

# ATP's Investeringsstilgang

## 1. Introduktion

ATP Livslang Pension tilbyder såvel garanti som livslange pensioner. ATP's investeringstilgang, som er udviklet over mange år, er tilpasset pensionsproduktet. Investeringsstilgangen har som grundprincip, at ATP's medlemmer skal have sikkerhed for den garanterede livslange pension ved, at ATP har tilstrækkelige midler, som investeret på en sikker måde kan honorere de garanterede pensionsudbetalinger. ATP kan dermed levere økonomisk grundtryghed til ATP's medlemmer som et supplement til folkepensionen.

Det medfører, at ATP binder en stor del af de samlede midler i "sikre investeringer". Resten af midlerne investeres i en mere risikofyldt portefølje – investeringsporteføljen – som forventes at give et højere afkast end de mere sikre investeringer, uden at risikoen for tab er for stor.

Porteføljen af "sikre investeringer" kaldes på daglig basis for *afdækningsporteføljen*, og har til formål at ATP kan honorere de garanterede pensioner. Afdækningsporteføljen leverer således udelukkende de nominelle garanterede betalinger til ATP's medlemmer.

Den overordnede målsætning for investeringsporteføljen er at skabe et afkast, der giver mulighed for dels at opbygge reserver til dækning af eksempelvis længere levetid end forventet, så ATP sikrer pensionerne hele livet, dels at forhøje de garanterede pensioner og dermed sikre pensionernes realværdi.

I det følgende beskrives grundlaget for denne opsplitning, samt flere detaljer i implementeringen af både for afdæknings- og investeringsporteføljen. For investeringsporteføljen betragtes i særdeleshed ATP's faktorbaserede tilgang.

## 2. De væsentlige rammebetingelser for ATP's investeringstilgang

Rammebetingelserne for investeringstilgangen udspringer dels af Lov om Arbejdsmarkedets Tillægspension (ATP-loven), dels af regnskabs- og risikostyringsmæssige regler og rammer.

Med baggrund i ATP-loven fastlægges størrelsen af pensionsudbetalingerne for de indbetalte bidrag. Størrelsen af pensionsudbetalingerne for en bidragskrone ændrer sig over tid. Medlemmerne erhverver pension for en del af bidraget (garantibidraget) i overensstemmelse med en tarif, som tager udgangspunkt i renteniveauet på tidspunktet for fastsættelsen af tariffen, der er gældende for et år ad gangen. Garantibidraget har over de senere år udgjort 80 procent af det samlede bidrag efter fradrag af et mindre beløb til dækning af dødsfaldsydelser. De erhvervede pensioner udgør ATP's garanterede pensionsudbetalinger.

ATP opgør de pensionsmæssige hensættelser til markedsværdi. Opgørelsen er baseret på diskontering med markedsrenter af de forventede garanterede pensionsudbetalinger under hensyn til forventet levetid. Værdiansættelsen betyder, at de pensionsmæssige hensættelser ændres, når markedsrenterne ændres. Dermed er værdien af de pensionsmæssige hensættelser følsom overfor ændringer i markedsrenterne, og denne usikkerhed udgør renterisikoen på de garanterede pensioner.

Det overordnede princip for ATP's risikostyring er, at den samlede risiko (risikoforbrug) skal være afstemt i forhold til bonuspotentiallet. Terminologien er, at der skal være "et hensigtsmæssigt niveau for risiko". Bonuspotentiallet, der er ATP's reserver, udtrykker forskellen mellem værdien af ATP's samlede aktiver og ATP's garanterede pensioner. Jo større bonuspotentialle, jo større kapacitet har ATP til at påtage sig risici og herunder finansielle risici. Omvendt vil et mindre bonuspotentialle reducere kapaciteten til at påtage sig risici. Konkret har bestyrelsen fastsat, at risikoforbruget<sup>1</sup> til enhver tid skal være mindre end et risikobudget, der er fastsat til halvdelen af bonuspotentiallet. Risikoen opgøres med en forholdsvis kort – 3 måneders – horisont.

<sup>1</sup> Bestyrelsen har fastsat, at risikoforbrug opgøres ved Expected Shortfall (ES99pct., 3mdr.), der angiver gennemsnittet af de 1 pct. største tab i forskellige markedsscenarier med 3 måneders horisont.

