

NHM Pensionsrating

Metodedokument

En transparent, regelbaseret & kvantitativ metode til sammenligning af danske pensionsprodukter

Offentlig metodebeskrivelse - Version 1.1 - August 2026

Nikolaj Holdt Mikkelsen, CFA, CIPM

Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen

nhm@nikolajholdtmikkelsen.dk | tlf. 31 77 60 00

www.nikolajholdtmikkelsen.dk | CVR-nr. 31370086

Indhold

Rettigheder og anvendelse.....	3
1. Introduktion.....	3
2. Scope og anvendelse	4
3. Produktunivers og datagrundlag	4
4. Indikatorer	6
5. Rationale bag indikatorerne	7
6. Metode.....	8
7. Vægtning	9
8. Beregningsmetodik	10
9. Ratingsystem.....	13
10. Ratingstabilitet.....	14
11. Governance og metodeændringer.....	15
12. Uafhængighed og interessekonflikter.....	16
13. Styrker og begrænsninger	17
Appendiks A Rådets 10 aktivklasser	19
Appendiks B Investerbare proxyer	19
Appendiks C Metodiske spørgsmål og svar.....	20
Appendiks D Vilkår for anvendelse af NHM Pensionsrating	25
Appendiks E Versionsstyring.....	28

Rettigheder og anvendelse

Pensionsratingen, metodedokumentet og alt tilhørende materiale er udviklet af og tilhører Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen.

Frit tilgængeligt er alene den offentliggjorte rating, det vil sige den samlede rating pr. produkt og antallet af ratede profiler bag denne, som denne til enhver tid er offentliggjort på www.nikolajholdtmikkelsen.dk, samt dette metodedokument. Øvrigt Ratingmateriale indgår i Pensionsrapporten.

Ved tekstlig reference til et produkts offentliggjorte samlede rating anbefales referenceformen "X af 5 i NHM Pensionsrating", med angivelse af Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen som kilde og den ratingdato, resultatet vedrører. Enhver gengivelse skal ske loyalt, korrekt og ikke-misvisende og må ikke give indtryk af anbefaling, godkendelse eller samarbejde, medmindre dette er særskilt aftalt.

Gengivelse af ratingmærker, tabeller, grafiske fremstillinger og øvrigt Ratingmateriale i kommerciel sammenhæng forudsætter en særskilt licensaftale.

De fuldstændige vilkår for anvendelse fremgår af appendiks D.

1. Introduktion

1.1 Formål

Dette dokument beskriver metoden bag NHM Pensionsrating, udviklet af Nikolaj Holdt Mikkelsen. I dette dokument omtales NHM Pensionsrating i kort form som Pensionsratingen eller ratingen.

Ratingen har til formål at omsætte en række komplekse finansielle nøgletal til én samlet, kommunikerbar rating, der gør det lettere at sammenligne danske pensionsprodukter inden for samme risikoprofil og tidshorisont.

Formålet er ikke at forudsige fremtidige afkast med præcision, men at samle fire indikatorer i én transparent og overvejende fremadskuende vurdering:

- forventet afkastpotentiale
- omkostninger
- historisk performance
- ex-ante risiko

Ratingen er udviklet til brug i:

- pensionsanalyse
- rådgivning
- benchmarking
- kundekommunikation
- medieformidling

1.2 Designprincipper

Pensionsratingen er udviklet ud fra fem overordnede principper:

Robust og transparent

De metodiske valg skal være fagligt begrundede, dokumenterbare og mulige at efterprøve.

Fremadskuende

Tre af fire indikatorer er baseret på ex-ante estimater. Modellen er dermed overvejende fremadskuende, men forankrer vurderingen i historisk performance, der dokumenterer produktets forvaltningsevne.

Helhedsorienteret

Ratingen kombinerer forventet afkast, omkostninger, historisk performance og ex-ante risiko.

Sammenlignelig

Pensionsprodukter vurderes relativt inden for samme kategori.

Praktisk anvendelig

Ratingen skal kunne læses og anvendes af rådgivere, medier, pensionselskaber og professionelle investorer.

2. Scope og anvendelse

2.1 Hvad ratingen måler

Ratingen måler, hvor attraktivt et pensionsprodukt er relativt set, inden for en kategori af markedsrenteprodukter med sammenlignelig risikoprofil og investeringshorisont.

Det konkrete produktunivers, herunder datagrundlag og eksklusionskriterier, er beskrevet i afsnit 3.

2.2 Hvad ratingen ikke måler

Ratingen er ikke:

- en investeringsanbefaling
- en garanti for fremtidige afkast
- en vurdering af kundeservice eller kvaliteten af rådgivning
- en vurdering af forsikringsdækninger
- en vurdering af individuelle skatteforhold
- en vurdering af selskabernes finansielle styrke

Ratingen er et analytisk sammenligningsværktøj baseret på en standardiseret metode.

2.3 Relativ rating

Ratingen er relativ.

Et pensionsprodukt opnår en høj rating, fordi det vurderes stærkere end øvrige produkter i den aktuelle kategori og ikke nødvendigvis fordi produktet er godt i absolutte termer.

Tilføjelse eller fjernelse af produkter kan derfor påvirke rating-fordelingen.

3. Produktunivers og datagrundlag

3.1 Produktunivers

Produktuniverset består af danske pensionsprodukter med:

- markedsrente

- sammenlignelig risikoprofil
- sammenlignelig investeringshorisont

Produktuniverset omfatter på nuværende tidspunkt pensionsprodukterne i Pensionsrapporten, NHM Benchmarking af Pensionsprodukter. Produkter med væsentligt afvigende investeringsprofil, garantiopbygning eller utilstrækkelige data kan ekskluderes.

3.1.1 Kategorier

En kategori består af samtlige ratede produkter inden for én kombination af risikoprofil og investeringshorisont, f.eks. moderat risiko med 15 år til pensionering. Normalisering, jf. afsnit 6.1, og ratinggrænser, jf. afsnit 9.1, beregnes inden for kategorien, og et produkt vurderes dermed alene mod de øvrige produkter i sin kategori.

Kategorierne er ikke opdelt efter selskabstype eller produkttype. Kommercielle pensionsprodukter, arbejdsmarkedspensioner og produkter med særlig bæredygtighedsprofil indgår i samme kategori og vurderes mod hinanden på samme grundlag.

Et produkt vurderes på sine investeringsegenskaber, dvs. forventet afkast, omkostninger, historisk performance og ex-ante risiko, og disse egenskaber er sammenlignelige uanset, hvordan produktet udbydes. En yderligere opdeling ville desuden gøre ratings fra forskellige grupper indbyrdes usammenlignelige, da hver gruppe ville få sin egen normalisering og sine egne ratinggrænser.

Grupperingen af produkter i Pensionsrapporten og i den offentliggjorte produktoversigt er alene præsentationsmæssig og har ingen betydning for beregningen af scores eller ratings.

3.2 Datakilder

Ratingen baseres bl.a. på:

- pensionsselskabernes afkast
- ÅOP-oplysninger
- strategiske aktivallokeringer
- interne beregninger
- benchmarkdata
- Rådet for Afkastforventningers forventninger til afkast, risiko og inflation

Datagrundlaget opdateres løbende. Afkastdata, strategiske aktivallokeringer og omkostninger indhentes som led i den løbende dataindsamling til Pensionsrapporten, NHM Benchmarking af Pensionsprodukter, der har været udarbejdet siden 2018.

Dataindsamlingen er dermed ikke etableret til brug for Pensionsratingen, men udgør et selvstændigt og bestående datagrundlag, som ratingen anvender. Oplysninger, der er offentligt tilgængelige, herunder ÅOP og strategiske allokeringer, verificeres og kan indhentes fra offentlige kilder uafhængigt af selskabernes leverance.

3.3 Datakvalitet

Modtagne data kvalitetssikres inden anvendelse. Kontrollen tilrettelægges efter datatypens karakter og kan blandt andet omfatte konsistens over tid, plausibilitetsvurdering og sammenholdelse med offentligt tilgængelige oplysninger. Væsentlige uklarheder søges afklaret med selskabet.

Hvis data vurderes:

- utilstrækkelige
- inkonsistente
- ikke sammenlignelige

... kan produkter midlertidigt ekskluderes eller justeres metodisk. Midlertidig eksklusion af datakvalitetsmæssige årsager oplyses i offentliggørelsen sammen med begrundelsens karakter.

