

# Hvad betyder ATP's form for gearing for afkastet?

Fundingomkostninger betyder en del for afkastet, bl.a. derfor er der større udsving i de afkast, ATP rapporterer, end hos andre pensionsselskaber.

ATP har af styringsmæssige grunde hovedparten af aktiverne opdelt i porteføljerne Afdæknings- og Investeringsporteføljen. Den største andel af de indbetalte pensionsmidler går til de garanterede pensioner og administreres i afdækningsporteføljen. Afdækningen sker blandt andet ved finansielle instrumenter, hvilket frigør likviditet. Den uudnyttede del af likviditeten skal placeres og kan udnyttes til at tage risiko. Når investeringsporteføljen benytter sig af et internt lån – gearing – for at opnå det ønskede risikoniveau, betaler investeringsporteføljen for lånet i form af en rentebetaling, som afhænger af lånets størrelse og rentesatsen. Rentesatsen afspejler den rente, som afdækningsporteføljen betaler eksternt for at anvende derivater i afdækningen.

I det rapporterede afkast for investeringsporteføljen er fratrukket omkostningen til det interne lån. Det rapporterede procentuelle afkast beregnes som et tidsvægtet afkast baseret på størrelsen af bonuspotentialet. Bonuspotentialet er ATP's frie midler og fungerer som risikokapital.

## Eksempel på gearing af investeringsporteføljen og opgørelse af afkast

Vi antager som eksempel, at investeringsporteføljen investerer for i alt 300 mia. kr., som finansieres ved et bonuspotentiale på 100 mia. kr. og ved et intern lån på 200 mia. kr. Med antagelse om en rente på 3 pct. skal investeringsporteføljen betale 6 mia. kr. i intern låneomkostning. Hvis det antages, at porteføljen bruttoafkast er 16 mia. kr., vil nettoafkastet før

skat i eksemplet være 10 mia. kr., da de 6 mia. kr. fragår porteføljen afkast. Finansieringsomkostningen i investeringsporteføljen modsvarer af en tilsvarende →

**Uddrag af ATP's balance**

Aktiver	Passiver
Afdækningsportefølje	Garanterede pensioner
Investeringsportefølje	Bonuspotentialet

  

Afdækning	
Aktiver	Passiver
500	500
-200	
Likviditet der ikke bindes skal placeres ... Likviditetsplacering	... eller lånes ud til Investering ...
	200

  

Investering	
Aktiver	Passiver
100	100
+200	
...som investerer midlerne	Internt lån fra Afdækning til Investering
	200

Afdækning	
Resultatopgørelse	
Renteindtægt fra Investering	6

Investering	
Resultatopgørelse	
Afkast af investering af 300	16
Rentebetaling til afdækning	-6
<b>Nettoafkast efter rentebetaling</b>	<b>10</b>
Afkast til bonuspotentiale	10 pct.

indtægt i afdækningsporteføljen, og den samlede effekt på ATP's resultat er dermed nul.

Afkast fra investeringsporteføljen er beregnet som et dagligt, tidsvægtet afkast i forhold til bonuspotentialet. Tidsvægtede afkast - også i ATP - beregnes traditionelt ved at beregne det daglige afkast ift. den investerede kapital. Ulempen ved den måde at beregne afkast på, er at den ikke tager højde for porteføljens underliggende risiko.

Idet ATP's investeringsportefølje både benytter sig af gearing i form af det interne lån samt derivatopsponering skal man være varsom med at foretage en eventuel sammenligning med andre pensionskassers rapporterede procentuelle afkast. Det vil således ikke være retvisende at sammenligne et afkastprocenttal på markedsværdi for en investor, der gearer, og en investor der ikke gearer (eller gør det i mindre grad).

Da omkostningen ved det interne lån medregnes i porteføljens afkast, er det derfor mest retvisende at udtrykke afkastprocenten ift. bonuspotentialet og ikke ift. den samlede markedsværdi af porteføljen. En konsekvens af dette valg er bl.a., at ATP's rapporterede afkastprocent alene af den årsag vil svinge mere end andre pensionskassers rapporterede procentuelle afkast.

Ovenstående har været gældende i mange år, men med de seneste års rentestigninger fylder den interne rentesats mere, så der er blevet væsentligt større forskel på afkast før og efter fundingomkostninger.

## Eksempel: En gearet portefølje investerer i merafkast

Fra eksemplet ovenfor er det klart, at bonuspotentialets afkast afhænger både af det totale afkast på investeringerne, såvel som den finansieringsrente der betales til afdækningen. Bonuspotentialet investerer derfor i høj grad i mer-afkast.

I tilfælde af at det totale afkast er uændret, men at finansieringsrenten stiger, vil dette alt andet lige sænke afkastet på ATP's investeringsportefølje. Det vil ikke være tilfældet for en ugearet investor, der blot opnår det totale ugearede afkast.

Ved et bonuspotential på 100 mia. kr. og et samlet, investeret beløb på 300 mia. kr., tjener bonuspotentialet 1 x finansieringsrente + 3 x mer-afkast i pct. (da der i dette tilfælde anvendes 3 gange gearing). Alternativt kan dette også tolkes som 1 x totalt afkast + 2 x mer-afkast.

For at illustrere effekten, viser tabellen nedenfor afkastet på bonuspotentialet ved forskellige finansieringsrenter samt totalafkast.

Hvis finansieringsrenten øges med ét procentpoint, og det totale afkast er uændret, så falder afkastet på bonuspotentialet med to procentpoint. Tilsvarende hvis finansieringsrenten falder med ét procentpoint, så stiger afkastet på bonuspotentialet med 2 pct.

Bemærk at ATP ikke samlet set mister/vinder disse midler qua det lavere/højere afkast på bonuspoten-

→

### Afkastet på bonuspotentialet ved forskellige finansieringsrenter samt totalafkast

Scenarie	Eksempel ovenfor	Højere finansieringsrente (lavere mer-afkast)	Lavere finansieringsrente (højere mer-afkast)	Højere finansieringsrente (uændret mer-afkast)
Totalt ugearet afkast i pct.	5,33%	5,33%	5,33%	6,33%
Finansieringsrente i pct.	3%	4%	2%	4%
Afkast ved investering af 300	16	16	16	19
Finansierings-omkostning ved BP på 100	-6	-8	-4	-8
Nettoafkast efter rentebetaling	10	8	12	11
<b>Afkast ifht. BP</b>	<b>10%</b>	<b>8%</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>

tialet, men at disse benyttes til at sikre opskrivning af de garanterede pensioner. Afkastet indgår således et andet sted i den samlede værdiskabelse.

I det tilfælde hvor både det totale afkast og finansieringsrenten stiger med ét procentpoint (dvs. uændret mer-afkast), stiger afkastet på bonuspotentialet med ét procentpoint. Det skyldes, at ATP tjener den højere finansieringsrente på den ugearede del af midlerne (dvs. de 100 mia. kr.), hvor de øvrige midler har et uændret afkast.

I scenarier hvor det forventede afkast er lavt relativt til finansieringsrenten (også kaldet risikopræmien), vil det forventede merafkastet på fx aktier også være lavt. Det betyder, at afkastet på bonuspotentialet alt andet lige bliver trukket ned sammenholdt med en situation, hvor risikopræmierne er tættere på de historiske niveauer.