### 3. ATP's investeringstilgang - afdækningsporteføljen

Kombinationen af risikoopgørelse med kort horisont, og at værdien af de garanterede pensioner er følsom overfor ændringer i markedsrenterne, er årsagen til, at ATP's investeringstilgang indeholder en opdeling af investeringerne i en afdækningsportefølje og en investeringsportefølje. Formålene med de to porteføljer er forskellige: Afdækningsporteføljen sigter efter, at renterisikoen på de garanterede pensioner reduceres ("afdække renterisikoen"), og investeringsporteføljen skal investere for at opnå et højt afkast, så ATP på lang sigt kan tilstræbe at fastholde realværdien af pensionerne. Resultaterne af Afdækning og Investering opgøres separat i ATP's finansielle rapportering.

ATP's tilgang til afdækning af de pensionsmæssige hensættelser eliminerer i vid udstrækning markedsrisikoen relateret til ændringer i værdien af de pensionsmæssige hensættelser ("fuld afdækning"). Det giver det størst mulige rum til, at investeringsporteføljen kan påtage sig markedsrisiko. Fra et investeringsmæssigt synspunkt tjener afdækningen af renterisikoen til at reducere risikoen, således at den samlede risikokapacitet bedre kan udnyttes til at tage andre former for markedsrisiko, som forventes at give en højere risikopræmie.

Afdækningsporteføljen, der altovervejende består af langt løbende obligationer og renteswaps, afspejler pensionsforpligtelserne i risikomæssig<sup>2</sup> forstand. Basis for afdækningsporteføljen<sup>3</sup> udgør ca. 85 pct. af ATP's formue. Princippet bag Afdækning går tilbage til første halvdel af '00'erne", og igennem mere end et årti har ATP opereret med fuld afdækning af pensionsforpligtelserne.

### 4. ATP's investeringstilgang – investeringsporteføljen

Den overordnede målsætning for investeringsporteføljen er at skabe et afkast, der giver mulighed for dels at opbygge reserver til dækning af eksempelvis længere levetid end forventet, så ATP sikrer pensionerne hele livet, dels at forhøje de garanterede pensioner og dermed sikre pensionernes realværdi. I moderne finansieringsteori opfattes langsigtede afkast overvejende som compensation for at tage markedsrisiko, altså at være villig til at tabe en del af de investerede midler. Kompensationen for markedsrisiko kommer i tillæg til realrente og compensation for forventet inflation. Med udsigt til fortsat lav (eller endda negativ) realrente samt lav og kontrolleret inflation er compensationen for markedsrisiko den vigtigste kilde til langsigtede afkast.

Det afkast, som på længere sigt skal til for at opretholde realværdien, kan forsimplet estimeres ved at tage udgangspunkt i, at garantibidraget over de senere år har udgjort 80 procent af det samlede bidrag, og at de resterende midler er tilgædet bonuspotentiallet. Hvis dette 80/20 forhold er til stede over lang sigt, skal afkastet på bonuspotentiallet (de 20 procent) for at øge værdien af de samlede aktiver (de 100 procent) med eksempelvis 2 procent være 10 procent. I dette forsimplede eksempel er afkastkravet på bonuspotentiallet altså 10 procent efter skat og omkostninger. I praksis er dette dog lidt forsimplet, men giver et fornuftigt hurtigt estimat.

Hvis man tager udgangspunkt i Samfundsforudsætninger for 2021, som anvendes til udregning af pensionsprognoser i Danmark, er det forventede afkast på de forskellige investeringer under 10 pct. p.a. Så hvordan kan ATP forvente at levere et nettoafkast på 10 pct. målt i forhold til bonuspotentiallet? Det skyldes overordnet set tre forhold: i) at ATP udnytter sin investeringskapacitet effektivt, idet midler, der ikke bindes i afdækningsporteføljen, er til rådighed for investeringsporteføljen, ii) at ATP tilpasser risikoniveauet i investeringsporteføljen systematisk, så risikoudnyttelsen hele tiden er optimal, og iii) at ATP har en systematisk og balanceret udnyttelse af risikobudgettet gennem en faktortilgang.

