NHM Pensionsrating – en regelbaseret, kvantitativ metode til sammenligning af danske markedsrenteprodukter

Artiklen præsenterer metoden bag NHM Pensionsrating, en regelbaseret rating af danske markedsrenteprodukter. Ratingen kombinerer forventet nettoafkast, omkostninger, historisk performance relativt til investerbare benchmarks og ex-ante risiko. Resultaterne viser betydelige forskelle mellem produkterne. ÅOP varierer fra 0,40 til 1,19 pct., mens det forventede reale nettoafkast spænder over godt 1,3 pct. point årligt. Desuden har 19 af 20 produkter over de seneste tre år underperformet et investerbart benchmark baseret på deres egen strategiske allokering, opgjort før omkostninger. Robusthedsanalyser viser, at de samlede ratings er stabile over for moderate alternative vægtstrukturer og normaliseringsmetoder, og at de højeste ratings er mest robuste.

AF FORFATTER



Nikolaj Holdt Mikkelsen
CFA, CIPM, Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen
E-mail: nhm@nikolajholdtmikkelsen.dk

Nikolaj Holdt Mikkelsen leverer analyser og beslutningsgrundlag inden for pension og investering til aktører i den finansielle sektor, herunder løbende benchmarking af det danske pensionsmarked. Han rådgiver desuden velhavende privatpersoner, erhvervsdrivende fonde og selskaber om investering og formueplanlægning. Han har mere end to årtiers erfaring fra sektoren, heraf 11 år hos Morningstar, hvor han arbejdede for større gennemsigtighed i markedet for investerings- og pensionsprodukter.

Note: Forfatteren har udviklet og udgiver NHM Pensionsrating gennem Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen. Ratingresultaterne offentliggøres frit, mens dele af datagrundlaget og de underliggende analyser indgår i en kommerciel pensionsrapport. Artiklen er skrevet af ratingens ophavsmand. Alle metodiske valg, beregninger og fortolkninger samt eventuelle fejl og mangler er alene forfatterens ansvar. Forfatteren takker Ken L. Bechmann og Mads Hebsgaard for faglig sparring om ratingmetoden. I forbindelse med denne artikel takkes endvidere en anonym referee for en række yderligere kommentarer.

Indledning og motivation

Det danske pensionssystem har gennem de seneste to årtier bevæget sig fra garanterede gennemsnitsrenteprodukter til markedsrenteprodukter, hvor den enkelte opsparer bærer investeringsrisikoen. Valget af pensionsprodukt har direkte konsekvenser for den fremtidige pensionsformue, men sammenligningsgrundlaget på tværs af selskaber er fragmenteret, og afkast offentliggøres for forskellige profiler og horisonter. Danske opsparere har hidtil manglet en offentligt tilgængelig, regelbaseret helhedsvurdering, hvor afkastpotentiale, omkostninger, historisk performance og risiko sammenvejes efter en fast metode.

På investeringsfondsområdet har uafhængige ratings i årtier fungeret som et komprimeret sammenligningsgrundlag, der gør komplekse nøgletal tilgængelige for ikke-professionelle investorer, med Morningstars stjernerating som den mest kendte (Morningstar, 2023). For danske markedsrenteprodukter har et tilsvarende værktøj ikke eksisteret. Det er bemærkelsesværdigt, fordi valget af pensionsprodukt for de fleste danskere kun er sammenligneligt med boligkøbet, og fordi forskelle i afkast, omkostninger og forvaltningskvalitet akkumuleres gennem et helt opsparingsliv og dermed får væsentlig betydning for den økonomiske velfærd, jf. Mikkelsen (2016).

Denne artikel præsenterer metoden bag NHM Pensionsrating, der blev lanceret i august 2026. Samtlige ratings offentliggøres, mens detaljerede data og analyser indgår i Analysehusets pensionsrapport. Formålet er ikke at forudsige fremtidige afkast præcist, men at sammenfatte komplekse nøgletal i en konsistent, gennemsigtig og overvejende fremadskuende vurdering, så produkter med samme risikoprofil og horisont kan sammenlignes på et fælles grundlag.

Artiklen gennemgår først produktunivers og datagrundlag, dernæst de fire indikatorer, normalisering og vægtning og endelig resultater, robusthedsanalyser, metodiske fravalg og begrænsninger.