Vurderingen af, om et datagrundlag er tilstrækkeligt, foretages efter samme kriterier for alle produkter.

3.4 Datalevering og ophør af datalevering

Et produkt indgår i ratingen, når datakravene i afsnit 6.3 er opfyldt. Indgår et produkt i ratingen, og ophører eller bortfalder den løbende datalevering fra selskabet efterfølgende, gælder følgende:

Videreførelse på senest tilgængelige data.

Produktet forbliver i produktuniverset og rates videre på det senest tilgængelige datagrundlag i op til 12 måneder fra den seneste komplette dataleverance. I denne periode angives ved produktet den dato, dataene er opgjort pr.

Supplerings med offentlige kilder.

I samme periode kan manglende oplysninger, hvor det er metodisk forsvarligt, erstattes af selskabets egne offentliggjorte afkast- og omkostningsoplysninger eller anden offentligt tilgængelig rapportering. Anvendes offentlige kilder i stedet for leverede data, oplyses dette.

Markering ved fortsat manglende data.

Foreligger der efter 12 måneder fortsat ikke et tilstrækkeligt datagrundlag, bortfalder produktets rating, og produktet markeres i offentliggørelsen som "Utilstrækkeligt datagrundlag. Data ikke opdateret siden [dato]". Produktet forbliver i offentliggørelsens produktoversigt.

Ophør af datalevering fører ikke til, at et produkt udgår af offentliggørelsen.

Sondringen mellem et produkt, der aldrig har opfyldt datakravene, og et produkt, hvor datagrundlaget ophører efter optagelse i ratingen, er tilsigtet. Det første indgår ikke i produktuniverset, det andet forbliver synligt med angivelse af datagrundlagets status.

Fristens længde afspejler, at indikatorerne opdateres med forskellig frekvens, jf. afsnit 11.3. Historisk performance måles over 3 og 5 år, forventet afkast opdateres halvårligt i takt med Rådet for Afkastforventningers offentliggørelse, og ÅOP ændres typisk årligt. En manglende månedlig dataleverance forringer derfor datagrundlaget gradvist og ikke abrupt. Fristen er derfor fastsat, så et produkt ikke udgår af sammenligningen ved kortvarige eller administrative afbrydelser. Datoangivelsen gør det samtidig muligt for brugeren at se, hvor aktuelt grundlaget er.

Reglerne anvendes symmetrisk og uafhængigt af resultatets retning. Samme behandling gælder for et produkt med en høj rating og for et produkt med en lav rating, og uanset årsagen til at datagrundlaget ophører.

4. Indikatorer

Ratingen bygger på fire hovedindikatorer.

#	Indikator	Retning	Perspektiv	Formål
1	Forventet afkast (ex-ante)	Højere = bedre	Forward-looking	Måler produktets forventede langsigtede nettoafkast

#	Indikator	Retning	Perspektiv	Formål
2	Omkostninger (ÅOP)	Lavere = bedre	Forward-looking	Måler omkostningsbelastningen for kunden
3	Historisk performance vs. benchmark	Højere = bedre	Backward-looking	Måler historisk forvaltningskvalitet
4	Ex-ante risiko (VaR 1%)	Lavere = bedre	Forward-looking	Måler forventet downside-risiko

5. Rationale bag indikatorerne

5.1 Forventet afkast

Forventet afkast er den primære driver for den fremtidige pensionsformue. Et højt forventet afkast øger sandsynligheden for at kunden når sit pensionsmål inden for den givne tidshorisont.

Indikatoren er forward-looking og opgøres netto efter omkostninger, inflation og PAL-skat, hvilket gør den direkte sammenlignelig på tværs af produkter med forskellige omkostningsniveauer og allokeringer.

For beregningsmetodik, se afsnit 8.1.

5.2 Omkostninger

Omkostninger reducerer direkte det forventede nettoafkast og er en af de mest forudsigelige og kontrollerbare parametre for et pensionsprodukt. Jo lavere omkostninger, desto større andel af det forventede afkast tilfalder kunden.

Indikatoren påvirker modellen på to niveauer:

- direkte som selvstændig indikator
- indirekte via beregningen af forventet nettoafkast, jf. afsnit 8.1

Det er valgt for at skabe et eksplicit incitament til omkostningsreduktion. En reduktion i omkostninger vil derfor umiddelbart forbedre både omkostningsscoren og det forventede nettoafkast.

Historisk performance opgøres derimod brutto før omkostninger jf. nedenfor.

For beregningsmetodik, se afsnit 8.2.

5.3 Historisk performance

Historisk performance måler, om et pensionsprodukt har vist evnen til at levere. Dvs. om det historisk har skabt merværdi ud over, hvad dets strategiske allokering i sig selv forklarer. Hvor forventet afkast måler produktets potentiale, måler historisk performance, om produktet har formået at omsætte dette potentiale til faktiske resultater.

De to indikatorer er komplementære og vægtes ligeværdigt: forventet afkast er fremadskuende og allokeringsdrevet, mens historisk performance er bagudskuende og forvaltningsdrevet. Tilsammen fanger de både hvad produktet kan forventes at levere, og om produktet har vist evnen til at levere.

Indikatoren måler ikke absolut historisk afkast, men afkast relativt til et produktspecifikt benchmark konstrueret ud fra det enkelte produkts strategiske allokering.

Dermed isoleres forvaltningskvaliteten fra effekten af aktivklassevalg. Et produkt belønnes ikke for at have haft en aktietung allokering i en periode hvor aktier har outperformat deres langsigtede forventninger, men for at have skabt merværdi ud over hvad allokeringen i sig selv forklarer.

For beregningsmetodik, se afsnit 8.3.

5.4 Ex-ante risiko

Ex-ante risiko sætter afkastpotentialet i perspektiv. To produkter med identisk forventet afkast men forskellig downside-risiko bør ikke have samme rating. For en pensionsinvestor er sandsynligheden for et betydeligt tab i opsparingsperioden ikke irrelevant.

Afkastpotentiale og downside-risiko behandles som to selvstændige indikatorer og ikke som ét kombineret risikojusteret mål. Selv om forventet afkast og VaR er delvist korrelerede, begge udledes af samme ex-ante model, er de to dimensioner hver for sig relevante for pensionsbeslutningen. To produkter med samme risikojusterede afkast, fx identisk sharpe ratio, kan have markant forskellig VaR, og for en investor der sparer op mod et konkret mål, er det absolutte tabsniveau relevant, uanset om risikoen er velkompenseret. En sammenvejning til ét tal ville sløre netop denne information. De to indikatorer indgår derfor separat og med eksplicite vægte.

VaR 1% er valgt frem for standardafvigelse, fordi det omsætter forventet afkast og volatilitet til et downside-orienteret tabsmål med fokus på den nedre hale af afkastfordelingen. For en pensionsinvestor er det primært tabsrisikoen der er relevant og ikke udsvingene i sig selv.

Pensionsprodukternes egne historiske risikomål kan ikke tillægges samme værdi, da illikvide aktivers infrekvente prissætning systematisk undervurderer den reelle risiko. Rådet for Afkastforventningers forventninger til standardafvigelser og korrelationer afspejler den forventede reelle risiko for aktivklasser som private equity, infrastruktur og ejendomme og er derfor et mere retvisende grundlag end historisk realiseret volatilitet.

Modellen anvender således ex-ante risikoestimer frem for ex-post risikomål, hvilket er konsistent med modellens øvrige forward-looking tilgang.

For beregningsmetodik, se afsnit 8.4.

6. Metode

6.1 Normalisering

For at gøre indikatorerne sammenlignelige normaliseres alle indikatorer til en fælles skala fra 0 til 1. Der anvendes min-max normalisering.

For indikatorer hvor højere er bedre:

$$Score = (x - x_{min}) / (x_{max} - x_{min})$$

For indikatorer hvor lavere er bedre:

$$Score = 1 - (x - x_{min}) / (x_{max} - x_{min})$$

Alternative normaliseringsmetoder er testet, jf. afsnit 11.4. Min-max er valgt på baggrund af transparens, verificerbarhed og fravær af fordelingsantagelser.