#### 4.1 Udnyttelse af investeringskapacitet

De midler, der som følge af anvendelse af finansielle instrumenter ikke bindes i afdækningsporteføljen, er til rådighed for investeringsporteføljen. Det, at ATP har valgt en opdeling af investeringerne i en afdækningsportefølje og en investeringsportefølje, medfører ikke, at midlerne ses adskilt. Opdelingen har til hensigt at skabe klarhed over formålene med forskellige dele af investeringerne samt at have en høj grad af transparens i kommunikationen omkring ATP's investeringsmæssige resultater, men ikke at opdele midlerne. ATP's investeringer udgøres hermed af afdækningsporteføljen og investeringsporteføljen tilsammen.

<sup>2</sup> Afdækningsporteføljen afspejler renterisikoen på pensionsforpligtelserne.

<sup>3</sup> Opgjort som ATP's formue fratrukket bonuspotentiallet i forhold til ATP's samlede formue.

Opdelingen af investeringerne i en investeringsportefølje og en afdækningsportefølje gør bonuspotentialet til den "naturlige" kapital for investeringsporteføljen. Imidlertid investerer investeringsporteføljen flere midler end midler svarende til bonuspotentialet, da investeringsporteføljen har adgang til kapital (likviditet) fra afdækningsporteføljen. Da ATP kan investere flere midler end bonuspotentialet, kan ATP forvente at få et højere langsigtet afkast, end hvis kun midler svarende til bonuspotentialet blev investeret.

Udover kapitalen fra afdækningsporteføljen anvender ATP derivater. Anvendelsen af derivater sker for at sikre en høj grad af diversifikation i investeringsporteføljen. Dette bidrager samtidig til, at investeringsporteføljen har et højt forventet afkast pr. risikokrone. Derivater anvendes også da risikoen også let kan skaleres op eller ned med de mest likvide futures kontrakter.

ATP styrer den investerede kapital med et risikofokus. Dermed adskiller ATP sig fra mange andre investorer, idet den primære begrænsning på investeringsporteføljen er risikoens størrelse, snarere end kapital. De to relevante forhold er, hvorvidt der tages en passende mængde risiko, og om der kan mangle likviditet. Begge disse forhold er genstand for en omfattende måling, styring, kontrol og rapportering med henblik på at sikre ATP mod hændelser, som kan bringe pensionerne i fare. ATP har endvidere fokus på, at processer og kompetencer stemmer overens med de behov, som investeringstilgangen fordrer.

ATP's investeringsportefølje sigter efter et absolut kroneafkast ved dels at have et tilstrækkeligt niveau af markedsrisiko i porteføljen, dels ved at sigte efter et højt risikojusteret afkast. Når ATP skal opgøre et procentafkast for investeringsporteføljen, kan det beregnes i forhold til bonuspotentialets størrelse. Da ATP's investerede kapital er større end bonuspotentialet, giver det selvsagt anledning til høje procentafkast, når det går godt for investeringsporteføljen og vice versa, når det går knap så godt, hvilket kommunikerer i forbindelse med regnskabsaflæggelser m.v. I ATP's investeringsportefølje sættes afkasttallet i forhold til den kapital, som bærer risikoen for investeringerne. Det er et generelt anerkendt princip, og i ATP's tilfælde er det bonuspotentialet, som bærer risikoen for investeringerne.

#### ATP's samlede investeringskapacitet

Målt i forhold til midler svarende til bonuspotentialets størrelse kan investeringsporteføljen investere flere midler end bonuspotentialet. Forholdet mellem de samlede investerede midler og bonuspotentialet kan opgøres med forskellige metoder. Den simple tilgang er at tage forholdet mellem markedsværdien af investeringsaktiverne i investeringsporteføljen 391 mia. kr. og bonuspotentialet 146 mia. kr., hvilket giver en faktor på 2,7. Denne metode tager dog ikke højde for risikoeksponering i porteføljen, og dermed udelades risikoeksponeringen via derivatpositioner. For at indregne risikoeksponering inklusive derivater kan forholdet opgøres ud fra ATP's generelt anvendte model til markedsrisikostyring og opgørelse af risikoforbrug. Risikoen på ATP's investeringsaktiver svarer til 427 mia. kr. investeret i en standard markedsrenteportefølje med middlerisiko og 15 år til pension. En risikobaseret beregning giver dermed en faktor på 2,9.