Produktunivers og datagrundlag

Produktuniverset består af danske markedsrenteprodukter med sammenlignelig risikoprofil og investeringshorisont, aktuelt 24 produkter fordelt på kommercielle produkter, arbejdsmarkedspensioner og bæredygtighedsprofilerede produkter. Grupperingen anvendes alene ved offentliggørelsen, idet alle produkter vurderes mod hinanden inden for de samme sammenligningsuniverser. Hver kombination af risikoprofil og horisont udgør et selvstændigt univers, og ratingen beregnes for op til ti profiler pr. produkt fordelt på horisonter på 30, 15 og 5 år til pensionering samt 5 år efter, hver med op til tre risikovarianter. Produkter uden tilstrækkelig afkasthistorik, offentliggjort ÅOP eller allokeringsgrundlag udelades.

Datagrundlaget omfatter pensionsselskabernes afkast, ÅOP og strategiske aktivallokeringer samt Rådet for Afkastforventningers halvårlige forventninger til afkast, standardafvigelser, korrelationer og inflation for ti aktivklasser. Samfundsforudsætningerne er tidligere behandlet indgående i dette tidsskrift (Munk og Rangvid, 2018; Andersen, Engberg Jensen og Rangvid, 2019). Forudsætningerne er offentlige, fastlagt eksternt og udarbejdet med henblik på konsistens på tværs af aktivklasser, og når både afkast- og risikoforventninger forankres i Rådets tal, reduceres behovet for udgiverens egne skøn.

Ratingen er dermed også underlagt de forbehold, der knytter sig til Samfundsforudsætningerne, herunder afvejningen mellem markedskonformitet og en fortolkelig sammenhæng

mellem afkast og risiko (Andersen m.fl., 2019). Fordelen ved et fælles, eksternt anker vurderes at overstige ulemperne.

Fejl, der rammer produkterne nogenlunde ens, forskyder primært niveauet for det forventede afkast og påvirker kun i begrænset omfang rangordningen, der i så fald drives af allokering og omkostninger.

Fejl i forventningerne til enkelte aktivklasser kan derimod påvirke rangordningen, fordi allokeringerne er forskellige. Usikkerheden er størst for aktivklasser uden løbende markedspriser. Viser forventningerne til fx private equity, infrastruktur eller ejendomme sig for høje eller for lave, kan produkter med stor allokering hertil blive systematisk begunstiget eller stillet ringere. Ratingen anvender Rådets forudsætninger uden egne korrektioner. Ellers ville et eksternt grundlag blive erstattet af udgiverens skøn. Revisioner slår automatisk igennem ved efterfølgende opdateringer.

Fire indikatorer

Ratingen bygger på fire hovedindikatorer, der tilsammen dækker afkastpotentiale, omkostningsbelastning, historisk forvaltningsevne og downside-risiko, jf. tabel 1. Modellen kombinerer et aktuelt og direkte påvirkeligt omkostningsniveau (25 pct.), realiseret relativ performance (35 pct.) og fremadskuende estimater for afkast og risiko (40 pct.).

Forventet nettoafkast

Forventet afkast er den primære driver for den fremtidige pensionsformue og indgår med den højeste vægt sammen med historisk performance. Indikatoren beregnes ud fra det enkelte produkts strategiske aktivallokering kombineret med Rådet for Afkastforventningers forventninger for de ti aktivklasser på kort og mellemlang sigt (år 1-10). Det forventede nominelle bruttoafkast opgøres som et allokeringsvægtet gennemsnit af aktivklasseforventningerne. For produkter med gearing beregnes bruttoafkastet på baggrund af bruttoeksponeringen, og finansieringsomkostningen for eksponering ud over 100 pct. fratrækkes med udgangspunkt i Rådets forventede afkast for aktivklassen statsobligationer.

Scoren baseres på det forventede realafkast efter omkostninger og PAL-skat. Bruttoafkastet reduceres med produktets ÅOP, beskattes med PAL-satsen på 15,3 pct. og deflateres med Rådets forventede inflation. Nettoopgørelsen gør indikatoren direkte sammenlignelig på tværs af produkter med forskellige omkostningsniveauer og allokeringer og afspejler det afkast, der reelt tilfalder opspareren.

Afviger det enkelte produkts faktiske allokering fra dets strategiske allokering, vil effekten heraf afspejles i historisk performance relativt til investerbart benchmark, jf. senere.