6.2 Winsorisering og outlier-håndtering

Med en kategori på ca. 20-25 produkter vurderes winsorisering ikke hensigtsmæssigt. Hvert produkt er inkluderet aktør, og ekstreme værdier er reelle produkttegenskaber og ikke statistisk støj. Det dårligste produkt på en given indikator scorer legitimt 0, det bedste scorer 1.

Hvis kategorierne på et tidspunkt udvides væsentligt og der opstår markante outliers, kan winsorisering på 5/95-percentilen vurderes og eventuelt indføres som en dokumenteret metodeændring.

6.3 Datakrav og eksklusion

Det er en forudsætning for at indgå i ratingen, at alle fire indikatorer er tilgængelige. Produkter, der ikke opfylder dette krav, indgår ikke i ratingen. For produkter, der indgår i ratingen, og hvor datagrundlaget efterfølgende ophører, gælder afsnit 3.4.

For historisk performance kræves mindst 3 års benchmark-historik. Produkter med kortere historik indgår ikke i ratingen.

7. Vægtning

Den samlede score beregnes som et vægtet gennemsnit af de fire delscores.

Indikator	Vægt
Forventet afkast	35%
Omkostninger (ÅOP)	25%
Historisk performance*	35%
heraf 3-årig relativ performance	25%
heraf 5-årig relativ performance	10%
Ex-ante risiko (VaR 1%)	5%

*For produkter med mindst 3 års, men under 5 års benchmark-historik, vægter 3-årig relativ performance hele komponenten på 35%.

7.1 Rationale bag vægtningen

Målt på vægt udgør de fremadskuende indikatorer 65% og den historiske performanceindikator 35%.

Vægtene er normative og der er valgt en transparent vægtstruktur frem for:

- statistisk optimerede vægte
- regressionsbaserede modeller
- AI/machine learning-modeller

Baggrunden er, at ratingen skal være intuitiv, transparent, stabil og kommunikerbar over for både kunder, medier og professionelle aktører.

7.2 Effektiv vægtning

Omkostninger påvirker modellen ad to kanaler:

- den direkte ÅOP-score
- det forventede nettoafkast (jf. afsnit 8.1)

Derudover er forventet afkast og VaR delvist korrelerede, da begge stammer fra samme ex-ante model.

De nominelle vægte afspejler derfor ikke nødvendigvis de fulde økonomiske effekter i modellen. Omkostningernes reelle gennemslag er således større end den nominelle vægt.

8. Beregningsmetodik

8.1 Beregning af forventet afkast

Det forventede nettoafkast beregnes på baggrund af det enkelte produkts strategiske aktivallokering og Rådet for Afkastforventningers halvårligt offentliggjorte forventninger for 10 aktivklasser, jf. appendiks A. Afkastforventningerne på kort og mellemlang sigt, år 1-10, anvendes.

Rådet for Afkastforventninger offentliggør forventninger for henholdsvis de første 10 år og for perioden herefter. Pensionsratingen anvender konsistent forventningerne for år 1-10 på tværs af samtlige risikoprofiler og investeringshorisonter, herunder for profiler med 30 år til pensionering.

Valget hviler på tre forhold.

1. For det første er ratingen en vurdering af produktet, som det foreligger på ratingtidspunktet, og ikke en fremskrivning af en konkret opsparers formue frem til pensionering. Produktets strategiske allokering, omkostningsniveau og forvaltning kan ændre sig, og opspareren kan skifte produkt undervejs. Et vurderingsgrundlag på 10 års sigt svarer bedre til den periode, hvor produktets aktuelle egenskaber med rimelighed kan antages at være gældende.
2. For det andet sikrer det, at ratings beregnet på tværs af horisonter hviler på de samme afkastforventninger. Det er en forudsætning for, at de kan indgå i den samlede rating, jf. afsnit 9.3.
3. For det tredje indgår de samme afkastforventninger for alle produkter inden for en kategori. Da ratingen er relativ, er det forskellene mellem produkternes allokeringer og omkostninger, der driver rangordningen, mens en ændring til de langsigtede forventninger først og fremmest ville forskyde niveauet for samtlige produkter.

Det forventede nominelle bruttoafkast beregnes som et vægtet gennemsnit af aktivklasseforventningerne baseret på produktets strategiske allokering.

Rådets afkastforventninger for aktivklasse 1-6 er opgjort før omkostninger, mens forventningerne for aktivklasse 7-10 er opgjort efter fees til eksterne fonde. De omkostninger, Rådet opgør for aktivklasse 7-10, er fastsat med udgangspunkt i de historiske omkostninger for stats- og realkreditobligationer og udgør dermed alene et konservativt estimat for pensionsselskabernes egne omkostninger ved investering i illikvide aktiver, ikke et samlet omkostningsmål for aktivklasserne.

Produktets ÅOP omfatter samtlige omkostninger, herunder indirekte investeringsomkostninger i underliggende fonde. Fratrækkes den fulde ÅOP et bruttoafkast, hvori aktivklasse 7-10 allerede er opgjort efter fees til eksterne fonde, vil disse omkostninger indgå to gange for den del af porteføljen.

For at sikre, at omkostninger indregnes én gang, tillægges Rådets opgjorte fees for aktivklasse 7-10 afkastforventningen for de pågældende aktivklasser, inden det allokeringsvægtede bruttoafkast beregnes. Herefter fratrækkes produktets fulde ÅOP, jf. formlen nedenfor. Fremgangsmåden er afklaret med Forsikring & Pension i august 2026.

Korrektionen anvendes ensartet på samtlige ratede produkter og bygger alene på offentliggjorte satser fra Rådet for Afkastforventninger samt produktets strategiske allokering. Der indgår ikke

selskabsspecifikke omkostningsoplysninger, og korrektionen kan derfor efterprøves for ethvert produkt i universet.

For produkter med gearing beregnes det forventede bruttoafkast på baggrund af bruttoeksponeringen. Finansieringsomkostningen for den del af bruttoeksponeringen, der overstiger 100%, fratrækkes med udgangspunkt i Rådets forventede afkast, år 1-10, for aktivklassen statsobligationer.

Det forventede realafkast efter omkostninger og PAL-skat, der anvendes i scoren, beregnes som:

$$\text{Nettoafkast} = (\{ 1 + [((1 + r_{\text{brutto}}) \times (1 - \text{ÅOP})) - 1] \times (1 - \text{PAL}) \} / (1 + \text{inflation}) - 1) \times 100$$

hvor r_{brutto} er det forventede nominelle bruttoafkast, ÅOP angives som decimal, PAL = 15,3%, og inflation er Rådets forventede inflation, år 1-10.

Indikatoren opdateres halvårligt i takt med Rådet for Afkastforventningers offentliggørelse samt ved ændringer i de offentliggjorte strategiske allokeringer.

8.2 Beregning af omkostninger

Som omkostningsindikator anvendes det enkelte produkts offentliggjorte ÅOP (årlige omkostninger i procent). ÅOP er et standardiseret mål der gør omkostninger sammenlignelige på tværs af produkter og selskaber.

Kun produkter med offentliggjort ÅOP indgår i ratingen. Produkter uden tilgængeligt omkostningstal ekskluderes, da manglende transparens på omkostninger i sig selv vurderes som en væsentlig mangel.

8.3 Beregning af historisk performance

For hver af de 10 aktivklasser er identificeret en investerbar proxy, jf. appendiks B. Proxyer er valgt med henblik på at opnå eksponering til den ønskede aktivklasse til lavest mulige omkostninger og består i vid udstrækning af indeksfonde og ETF'er.

At proxyer er investerbare er centralt, idet den strategiske allokering for ethvert pensionsprodukt således kan replikeres af den enkelte investor, og benchmark afspejler et reelt alternativ.

Det produktspecifikke benchmark beregnes ved at gange produktets strategiske allokering med månedsafkastet for de valgte proxyer for hver aktivklasse. Der forudsættes månedlig rebalancering.

Den del af bruttoeksponeringen, der overstiger 100%, behandles som lånefinansieret eksponering. Som historisk finansieringsrente anvendes CIBOR 3 måneder. Finansieringsomkostningen fratrækkes benchmark-afkastet måned for måned.

Ændringer i strategiske allokeringer slår igennem fremadrettet, men påvirker ikke allerede beregnet historisk afkast.

Historisk performance opgøres som differencen mellem produktets realiserede afkast og benchmark-afkastet over henholdsvis 3 og 5 år. Et positivt tal indikerer at produktet har skabt merværdi ud over sin strategiske allokering, mens et negativt tal indikerer underperformance.