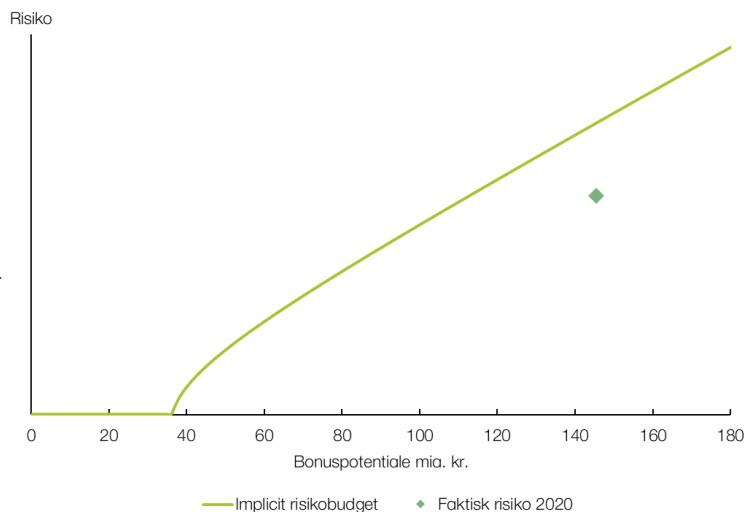
#### 4.2 Dynamisk tilpasning af risikoniveauet

En anden kilde til højere afkast er, at ATP tilpasser risikoniveauet i investeringsporteføljen systematisk. Det indebærer, at risikoniveauet tilpasses i opadgående retning, når bonuspotentialet vokser. Den systematiske tilgang bidrager på lang sigt til, at ATP opnår et lidt højere risikoniveau og dermed også et højere afkast end ellers. Figur 1 viser hvorledes det implicitte markedsrisikobudget for investeringsporteføljen afhænger af niveauet for bonuspotentialet. Det implicitte risikobudget anvender bestyrelsens risikotolerance, og samtidig korrigerer for andre risici som øvrige markedsrisici, levetidsrisici, modpartsrisici og operationelle risici.

Den aktive styring af risikoniveauet sætter ATP i stand til at udnytte risikobudgettet effektivt. "Prisen" for at kunne tilpasse risikoniveauet er, at en stor del af investeringerne skal kunne omsættes hurtigt uden at give væsentlig effekt på markederne. ATP har indrettet investeringsporteføljen, så det er muligt at kunne nedbringe risikoniveauet betragteligt og – i et historisk perspektiv – tilstrækkeligt til at kunne beskytte bonuspotentialet.

Også fra et risikostyringsmæssigt synspunkt er ATP's investeringstilgang baseret på, at risikoniveauet i investeringsporteføljen løbende tilpasses. Det betyder, at der gribes ind ved, at risikoen reduceres, når risikoen bliver for stor. Dermed afbødes delvist effekten af tab. Dynamisk tilpasning af ATP's risikoniveau har været en fast del af investeringstilgangen i ATP i de sidste 15 år.

Figur 1: Markedsrisiko og implicit risikobudget for investeringsportefølje



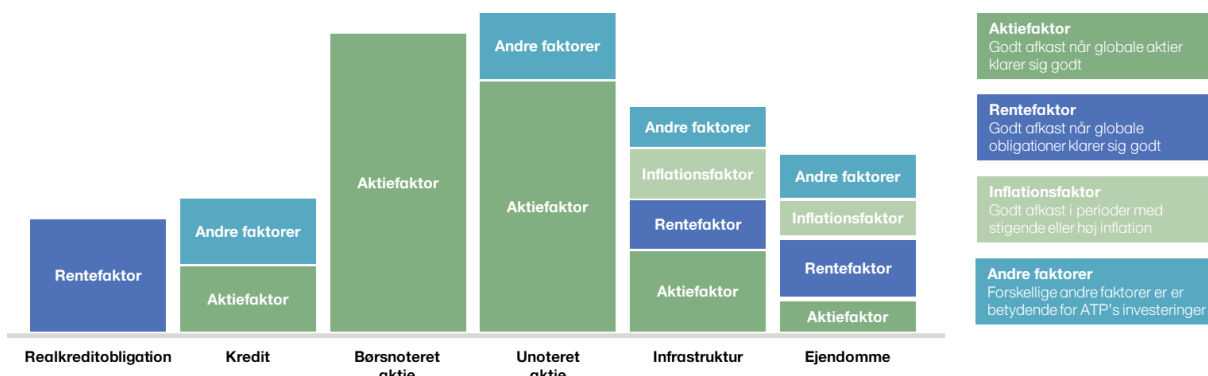
Note: Markedsrisiko i investeringsportefølje udtrykker gennemsnittet af de 1 pct. største tab på tre måneders sigt. Det implicitte risikobudget for investeringsporteføljen fremkommer ved at korrigere det samlede risikobudget for risikoforbruget til øvrige markedsrisici, levetidsrisici, modpartsrisici samt operationelle risici.

