvens er vi her 11-16% bedre.

Vi viser i Figur 2 udviklingen i de forventede pensionsudbetalinger. Mange vil formentlig foretrække Ny model (v.1), der giver større udbetalinger de første ca. 10 år. Men også vort forslag om en ny ATP-pension (v.2), hvor der er en løbende regulering på 2% p.a., kan være attraktiv for mange. Ny ATP-pension (v.2) giver højere pension end Sc.10 til alder 95 på nær i startåret, hvor de er på niveau.

De viste udbetalingsforløb ser anderledes ud end de, der er angivet i ATP-artiklen. Det skyldes formentlig, at JLKS (2025) viser udbetalingsforløb ved at udbetale hele formuen som en annuitet, mens vi har søgt at modellere udbetalingsforløbet med samme sæt af bonusmekanismer som i opsparingsforløbet. Videre viser JLKS (2025) udbetalinger 'lønjusteret' med 3%, og det er uklart, hvorledes ATP-forfatterne indregner rente i nutidsværdierne.

For alle udbetalingsforløbene gælder, at egenkapitalen/bonuskontoen løbende overføres til medlemmerne, hvorfor forløbene ender som en slags 'tontine' ordninger med store udbetalinger til de meget gamle medlemmer. I praksis bliver bonustildelinger meget anderledes som 'going concern'. Så beregningerne skal tages med dette forbehold – der vil formentlig gå mange år, før ATP står overfor en gradvis afvikling.

Konklusion

Det nuværende ATP-produkt er et ekstremt kompliceret pensionsprodukt – måske verdens mest komplicerede? Det består af fire delporteføljer, som tilsammen bestemmer medlemmets pension: Afdækningsporteføljen, investeringsporteføljen, markedsafkastporteføljen og den supplerende afdækningsportefølje

(SAP). ATP – eller andre – har ikke en jordisk chance for at forklare ATP-medlemmerne, hvordan deres pension er skruet sammen.

Vi ønsker således held og lykke til ATP's ledelse med at forklare, hvordan SAP er skruet sammen, hvordan den hænger sammen med gearingen af bonuspotentialet, intern låntagning, dvs. investeringsporteføljen låner fra afdækningsporteføljen, og så videre. Man må stille sig skeptisk overfor, hvor godt man kan risikostyre det samlede produkt, da modelleringen af de fire delporteføljer og korrelationerne mellem disse porteføljer i forskellige scenarier må være tæt på gætværk. Endelig kan man argumentere for, at det er svært at modellere resultatet af dette produkt, da man kan diskutere mange af produktgenskaberne, som debatten her illustrerer.

Vi har i HRR (2025) foreslået et væsentligt simplere pensionsprodukt, som således vil være nemmere at forklare og styre, og som har den yderligere fordel, at det med stor sandsynlighed vil give, konservativt sat, 15% højere pensioner end det nuvæ-

rende ATP-produkt. På sammenlignelig basis har vort foreslåede produkt en endog meget lille sandsynlighed for insolvens sammenlignet med det nuværende ATP-produkt. Risikoen ved det nuværende ATP-produkt er tydeligt beskrevet ovenfor.

Samlet vil vi fortsat opfordre til, at ATP anerkender ATP-produktets begrænsninger og arbejder mere aktivt for et bedre og simplere produkt for dets medlemmer.

Litteratur

- Finanstilsynet, 2021: *Finanstilsynets høringssvar – forslag til ændring af ATP-loven*. Notat, 19. februar 2021.
- Hebsgaard, Mads, Henrik Ramlau-Hansen og Jesper Rangvid, 2025: Ny model for ATP-pensionen. *Finans/Invest*, 1/25, s. 16-25.
- Japhetson, Allan, Jacob Lester, Esben Masotti Kryger og Mikkel Svenstrup, 2025: Ny model for ATP-pensionen giver ikke højere pensioner. *Finans/Invest*, 5/25, s. 20-25. ■

DUPLIK:

Replik til 'Ny model for ATP-pensionen giver ikke højere pensioner'

Vi takker for replikken og konstaterer, at der nu er enighed om, at opsparingen ved pensionering i ATP's nuværende produkt og HRR's forslag er nogenlunde identiske, når man anvender ATP's investeringsstrategi – som vi har beskrevet, analyserer ATP's nuværende produkt – ikke en tidligere version, samt baserer beregningerne på ens og konsistente antagelser for afkast og risiko f.eks. fra Rådet for Afkastforventninger. Vi fastholder imidlertid, at ATP's nuværende produkt giver højere pensioner, når udbetalingsfasen inddrages.

Det fremgår direkte af Tabel 2 i HRR's replik, at vi er enige om, at ATP-pensionen (Sc. 12) giver en opsparing ved pensionering på niveau med HRR's produktforslag, når man også medregner den supplerende afdækningsportefølje (SAP), som løfter ATP-pensionen med ca. 8%.

HRR's analyse af udbetalingsfasen er efter vores vurdering metodisk misvisende. Alle pensionsprodukter giver naturligvis samme nutidsværdi, hvis man diskonterer med afkastet. Den relevante analyse bør belyse, hvad medlemmerne faktisk får udbetalt i pension – i gennemsnit og i risikoscenarier – hvorefter præferencer for afkast og risiko skal afgøre valget af produkt. Vi fastholder derfor vores metode til analyse af udbetalingsfasen og viser i en række scenarier, at ATP's produkt giver højere pensioner, når udbetalingsfasen medregnes (Tabel 1 og 2 i JLKS, 2025).

HRR efterlyser, at vi forholder os til solvenssituationen. Det gør vi løbende, men bemærker samtidig, at vores artikel ikke har haft til formål at behandle dette spørgsmål, men alene at analysere det nye produktforslag. For en samlet vurdering af ATP's risici henviser vi til vores *Rapport om Risiko og finansiel situation 2024*, hvor vi blandt andet redegør for sandsynligheden for lavt eller negativt bonuspotentiale.

HRR anfører i replikken, at ATP i særlige scenarier kan få behov for statslig støtte. Der er intet i ATP's lovgrundlag, der tilsiger nogen form for statslig forpligtigelse overfor ATP, så disse bemærkninger har intet fundament. Vi anerkender, at der findes scenarier, hvor ATP ender med lavt bonuspotentiale, som kræver særlig risikostyring jf. førnævnte rapport fra ATP. Bemærk dog at vores analyse viser, at selv i de værste scenarier leverer ATP's produkt højere pensioner end HRR's forslag. HRR undgår ganske vist solvenspres – men alene fordi risikoen er flyttet væk fra pensionsudbyderen over til individet.

HRR udtrykker skepsis omkring risikostyring af det samlede produkt og omtaler modelleringen af delporteføljerne og deres korrelationer som "tæt på gætværk". Vi vil her understrege, at delporteføljerne består af velkendte aktivklasser, som indgår i vores daglige risikostyring og håndteres med veldokumenterede metoder og risikomodeller.

HRR påpeger også kompleksitet, og det er rigtigt, at ATP's produkt er mere komplekst end HRR's forslag – men det skyldes først og fremmest, at der er forskel på garantierne i de to produkter. ATP giver en bredere garanti allerede ved indbetaling, og dermed giver produkterne reelt to forskellige ting. For medlemmerne er ATP-pensionen enkel og forudsigelig – især sammenlignet med markedsrenteprodukter, hvor pensionens størrelse kan variere betydeligt.

Tilbage står derfor kun ét væsentligt kritikpunkt: HRR betvivler, om ATP's investeringsstrategi kan implementeres i praksis. Hertil kan vi blot konstatere, at strategien, inkl. SAP, har været implementeret gennem længere tid og fungerer som forudsat. ■

Allan Japhetson, Jacob Lester, Esben Masotti Kryger og Mikkel Svenstrup