Den realiserede performance opgøres brutto før omkostninger på begge sider af sammenligningen. Det enkelte produkts realiserede afkast er opgjørt efter omkostninger, og den aktuelle ÅOP lægges derfor tilbage. Tilsvarende er benchmarkets afkast opgjørt efter de investerbare proxyers omkostninger, som ligeledes lægges tilbage. Herved sammenlignes produkt og benchmark brutto mod brutto, og

omkostningseffekten indgår alene via omkostningsindikatoren og ikke tillige i performancemålet. Performancemålet isolerer dermed forvaltningsevnen.

Den aktuelle ÅOP anvendes som approksimation for hele performanceperioden og eventuelle ændringer i omkostningsniveauet undervejs i perioden indgår ikke. ÅOP er for de fleste produkter forholdsvis stabil over tid, og selve omkostningsjusteringen er lille i forhold til spændet i performance mellem produkterne. Forskellen mellem aktuel og historisk ÅOP udgør dermed en endnu mindre størrelse og vurderes ikke at påvirke den relative rangordning eller de samlede ratings.

Produkter uden mindst 3 års benchmark-historik rates ikke. For produkter med 3 års benchmark-historik, men ikke 5 år, baseres den historiske performanceindikator alene på 3-årig relativ performance, der i disse tilfælde vægter hele de 35 procentpoint. Når et produkt opnår 5 års benchmark-historik, opdeles vægten, så 3-årig relativ performance vægter 25 procentpoint og 5-årig relativ performance vægter 10 procentpoint, svarende til samlet 35 procentpoint for historisk performance.

Den strategiske frem for den faktiske allokering er valgt som benchmark-grundlag. Afviger et produkt fra sin strategiske allokering, fx ved at overvægte aktier, vil effekten heraf afspejles i den beregnede performance.

8.4 Beregning af ex-ante risiko

Ex-ante risiko måles som årlig Value-at-Risk baseret på 1%-fraktilen, svarende til et 99% konfidensniveau. Beregningen tager udgangspunkt i Rådet for Afkastforventningers forventninger til standardafvigelse og korrelationer for de 10 aktivklasser.

På baggrund af det enkelte produkts strategiske allokering beregnes en forventet standardafvigelse for produktet.

VaR 1% beregnes herefter som:

$$VaR\ 1\% = -NORMINV(0,01; R; \sigma)$$

hvor R er det forventede afkast før inflation, omkostninger og skat, og σ er den beregnede forventede standardafvigelse. Fortegnet er negativt da VaR konventionelt opgøres som et positivt tal der udtrykker det maksimale tab, som under modelantagelserne kun forventes overskredet med 1% sandsynlighed.

For et givet forventet afkast er VaR 1% en monoton transformation af den forventede standardafvigelse. På tværs af produkter afhænger VaR imidlertid af begge størrelser, idet $VaR\ 1\% \approx 2,326 \times \sigma - R$.

Egenskaben er central for dens funktion. Et produkt, der øger sin risiko ved at flytte allokering mod aktivklasser med højere forventet afkast, øger σ forholdsmæssigt mere end R og får derved en højere VaR og en lavere score på indikatoren, jf. afsnit 5.4.

R opgøres brutto, det vil sige før omkostninger, PAL-skat og inflation. Omkostninger indgår dermed ikke i risikoindikatoren, men alene i omkostningsindikatoren og i det forventede nettoafkast, jf. afsnit 8.1 og 8.2. Risikoindikatoren måler således alene den risiko, den strategiske allokering indebærer, og er uafhængig af produktets omkostningsniveau.

VaR er valgt frem for standardafvigelsen direkte, fordi den udtrykker risiko som et konkret tabsniveau, hvilket er lettere at kommunikere. Indikatorens lave vægt afspejler, at den er nært beslægtet med de dimensioner, der allerede indgår via forventet afkast, og at dens funktion primært er at fjerne et incitament frem for at differentiere produkterne bredt.

9. Ratingsystem

9.1 Ratingstruktur

Den samlede score konverteres til en relativ 1–5 rating. Ratingen angives som "X af 5" og gengives grafisk med udfyldte cirkelmærker, hvor antallet af udfyldte mærker svarer til ratingtrinnet.

Rating	Interval	Andel
5 af 5	Score $\geq$ P85	15 %
4 af 5	$P65 \leq \text{score} < P85$	20 %
3 af 5	$P35 \leq \text{score} < P65$	30 %
2 af 5	$P15 \leq \text{score} < P35$	20 %
1 af 5	Score $< P15$	15 %

Ratinggrænserne beregnes som percentiler af de samlede scores i kategorien.

Der anvendes den inklusive percentildefinition med lineær interpolation mellem observationer. For n scores sorteret i stigende orden ligger den p 'te percentil ved rangpositionen $1 + p(n - 1)$, og der interpoleres lineært mellem de to nærmeste observationer. Definitionen svarer til Excel-funktionerne PERCENTILE og PERCENTILE.INC, der er indbyrdes identiske, og til den mest udbredte percentildefinition i statistisk software.

Grænserne er inklusive nedadtil. Et produkt tildeles rating 5, når scoren er større end eller lig med P85, rating 4, når scoren er større end eller lig med P65 og mindre end P85, og tilsvarende for de øvrige trin. Produkter med identisk score tildeles dermed altid samme rating.

De andele, der fremgår af tabellen, følger af percentilgrænserne. Da grænserne beregnes på de faktiske scores i kategorien, er andelen uafhængige af, hvordan de samlede scores i øvrigt er fordelt.

Med et endeligt antal produkter kan andelen dog ikke altid rammes præcist, da et produkt ikke kan deles. Den faktiske fordeling i en kategori kan derfor afvige nogle procentpoint fra tabellens, og afvigelsen er større, jo færre produkter kategorien omfatter. Andelen er ikke kvoter, og der foretages ingen efterfølgende justering af grænser eller ratings for at ramme dem.

9.2 Dynamiske kategorier

Ratinggrænser beregnes dynamisk inden for den aktuelle kategori. Det betyder, at ratingen:

- kan ændre sig over tid
- påvirkes af ændringer i kategorien
- er relativ frem for absolut

9.3 Samlet rating på det fulde pensionsprodukt

Ratingen i afsnit 9.1 tildeles for det enkelte produkt inden for én kategori, dvs. for en given kombination af risikoprofil og investeringshorisont. Et pensionsprodukt udbydes typisk i flere sådanne profil- og horisontvarianter, og hver variant rates selvstændigt efter den i afsnit 6 til 9 beskrevne metode.

Den samlede rating for det fulde pensionsprodukt beregnes som det simple gennemsnit af de ratings, produktet har opnået på tværs af de profiler, det er vurderet på. Hvor afsnit 9.1 udtrykker produktets relative styrke inden for én profil, sammenfatter den samlede rating vurderingen på tværs af profiler.

En samlet rating dannes alene, når produktet er vurderet på de tre opsparingshorisonter 30, 15 og 5 år til pensionering. Disse tre horisonter er fordelt over en stor del af opsparingsfasen, fra langt fra til tæt på pensionering, og dækker dermed fasen bredt frem for blot på ét enkelt tidspunkt. Horisonten i udbetalingsfasen (5 år efter pensionering) samt eventuelle høj- og lav-risikovarianter er supplerende profiler. De indgår i gennemsnittet, når de foreligger, men er ikke en betingelse for, at en samlet rating dannes. Kravet er dermed begrundet i dækning af opsparingsfasen og ikke i antallet af profiler som sådan.

For produkter, der ikke er vurderet på alle tre opsparingshorisonter, beregnes ingen samlet rating. De enkelte profilers ratings består uændret, men produktet tildeles ikke en samlet rating.

Kravet anvendes symmetrisk og uafhængigt af resultatets retning. Samme dækningskrav gælder for et produkt med en høj og for et produkt med en lav rating; et produkt udelades aldrig fra den samlede rating på grund af resultatets retning.

9.4 Afrunding

Den samlede rating beregnes som en decimalværdi (f.eks. 4,2), der udgør produktets præcise samlede rating og giver en mere finmasket detaljeringsgrad af forskellene mellem produkter end det afrundede ratingtrin.