### 4.3 Risikospredning gennem faktor-tilgang

En tredje kilde til forventet højere afkast er systematisk udnyttelse af risikospredning. Risikospredning medfører et højere afkast pr. risikokrone. Det vil sige, at med et givet risikobudget får ATP mest muligt afkast for pengene. Den bedst mulige udnyttelse af risikobudgettet fås gennem en bredt investeret investeringsportefølje. ATP's faktortilgang har som et væsentligt formål at sikre en høj grad af risikospredning i investeringsporteføljen.

Siden 2015 har ATP udviklet sin investeringstilgang mod at styre investeringerne ved at anvende risikofaktorer: Aktiefaktor, Rentefaktor, Inflationsfaktor og Andre faktorer. Udgangspunktet er, at enhver investering indeholder nogle grundlæggende byggesten – faktorer – der kan sammensættes i et bestemt forhold for at opnå en investeringsportefølje med den ønskede risikoprofil. Det tillader sammenligning af alle investeringsaktiviteter på et fælles grundlag. Det har særlig stor betydning for de alternative illikvide investeringer. Risikobilledet for illikvide investeringer, såsom unoterede aktier, infrastruktur, ejendomme og visse former for kredit, er umiddelbart mindre gennemsigtigt, end for mere traditionelle likvide investeringer, såsom obligationer og børsnoterede aktier. Ved at bygge alle aktivklasser op omkring de samme fire gennemgående overordnede faktorer etableres en klar ramme for risikoforståelsen. Alternative illikvide investeringer består således af de samme fire overordnede faktorer, som findes i det traditionelle likvide investeringsunivers. Figur 2 illustrerer hvordan forskellige aktiver kan sammensættes af de fire risikofaktorer.

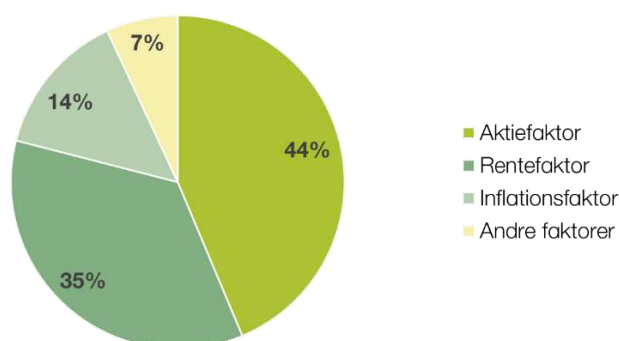
Figur 2: Udvalgte aktivers sammensætning på faktorer



Det er et væsentligt element i investeringsstrategien, at ATP's bestyrelse fastlægger et pejlemærke for den langsigtede sammensætning af de fire risikofaktorer i investeringsporteføljen. Pejlemærket skal betragtes som et langsigtet anker for risikofordelingen.

ATP's langsigtede pejlemærke har en balanceret større risiko til de to store faktorer, Aktiefaktor (35%) og Rentefaktor (35%), mens Inflationsfaktor og Andre faktorer fylder lidt mindre (15% hver). Den samlede risiko er mindre end summen af risikoen i de 4 risikofaktorer, da der er en betydelig diversifikationsgevinst. Den faktiske portefølje kan på ethvert tidspunkt afvige fra pejlemærket på grund af markedsforhold og aktive investeringsvalg. Figur 2 viser faktorfordelingen ultimo 2020.

Figur 3: Risikofordeling i investeringsporteføljen ultimo 2020



Faktortilgangen giver ATP mulighed for at få det meste afkast ud af den investeringsrisiko, som ATP har. Indenfor mulighedsområdet opnås det bedste afkast gennem en balanceret portefølje. Den samlede portefølje sigter mod en relativt statisk sammensætning og tilpasses ikke ud fra kortsigtede taktiske overvejelser.