Når den samlede rating gengives som "X af 5", afrundes decimalværdien til nærmeste hele ratingtrin. Der anvendes almindelig matematisk afrunding, hvor halve værdier rundes op. En samlet rating på 4,50 afrundes til 5 af 5, mens 4,49 afrundes til 4 af 5. Det viste ratingtrin er en afrundet visning af den underliggende decimalværdi og ikke en selvstændig størrelse.

10. Ratingstabilitet

10.1 Stabilitet som designprincip

Ratingen er udviklet med fokus på balancen mellem sensitivitet og stabilitet. Den skal reagere på væsentlige ændringer i produkter og markedsforhold uden at skabe unødigt volatilitet i ratings fra måned til måned.

Version 1.0 anvender ingen særskilte stabilitetsmekanismer. Ratingen afspejler til enhver tid de aktuelle scores, og et offentliggjort ratingtrin kan ikke afvige fra det, metoden tilsiger på opgørelsestidspunktet.

Stabiliteten følger i stedet af modellens konstruktion. Tre af fire indikatorer opdateres halvårligt eller sjældnere, jf. afsnit 11.3, og ligger dermed fast mellem opdateringerne. Den månedligt opdaterede indikator, historisk performance, måles over rullende 3- og 5-årige perioder, hvor en enkelt ny måned kun udskifter en lille del af beregningsgrundlaget. Væsentlige ratingændringer mellem to måneder vil derfor typisk afspejle en reel ændring, f.eks. en ny ÅOP, en ændret strategisk allokering eller ændringer i kategorien, og ikke støj.

10.2 Fremtidige stabilitetsmekanismer

Viser der sig behov for yderligere stabilitet, kan fremtidige versioner inkludere smoothing-mekanismer, glidende gennemsnit, transitionsregler eller minimumsperioder for ratingændringer. En sådan ændring vil blive dokumenteret som en metodeændring, jf. afsnit 11.1.

11. Governance og metodeændringer

11.1 Versionsstyring

Metoden versionsstyres løbende. Væsentlige ændringer dokumenteres.

11.2 Løbende udvikling

Metoden forventes videreudviklet over tid i takt med:

- ændringer i produktuniverset
- datakvalitet
- markedets udvikling
- ny metodisk indsigt

11.3 Opdateringsfrekvens

Ratingen genberegnes og offentliggøres som hovedregel månedligt som led i Pensionsrapporten. Denne hovedregel kan afviges, hvis særlige forhold gør sig gældende.

De enkelte indikatorer opdateres med forskellig frekvens. Historisk performance opgøres månedligt, forventet afkast halvårligt i takt med Rådet for Afkastforventningers offentliggørelse, og ÅOP når opdaterede omkostningstal foreligger.

Den månedlige genberegning sikrer, at ændringer i realiseret performance løbende afspejles i ratingen, mens de øvrige indikatorer indgår med deres senest gældende værdier.

11.4 Sensitivitets- og robusthedsanalyse

Modellen er testet under en række alternative vægtstrukturer for at vurdere robustheden af de samlede ratings.

Der er bl.a. gennemført beregninger med:

- ligelig vægtning af alle indikatorer (25/25/25/25)
- øget vægt på risiko
- reduceret vægt på historisk performance
- alternative kombinationer af afkast-, risiko- og omkostningsvægte

Spearman-rangkorrelationen mellem basisscenariet og de alternative vægtstrukturer ligger for samtlige moderate omvægtninger mellem 0,95 og 0,99 på tværs af de tre opsparingshorisonter. Selv i det mest vidtgående scenarie, ligelig vægtning af alle fire indikatorer, hvor risikovægten firedobles og performancevægten mere end halveres, forbliver korrelationen over 0,75. Rangordningen er dermed stabil på tværs af rimelige vægtvalg.

Særligt top- og bundplacerede produkter viser høj stabilitet. De bedst og dårligst ratede produkter forbliver i vid udstrækning uændrede på tværs af de testede scenarier.

Ændringer forekommer primært blandt produkter i midterfeltet, hvor forskelle i afkast-, risiko- og omkostningsprofil naturligt kan føre til mindre forskydninger i rangordningen.

Sensitivitetsanalysen indikerer således, at modellens resultater i høj grad drives af de underliggende produkttegenskaber frem for af specifikke vægtvalg.

Tilsvarende er alternative normaliseringsmetoder, herunder z-score og percentilbaseret normalisering, afprøvet. Robustheden er vurderet på den kommunikerede samlede rating: min-max og z-score giver identiske samlede ratings for samtlige produkter, mens percentilbaseret normalisering alene flytter to grænseprodukter ét ratingtrin. Min-max fastholdes derfor af hensyn til transparens og verificerbarhed, og fordi resultatet er stabilt over for det nærmeste alternativ, z-score.

11.5 Clustering og spredningsanalyse

Der er gennemført en spredningsanalyse af samtlige fire indikatorer med henblik på at vurdere risikoen for clustering. Det vil sige at mange produkter ligger tæt på hinanden på en given indikator, hvilket kan medføre at små tilfældige udsving giver store rangskift.

Analysen viser at performance vs. benchmark er den indikator med den laveste spredning efter normalisering og dermed den største clustering-risiko, mens de øvrige tre indikatorer er veldifferentierede. Performance-indikatoren vægter ikke alene, men indgår i en samlet score sammen med tre veldifferentierede indikatorer, hvilket reducerer betydningen af clustering på den enkelte indikator.

Clustering-risikoen adresseres dels via ovenstående test af alternative normaliseringsmetoder, dels er andre nøgletal vurderet som alternativ performanceindikator men fravalgt. Det skyldes bl.a. pensionsprodukternes betydelige eksponering til illikvide aktiver.

For pensionsprodukter med betydelig eksponering mod illikvide aktiver er tracking error et upålideligt risikomål. Illikvide aktivers infrekvente og udglattede prissætning kan trække den observerede tracking error kunstigt ned, mens et udglattet produktafkast målt mod et volatilt, likvidt benchmark omvendt kan trække den op. Effektens retning kan ikke fastlægges entydigt, og tracking error er derfor ikke et troværdigt grundlag for denne produkttype. Performance vs. benchmark fastholdes derfor som performanceindikator.

11.6 Datering og rettelser

Enhver offentliggjort rating er dateret og angiver det datagrundlag, den er beregnet på.

Konstateres en fejl i data eller i beregningen, rettes den, og korrektionen indgår i førstkommande ratingkørsel, jf. afsnit 11.3. Har fejlen påvirket en allerede offentliggjort rating, oplyses det ved den efterfølgende offentliggørelse.

Henvendelser om formodede faktuelle fejl rettes til nhm@nikolajholdtmikkelsen.dk. Henvendelser vurderes efter samme kriterier uanset afsender og efter samme principper for alle produkter.

12. Uafhængighed og interessekonflikter

12.1 Uafhængighed

Pensionsratingen udarbejdes af Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen som en uafhængig analyse.

Ratingen fastlægges udelukkende ved anvendelse af den metode, der er beskrevet i dette dokument, på det datagrundlag, der er beskrevet i afsnit 3. Der indgår ikke skøn, der kan tilsidesætte metodens resultat, og en rating kan ikke ændres uden om metoden. Ansvar for samtlige metodiske valg påhviler alene Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen.

12.2 Kommercielle relationer

Analysehusets indtægter hidrører fra abonnementer på Pensionsrapporten, licensaftaler om kommerciel anvendelse af Pensionsratingen samt analyse- og rådgivningsopgaver vedrørende bl.a. formidling af investeringsanbefalinger. Kundekredsen omfatter både pensionsselskaber, pensionsmæglere, private investorer og institutionelle investorer, herunder selskaber hvis produkter indgår i ratingen.

Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen har ingen ejerskabsmæssig eller ansættelsesmæssig tilknytning til de selskaber, hvis produkter indgår i ratingen, formidler ikke deres produkter og modtager ingen salgsafhængig betaling fra dem.

Følgende gælder uden undtagelse:

- Et produkts rating påvirkes ikke af, om selskabet bag er abonnent, har indgået licensaftale eller i øvrigt er kunde hos Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen.
- Der modtages ikke betaling for at rate et produkt, og et selskab kan ikke betale sig til optagelse i eller udeladelse fra ratingen.
- Vederlag for abonnement og licens er uafhængigt af ratingens niveau og af dens udvikling over tid.
- Metode, vægtning, produktunivers og ratinggrænser fastlægges uden inddragelse af de ratede selskaber og er ikke genstand for forhandling.
- Et selskab kan ikke opnå udeladelse fra ratingen ved at ophøre med at levere data, jf. afsnit 3.4.
- Investeringsprodukter, der udbydes af Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen eller af enheder med tilknytning hertil, indgår ikke i Pensionsratingen og kan ikke opnå en rating.

13. Styrker og begrænsninger

13.1 Styrker

- Metodisk robust og transparent
- Fremadskuende
- Helhedsorienteret
- Dynamisk
- Praktisk anvendelig
- Incitamentsskabende

13.2 Begrænsninger

- Relativ frem for absolut vurdering
- Normative vægte
- Delvis overlap mellem indikatorer
- Følsomhed over for ændringer i kategorierne
- Begrænset historik for nyere produkter

Metoden forventes videreudviklet løbende. Væsentlige ændringer dokumenteres, jf. afsnit 11.1.

Nikolaj Holdt Mikkelsen, CFA, CIPM

Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen · August 2026

Appendiks A Rådets 10 aktivklasser

1. Statsobligationer
2. Investment grade
3. High yield
4. Emerging markets obligationer
5. Globale aktier
6. Emerging markets aktier
7. Private Equity
8. Infrastruktur
9. Ejendomme
10. Hedgefonde

For aktivklasse 7-10 anvendes Rådets afkastforventninger med tilbagelagte fees til eksterne fonde, jf. afsnit 8.1.

Appendiks B Investerbare proxyer

Aktivklasse	Proxy	ISIN	Omk. %
Statsobligationer	Nykredit Invest Lange Obligationer	DK0060009405	0,38
Investment grade	Vanguard EUR Corporate Bond ETF	IE00BZ163G84	0,09
High yield	iShares € High Yield Corporate Bond ETF	IE00B66F4759	0,50
Emerging markets obligationer	iShares JP Morgan EM Bond EUR Hedged ETF	IE00B9M6RS56	0,50
Globale aktier	X MSCI World ETF	IE00BJ0KDQ92	0,19
Emerging markets aktier	iShares Core MSCI EM IMI ETF	IE00BKM4GZ66	0,18
Private Equity	iShares Listed Private Equity ETF	IE00B1TXHL60	0,75
Infrastruktur	iShares Global Infrastructure ETF	IE00B1FZS467	0,65
Ejendomme	iShares European Property Yield ETF	IE00B0M63284	0,40
Hedgefonde	Wealth Invest AKL St. Petri L/S I (fra 1/1-2021)	DK0060952836	1,96

Appendiks C Metodiske spørgsmål og svar

Hvorfor er ratingen relativ og ikke absolut?

Pensionsratingen er udviklet som en relativ rating. Produkterne vurderes i forhold til hinanden inden for samme risikoprofil og investeringshorisont.

Et produkt kan derfor opnå en høj rating, fordi det vurderes stærkere end øvrige produkter i kategorien og ikke nødvendigvis fordi produktet er godt i absolut forstand.

Dette svarer til principperne bag en række internationale ratingsystemer.

Hvorfor anvendes ikke kun historiske afkast?

Historiske afkast er påvirket af markedsregimer og kan belønne heldige perioder frem for langsigtet kvalitet.

Tre af de fire hovedindikatorer er derfor forward-looking.

Historisk performance anvendes som mål for forvaltningskvalitet og ikke som en prognose for fremtidige afkast.

Hvorfor måles historisk performance over 3 og 5 år og ikke længere perioder?

Kritikken af korte evalueringsvinduer rammer primært absolutte afkast, hvor markedsregimet dominerer. Pensionsratingen måler performance relativt til et produktspecifikt benchmark, der absorberer regimeeffekten. Tilbage står den relative forvaltningsevne, som er væsentligt mindre regimefølsom.

Performance skal samtidig afspejle selskabets aktuelle organisation, strategi og forvaltning. Et længere vindue ville i vidt omfang måle forhold, der ikke længere er til stede, og et længere historikkrav ville desuden udelukke en del af de produkter, opsparerne faktisk kan vælge imellem.

Historisk performance fungerer som kontrol af præstationsevne, ikke som prognose. Kombinationen af to overlappende vinduer med hovedvægt på det seneste belønner vedvarende, aktuel præstationsevne frem for enkeltstående gunstige perioder længere tilbage.

Hvorfor indgår historisk performance med en relativt høj vægt?

Historisk performance måler ikke absolut afkast, men selskabets evne til at skabe værdi ud over det afkast, som den strategiske allokering i sig selv tilsiger.

Historikken fungerer dermed som et mål for forvaltningskvalitet og præstationsevne.

Hvis historikken vægtede meget lavt, ville modellen i praksis ignorere, om selskaberne faktisk har været i stand til at realisere deres strategi.

Hvorfor opgøres historisk performance brutto før omkostninger?

Performancemålet skal isolere forvaltningsevne, altså evnen til at skabe merafkast ud over den strategiske allokering. Da omkostninger allerede straffes i omkostningsindikatoren og det forventede nettoafkast, opgøres både produktets og benchmarkets afkast brutto før omkostninger, så omkostninger ikke tæller med yderligere og sammenligningen er symmetrisk. Den aktuelle ÅOP anvendes som approksimation for perioden.

Belønner modellen gårdsdagens vindere?

Nej. Et højt historisk afkast kan skyldes gunstige markedsforhold, høj aktieandel eller særlige regionale eksponeringer.

Disse forhold belønnes allerede via forventet afkast.

Historikkomponenten måler alene, om selskabet har leveret mere eller mindre end det afkast, som aktivallokeringen i sig selv tilsiger.

Vægtes omkostninger dobbelt?

Ja. Omkostninger indgår både direkte via omkostningsindikatoren (ÅOP) og indirekte via det forventede nettoafkast. Den historiske performance opgøres derimod brutto før omkostninger, så omkostningseffekten ikke tillige indgår i performancemålet.

Omkostninger er den eneste faktor, som med sikkerhed reducerer kundens fremtidige formue, og samtidig en faktor, som selskaberne selv kan påvirke.

Belønner modellen passive og billige løsninger?

Nej. Aktive strategier og alternative investeringer kan opnå høje ratings, hvis de skaber merværdi efter omkostninger.

Højere omkostninger er ikke et problem i sig selv, men de skal kunne retfærdiggøres gennem bedre resultater.

Hvorfor anvendes ikke ESG som selvstændig indikator?

Pensionsratingen er udviklet til at vurdere investeringsegenskaber og ikke individuelle bæredygtighedspræferencer.

ESG kan være vigtigt for den enkelte opsparer, men ligger uden for ratingens formål.

Hvorfor er vægtene subjektive?

Alle ratingsystemer bygger på metodiske valg. Vægtene i Pensionsratingen er normative og baseret på faglige vurderinger.

Modellen er testet under alternative vægtstrukturer, og resultaterne viser høj stabilitet i rangordningen.

Er resultaterne følsomme over for vægtvalgene?

Sensitivitetsanalyser viser høj robusthed. Top- og bundplacerede produkter er generelt stabile på tværs af alternative vægtstrukturer.

Ændringer forekommer primært blandt produkter i midterfeltet.

Hvorfor anvendes min-max normalisering?

Min-max normalisering er valgt, fordi metoden er intuitiv, transparent og fri for fordelingsantagelser. Z-score er afprøvet og giver identiske samlede ratings, men kræver en statistisk forklaring og hviler på en fordelingsantagelse, der er svær at validere i en lille kategori. Min-max foretrækkes derfor, når resultatet er det samme.

Hvorfor anvendes ikke winsorisering?

Kategorierne består af et begrænset antal produkter, hvor ekstreme værdier vurderes at være reelle produktsegenskaber frem for statistisk støj.

Det bedste produkt på en indikator bør derfor kunne opnå maksimal score, og det svageste produkt minimal score.

Hvor følsom er ratingen over for valget af normaliseringsmetode?

Robustheden er testet på den samlede rating, som er det der kommunikeres. Min-max og z-score giver identiske samlede ratings for samtlige produkter, mens en percentilbaseret metode alene flytter ganske få produkter ét ratingtrin, og kun produkter der i forvejen ligger på grænsen mellem to ratings.

Min-max er fastholdt af hensyn til transparens og verificerbarhed, og fordi resultatet er stabilt over for det nærmeste alternativ.