Mulighederne for at kunne forudsige markederne, tidsmæssigt ramme og effektivt eksekvere store ændringer i den samlede portefølje er begrænsede. Værdiskabelsen ved at opbygge og fastholde en portefølje, som er balanceret i forhold til typer af risici, markeder og geografi, og hvor investeringerne bygger på faglig substans og grundig implementering, er derfor større end ved løbende taktiske omlægninger af investeringsporteføljens overordnede sammensætning. Investeringsfilosofien bag den balancerede investeringstilgang kaldes en "All Weather" tilgang med henvisning til, at denne portefølje er robust overfor variation i det investeringsmæssige klima.

Udvikling af investeringsprocesser har været et væsentligt løbende fokusområde og vil fortsat være det i de kommende år. Investeringsprocesserne, udover implementering af faktortilgangen, har været fokuseret på 3 områder:

- Hvordan styres investeringerne bedst, så faktortilgangen – som er et middel, men ikke en absolut sandhed – kan sætte rammen for arbejdet med investeringerne uden at blive en begrænsning?
- Hvordan kan ESG-principper indgå i faktor-tilgangen?
- Hvordan ser ATP's investeringsafkast ud i en perspektivering mod andre investorer, som tilgår investeringer på sammenlignelig vis?

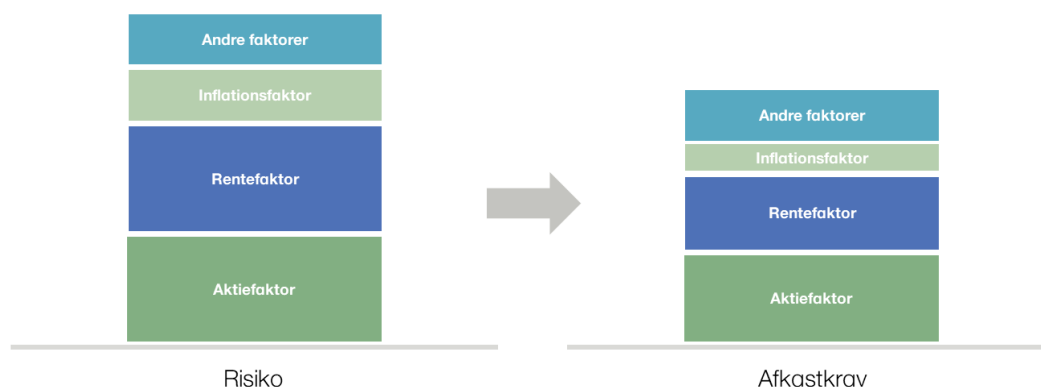
#### 4.3.1 Styling af ATP's investeringer

At den samlede portefølje sigter mod en relativt statisk sammensætning, betyder ikke, at porteføljen ikke ændrer sig. Der foretages løbende investeringer i delporteføljer i investeringsporteføljen, baseret på såvel kortsigtede overvejelser som en lang række andre overvejelser. Investeringerne i porteføljen er opdelt i delporteføljer, som hver har et afgrænset investeringsunivers og en investeringstilgang, som er tilpasset de enkelte investeringer. Investeringstilgangen giver mulighed for at analysere og sammenligne investeringerne på tværs af aktivtype, og derfor inddrages faktortilgangen som en hjælp ved investeringsbeslutningerne. Eksempelvis kan afkastforventningen til en investering fastsættes ud fra en sammenligning med afkastet på andre investeringer, der har samme

underliggende risici. Dette har i særdeleshed betydning for alternative illikvide investeringer, hvor det er vanskeligt at fastsætte afkastkravet.

Det er essentielt som investor at kunne sætte et afkastkrav på alle de enkelte investeringer indenfor en og samme ramme. Den faktorbaserede tilgang giver en konsistent og ensartet ramme. Der kan sættes markedspriser på hver af de fire risikofaktorer, der indgår i en infrastrukturinvestering, ud fra deres størrelse, som afspejler risikofaktorenes tabsrisiko. Jo større eksponering mod en risikofaktor, jo større en kompensation vil investorerne forvente. Markedsprisen for eksponering mod en risikofaktor er ikke den samme for alle fire risikofaktorer. En investor vil kræve en højere kompensation for at eksponere sig mod 'Andre faktorer', herunder illikviditet, end mod den samme eksponering i Aktiefaktor. Figur 3 viser et eksempel på en opbygning af afkastkrav for en illikvid investering.