Hvorfor anvendes Rådet for Afkastforventninger?

Ved at anvende eksterne og offentligt tilgængelige kapitalmarkedsforventninger reduceres risikoen for subjektive skøn.

Metoden bliver dermed mere transparent og reproducerbar.

Hvorfor anvendes Value-at-Risk (VaR)?

VaR er valgt som et intuitivt og kommunikerbart mål for downside-risiko.

Ingen risikomål er perfekte, men VaR vurderes at være velegnet til sammenligning af pensionsprodukter.

Hvorfor er en selvstændig risikoindikator nødvendig, når risiko allerede indgår i forventet afkast?

Nettoafkastindikatoren kan ikke skelne mellem, hvordan et givet forventet nettoafkast er opnået. Et produkt med høje omkostninger kan kompensere gennem en mere aggressiv allokering og derved opnå samme forventede nettoafkast som et billigt produkt med moderat allokering.

Omkostningsindikatoren straffer det dyre produkt, men sonderer ikke mellem, om et nettoafkast er opnået gennem omkostningseffektivitet eller gennem øget risiko. Risikoindikatoren sikrer denne sondring, så risikofinansieret afkast belastes, hvor omkostningseffektivt afkast belønnes.

Uden en selvstændig risikoindikator ville modellen dermed indeholde et strukturelt incitament til at kompensere omkostninger med risiko. Indikatorens formål er primært at fjerne dette incitament.

Hvorfor vægter risiko relativt lavt?

Risikoindikatorens formål er ikke at differentiere produkterne bredt, det gør afkast, omkostninger og historisk performance, men at fjerne incitamentet til at kompensere høje omkostninger med øget risiko. Vægten er sat, så risikofinansieret afkast belastes, uden at risikodimensionen fortrænger de forhold, der bærer den egentlige vurdering.

Formålet er at balancere afkastpotentiale og downside-risiko uden at lade risiko dominere modellen.

Sammenligner ratingen produkter med forskellig risiko?

Produkterne grupperes efter den risikoprofil, de udbydes under, og ikke efter et mål for deres faktiske risiko. Inden for samme kategori varierer den ex-ante beregnede risiko mærkbart mellem produkter. Netop denne forskel indgår i vurderingen gennem risikoindikatoren, jf. afsnit 8.4.

Hvorfor kan et produkt falde i rating, selvom afkastet har været godt?

Ratingen er relativ. Et produkt vurderes i forhold til de øvrige produkter i kategorien. Hvis konkurrenterne forbedrer sig mere, eller hvis relative styrker ændrer sig, kan ratingen ændre sig, selvom produktet fortsat leverer positive afkast.

Hvorfor kan nye produkter ikke opnå rating?

Det er en forudsætning for at indgå i ratingen, at alle fire indikatorer kan beregnes. Produkter uden tilstrækkelig historik vurderes derfor ikke.

Dette skal sikre sammenlignelighed og datakvalitet.

Er ratingen en investeringsanbefaling?

Nej. Pensionsratingen er et analytisk sammenligningsværktøj. Ratingen udgør ikke en individuel investeringsanbefaling og er ingen garanti for fremtidige afkast.

Hvorfor sammenlignes produkter med forskellig aktivallokering?

Produkterne har forskellige strategier og sammensætninger. Pensionsratingen tager højde for dette ved at beregne både forventet afkast og historisk performance relativt til den underliggende aktivallokering.

Et produkt belønnes derfor ikke blot for at have haft høj aktieandel eller gunstige markedsforhold, men for den værdi, der er skabt ud over det, som sammensætningen i sig selv tilsiger.

Hvad sker der, hvis kategorien ændrer sig?

Da ratingen er relativ, kan ændringer i kategorien påvirke både normalisering og ratinggrænser. Dette er en naturlig egenskab ved relative ratingsystemer.

Kan metodikken ændre sig over tid?

Ja. Metoden forventes løbende videreudviklet i takt med ny viden, forbedrede data og ændringer i markedet. Alle væsentlige ændringer dokumenteres via versionsstyring.

Hvorfor anvendes ikke historisk sharpe ratio eller andre risikojusterede afkastmål?

Historisk sharpe ratio og lignende risikojusterede afkastmål er fravalgt.

Mange danske pensionselskaber har betydelige investeringer i illikvide aktiver som private equity, infrastruktur og unoterede ejendomme. Disse aktiver værdiansættes typisk sjældnere end børsnoterede aktiver og udviser derfor en kunstigt lav observeret volatilitet.

Risikojusterede afkastmål baseret på historisk volatilitet hviler dermed på et upålideligt risikoestimat for produkter med høj andel af illikvide aktiver. Den observerede volatilitet kan afvige betydeligt fra den reelle, hvilket kan ske i begge retninger afhængigt af prissætning og benchmark.

Pensionsratingen anvender derfor historisk performance og ex-ante risiko som to separate dimensioner frem for at kombinere dem i ét samlet nøgletal.

Hvorfor anvendes ikke information ratio som performanceindikator?

Information ratio måler performance i forhold til tracking error. Som beskrevet ovenfor er volatilitetsbaserede risikomål upålidelige for produkter med stor illikviditetseksposering. Det gælder også tracking error i nævneren på information ratio. Effektens retning kan ikke fastlægges entydigt, og nævneren er derfor ikke et troværdigt grundlag for denne produkttype. Performance opgøres i stedet som afkast relativt til benchmark.

Tilføjer VaR information ud over standardafvigelsen?

For et givet forventet afkast er VaR 1% under normalfordelingsantagelsen en monoton transformation af standardafvigelsen og tilføjer ikke selvstændig haleinformation. På tværs af produkter afhænger VaR af både forventet afkast og standardafvigelse, $VaR\ 1\% \approx 2,326 \times \sigma - R$, og indikatoren rangordner derfor ikke produkterne identisk med standardafvigelsen alene.

VaR er valgt frem for standardafvigelsen, fordi den udtrykker risiko som et konkret tabsniveau, der er lettere at kommunikere til en pensionsopsparer. Indikatorens primære formål er at fjerne incitamentet til at kompensere høje omkostninger med øget risiko.

Hvorfor anvendes ikke flere risikomål?

Risikoindikatoren har en afgrænset rolle. Den skal fjerne incitamentet til at kompensere høje omkostninger med øget risiko, ikke differentiere produkterne bredt, og vejer derfor 5%, jf. afsnit 7. Value-at-Risk er valgt, fordi risikoen kan udtrykkes som et konkret tabsniveau. Flere risikomål ville øge modellens kompleksitet uden at ændre indikatorens funktion.

Undervurderer modellen værdien af alternative investeringer?

Nej. Alternative investeringer indgår via forventet afkast, historisk performance og ex-ante risiko.

Modellen tager ikke stilling til, hvilke aktivklasser der er "rigtige", men vurderer alene det samlede resultat for pensionsopspareren.

Det er kun én persons vurdering. Hvorfor skulle markedet lægge vægt på den?

Pensionsratingen bygger på en offentlig, dokumenteret og reproducerbar metode. Alle centrale metodiske valg fremgår eksplicit af metodedokumentet, og beregningerne kan efterprøves.

Formålet er at skabe transparens og sammenlignelighed, ikke at erstatte individuelle vurderinger.

Er kategorierne for små til en meningsfuld rating?

Det danske pensionsmarked er relativt koncentreret, og kategorien omfatter de relevante produkter inden for den pågældende risikoprofil og horisont.

Formålet er ikke statistisk generalisering, men sammenligning af de konkrete produkter, som danske pensionsopsparere kan vælge imellem.

Hvad hvis et selskab har ændret strategi eller organisation?

Tre af fire indikatorer er forward-looking. Historisk performance udgør kun én del af den samlede vurdering og kan derfor ikke alene drive en høj eller lav rating.

Hvad sker der, hvis et selskab ikke leverer data?

Datagrundlaget indhentes som led i den løbende dataindsamling til *NHM Benchmarking af Pensionsprodukter* og er ikke etableret til brug for ratingen. Ophører leverancen for et produkt, der allerede indgår i ratingen, videreføres ratingen på senest tilgængelige data i op til 12 måneder med angivelse af opgørelsesdato, og manglende oplysninger kan i denne periode suppleres fra offentligt tilgængelige kilder. Herefter bortfalder ratingen, og produktet markeres med utilstrækkeligt datagrundlag, men forbliver i offentliggørelsen. Reglerne fremgår af afsnit 3.4 og anvendes symmetrisk.

Hvorfor anvendes ikke kunstig intelligens eller machine learning?

Modellen er udviklet med fokus på transparens og forklarbarhed. I en pensionsrating skal brugeren kunne se, hvorfor et produkt får en bestemt rating, og en model, hvis vægte er estimeret frem for fastlagt, kan ikke efterprøves af den, ratingen retter sig mod.

Vægtene i afsnit 7 er normative og offentliggjorte. Enhver med det nødvendige datagrundlag kan genberegne en rating og nå frem til samme resultat.

Hvorfor indgår forsikringsdækninger ikke?

Ratingen er udviklet til at vurdere investering og opsparing. Forsikringsdækninger, kundeservice og individuelle forhold indgår ikke.

Disse forhold kan være vigtige, men ligger uden for modellens formål.

Appendiks D Vilkår for anvendelse af NHM Pensionsrating

Ophavsret

Pensionsratingen, metodedokumentet, ratingbetegnelser, beregninger, databehandling, tabeller, grafiske fremstillinger og øvrigt tilhørende materiale er udviklet af Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen.

Metodedokumentet er offentligt tilgængeligt og må frit videredistribueres i uændret og fuldstændig form med angivelse af kilde. Ændret, forkortet eller redigeret gengivelse, videresalg og indarbejdelse i andre værker kræver forudgående skriftlig tilladelse fra Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen jf. dog nedenfor om delvis gengivelse.

Definitioner

Pensionsrapporten - Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsens rapport NHM Benchmarking af Pensionsprodukter, hvori Pensionsratingen indgår som en integreret del.

Ratingmateriale - Den samlede rating, profilratings, ratingbetegnelser, delscorer, indikatorscorer og decimalværdier samt enhver grafisk gengivelse heraf, herunder ratingmærker, cirkelmarkører, badge-filer, produktkort, ratingrækker og ratingtabeller. Begrebet omfatter materialet, uanset om det stammer fra Pensionsrapporten eller fra den offentliggjorte rating.

Anvender - Enhver, der er kommet lovligt i besiddelse af Ratingmateriale, uanset om det er sket ved offentliggørelse, ved abonnement på Pensionsrapporten eller på anden vis.

Adgangen til Pensionsratingen

Frit tilgængeligt er alene den offentliggjorte rating, det vil sige den samlede rating pr. produkt og antallet af ratede profiler bag denne, som denne til enhver tid er offentliggjort på www.nikolajholdtmikkelsen.dk, samt nærværende metodedokument i den til enhver tid gældende version.

At materialet er frit tilgængeligt indebærer alene, at det kan tilgås og læses uden abonnement. Gengivelse af Ratingmateriale i kommerciel sammenhæng forudsætter en særskilt licensaftale. Dette omfatter ratingtabeller, ratingrækker, grafiske fremstillinger, ratingmærker, badge-filer, produktkort, delscorer og profilratings.

Ved angivelse af et produkts samlede ratingresultat i ren tekstform anbefales referenceformen "X af 5 i NHM Pensionsrating" med angivelse af Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen som kilde og med angivelse af den ratingdato, resultatet vedrører.

Redaktionel omtale i uafhængige medier må ske med kildeangivelse og forudsætter ikke en licensaftale. Dette gælder ikke for udbydere af produkter omfattet af Pensionsratingen eller for parter, der er koncernforbundne med en sådan udbyder, jf. afsnit 3.

Enhver gengivelse af Ratingmateriale må ikke give indtryk af, at Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen har godkendt, anbefalet eller medvirket til den konkrete anvendelse, medmindre dette er særskilt aftalt.

Øvrigt Ratingmateriale indgår i Pensionsrapporten.

Gengivelse må ikke ske selektivt eller på en måde, der giver et misvisende billede af ratingresultatet, herunder ved at gengive ratingen for enkelte profiler uden samtidig angivelse af den samlede rating, ved at udelade ratingdatoen eller ved at anvende en tidligere rating efter offentliggørelse af en ny.

Anvendelsen af Ratingmateriale er reguleret i tre former for anvendelse, jf. nedenfor. Hvilken form der gælder, bestemmes af Anvenderens forhold til de ratede produkter og af, hvem materialet rettes mod.

Ratingmærker og visuelle kendetegn

Ratingmærker, badge-filer, produktkort, cirkelmarkører og øvrige visuelle kendetegn knyttet til NHM Pensionsrating udleveres alene til parter med en gældende licensaftale og må alene anvendes af disse. Egen gengivelse, efterligning eller tilnærmet efterligning af disse kendetegn er ikke tilladt.

1. Intern anvendelse

Ratingmateriale må anvendes internt i Anvenderens egen organisation som led i egen analyse, benchmarking og beslutningstagning.

Intern anvendelse omfatter ikke gengivelse over for kunder, potentielle kunder eller andre eksterne parter. Materialet må ikke videregives til parter uden for Anvenderens egen juridiske enhed, herunder ikke til koncernforbundne selskaber.

2. Rådgivningsmæssig anvendelse

Anvendere, der yder rådgivning om pensionsforhold, herunder forsikringsmæglere og pensionsrådgivere, må anvende Pensionsratingen som beslutningsstøtte i konkret rådgivning af egne kunder og må i den forbindelse gengive ratings for flere produkter i sammenlignende form i rådgivningsmateriale rettet til den enkelte kunde.

Adgangen forudsætter, at samtlige følgende betingelser er opfyldt:

- Anvenderen udbyder ikke selv produkter omfattet af Pensionsratingen og er ikke koncernforbundet med en udbyder af sådanne produkter.
- Gengives ratings for flere produkter, gengives samtlige produkter, der indgår i Anvenderens sammenligning, med deres faktiske rating. Selektiv gengivelse er ikke tilladt.
- Ratingen gengives loyalt, med kildeangivelse og med angivelse af ratingdato, og således at metodens forudsætninger og begrænsninger, jf. afsnit 2.2 og 12.2, fremgår.
- Gengivelsen fremstilles ikke som en anbefaling fra eller et samarbejde med Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen.
- Materialet er rettet til en identificeret kunde i en konkret rådgivningssituation og ikke til en ubestemt kreds.

Anvendelse i Anvenderens egen markedsføring, salgsmateriale, pitchmateriale, hjemmeside, sociale medier, nyhedsbreve eller anden kommunikation rettet mod en ubestemt kreds er ikke omfattet og forudsætter en særskilt licensaftale.

3. Kommerciel anvendelse

Anvendelse af Pensionsratingen, opnåede ratings, ratingbetegnelser, ratingmærker, tabeller eller uddrag heraf i markedsføring, kundekommunikation eller andet kommercielt øjemed kræver en særskilt skriftlig licensaftale med Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen.

Dette omfatter blandt andet gengivelse i annoncer, på hjemmesider, på sociale medier, i præsentationer, i salgs- og pitchmateriale, i pressemeddelelser eller i anden ekstern kommunikation.

Anvendere, der selv udbyder produkter omfattet af Pensionsratingen, eller som er koncernforbundne med en sådan udbyder, må ikke uden licensaftale anvende Ratingmateriale i markedsføring, salgsmateriale eller kundekommunikation. Dette omfatter ratingmærker, badge-filer, produktkort, ratingtabeller, grafiske fremstillinger, delscorer og profilratings.

Angivelse af et eget produkts samlede ratingresultat i ren tekstform bør ske efter referenceformen ovenfor og må ikke ledsages af ratingmærker eller øvrige visuelle kendetegn uden licensaftale.

Kildeangivelse giver ikke i sig selv ret til at anvende ratingmærker, badge-filer, produktkort, ratingtabeller eller øvrige grafiske fremstillinger i kommerciel sammenhæng.

Vilkårene i dette appendiks indarbejdes i abonnementsvilkårene for Pensionsrapporten og indgår i licensaftaler med Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen.

Henvendelse om licensaftale rettes til nhm@nikolajholdtmikkelsen.dk.

Appendiks E Versionsstyring

Version 1.1, 18. august 2026

Præcisering af omkostningsbehandlingen for aktivklasse 7-10 i afsnit 8.1, jf. afklaring med Forsikring & Pension. Ændringen påvirker beregningen af forventet nettoafkast for produkter med eksponering mod unoterede aktivklasser.