Figur 3: Eksempel på opbygning af afkastkrav for en illikvid investering



Note: Markedsprisen for eksponering mod en risikofaktor er ikke den samme for alle fire risikofaktorer

Investeringsporteføljens delporteføljer styres gennem delegation af mandater til investeringsteams. Investeringsteams er overvejende interne teams samt ATP's investeringsdatterselskaber, herunder ATP Ejendomme og ATP Private Equity Partners. ATP har over de senere år arbejdet mod at fastlægge klare investeringsmandater til de respektive investeringsteams, så overordnede beslutninger om investeringernes sammensætning er adskilt fra den mere specifikke udvælgelse og daglige styring af enkeltinvesteringer. Herved delegeres beslutninger til specialister indenfor forskellige investeringsområder, og ATP får den bedst mulige udnyttelse af de risikobudgetter, som fordeles til investeringsteams.

#### 4.3.2 ESG-principper og faktortilgangen

I den faktorbaserede investeringsstrategi opdeles risikoen på hver enkelt investering på de fire risikofaktorer alt efter, hvilke typer risici den pågældende investering er eksponeret imod. Faktortilgangen inddrager ESG-relaterede elementer for de delporteføljer, hvor det har betydning. Eksempelvis integreres klimaovervejelser i investeringerne ved inddragelse af selskabernes implementering af TCFD-anbefalingerne (Task Force on Climate-related Financial Disclosures). Desuden indgår governance-kriterier i ATP's vurdering af børsnoterede aktier. Der henvises til ATP Koncernens rapporter om samfundsansvar i investeringer (<https://www.atp.dk/resultater-og-rapporter/rapporter-og-publikationer-om-samfundsansvar>).

#### 4.3.3 Perspektivering af investeringsafkast

ATP's investeringstilgang er drevet af et klart fokus på risici, og opdelingen af ATP's investeringer i en afdækningsportefølje og en investeringsportefølje afspejler dette. Den overordnede målsætning for afdækningsporteføljen er at sikre den garanterede forrentning, således at ATP til enhver tid kan leve op til garantiene. Den overordnede målsætning for investeringsporteføljen er at skabe et afkast, der giver mulighed for dels at opbygge reserver til dækning af eksempelvis længere levetid end forventet, så at ATP sikrer pensionerne hele livet, dels at forhøje de garanterede pensioner og dermed sikre pensionernes realværdi.

Investeringsporteføljen tager udgangspunkt i midler fra bonuspotentialet. ATP udnytter, at de midler, der som følge af anvendelse af finansielle instrumenter ikke bindes i afdækningsporteføljen, endvidere er til rådighed for

investeringsporteføljen på markedsbetingelser. Det betyder i praksis, at investeringsporteføljen kan operere med en flere midler end bonuspotentialiet.

Når ATP skal perspektivere afkastet på sine investeringer, er det rimeligt at sammenligne med andre investorer, som har tilsvarende muligheder i porteføljestyringen. ATP samarbejder med en række andre investorer med lignende porteføljesammensætning blandt andet med henblik på at kunne sammenligne afkast. Sammensætningen af de forskellige investorers porteføljer følger de samme overordnede principper for risikospredning og porteføljestyring, men er selvfølgelig meget forskellige på enkeltinvesteringsniveau. Derfor skal sammenligningen ses over en længere periode for at kunne bruges til at vurdere, om ATP gør det godt eller mindre godt på investeringsafkastet.

Når afkastet på investeringer skal perspektiveres, opdeles den samlede portefølje i delporteføljer, hvor investeringstilgangen giver mulighed for at finde sammenlignelige investeringer. For nogle delporteføljer, som f.eks. danske aktier giver det god mening at bruge traditionelle afkastsammenligninger. For andre delporteføljer, som f.eks. unoterede aktier er det sværere, og ATP har valgt at bruge opdelingen i risikofaktorer til at sammenligne afkastet på unoterede aktier med afkastet på børsnoterede aktier med samme risiko. Herved sammenlignes 'æbler med æbler' i forhold til risiko.