Omkostninger

Som omkostningsindikator anvendes produktets offentliggjorte ÅOP, der er standardiseret og sammenligneligt på tværs af selskaber.

Omkostninger påvirker modellen ad to kanaler:

1. direkte via omkostningsindikatoren og
2. indirekte via det forventede nettoafkast.

Den effektive vægt af omkostninger er derfor højere end den nominelle vægt på 25 pct. Det er tilsigtet. ÅOP er hverken en prognose eller et historisk resultat, men et aktuelt niveau, der gælder fremadrettet, og som selskabet kan ændre løbende. En omkostningsreduktion slår straks igennem på begge indikatorer. Omkostninger er samtidig den eneste parameter, der med sikkerhed reducerer opsparerens fremtidige formue.

Effekten kan kvantificeres. Omkostningsspændet på 0,79 pct. point, jf. tabel 4, svarer efter PAL-skat til ca. halvdelen af det observerede spænd i forventet realt nettoafkast. Omkostninger lægger dermed beslag på den direkte vægt på 25 pct. plus omtrent halvdelen af afkastindikatorens vægt, i alt ca. 42 pct. af den samlede score i det opgjorte univers. Den anden halvdel af afkastspændet forklares af forskelle i strategisk allokering, og korrelationen mellem forventet nettoafkast og ÅOP er da også kun −0,47, jf. tabel 6. En sammenlægning af de to indikatorers fulde vægt til 60 pct. forudsætter, at forventet afkast alene er bestemt af omkostninger, hvilket ikke er tilfældet.

Historisk performance relativt til investerbart benchmark

Hvor forventet afkast måler produktets potentiale, måler historisk performance, om produktet har omsat potentialet til faktiske resultater. Indikatoren måler ikke absolut historisk afkast, men afkast relativt til et produktspecifikt benchmark konstrueret ud fra produktets egen strategiske allokering.

Tilgangen tager udgangspunkt i den klassiske indsigt, at den strategiske aktivallokering forklarer hovedparten af variationen i porteføljeafkast (Brinson, Hood og Beebower, 1986; for pensionsfonde Blake, Lehmann og Timmermann, 1999). Et produkt skal derfor ikke belønnes alene for en aktietung allokering i en periode, hvor aktier har outperformet, men for den merværdi, der er skabt ud over, hvad allokeringen forklarer. Allokeringens eget bidrag indgår allerede via det forventede afkast. Omvendt straffes aktietunge produkter ikke alene fordi aktier har underperformet.

TABEL 1: Ratingens fire indikatorer

Indikator	Retning	Perspektiv	Vægt	Opdatering
Forventet nettoafkast (ex-ante)	Højere = bedre	Estimat (ex-ante)	35%	Halvårligt
Omkostninger (ÅOP)	Lavere = bedre	Aktuelt niveau, direkte påvirkeligt	25%	Ved offentliggørelse
Historisk performance vs. benchmark (3 og 5 år)	Højere = bedre	Realiseret (ex post)	35%*	Månedligt
Ex-ante risiko (VaR 1%)	Lavere = bedre	Estimat (ex-ante)	5%	Halvårligt

*Historisk performance fordeles med 25 pct. point på 3-årig og 10 pct. point på 5-årig relativ performance. For produkter med mindst 3, men under 5 års benchmarkhistorik vægter den 3-årige komponent hele 35 pct. point. Kilde: NHM Pensionsrating, metodedokument version 1.1.

For hver af Rådets ti aktivklasser er der identificeret en investerbar proxy, overvejende indeksfonde og ETF'er, med henblik på at opnå eksponeringen til lavest mulige omkostninger. Det er centralt, at proxyerne er investerbare. Benchmarket repræsenterer dermed et reelt alternativ, som en investor i princippet kan replikere. Det produktspecifikke benchmark beregnes ved at kombinere produktets strategiske allokering med proxyernes månedsafkast under forudsætning af månedlig rebalancering. Bruttoeksponering ud over 100 pct. behandles som lånefinansieret med CIBOR 3 måneder som historisk finansieringsrente. Ex ante anvendes derimod Rådets forventede afkast for statsobligationer, jf. ovenfor, fordi det forventede afkast skal være konsistent med Rådets øvrige forudsætninger, mens den historiske performancemåling skal afspejle den faktiske finansieringsomkostning i perioden.

Benchmarket bygger på Rådets ti aktivklasser og kan ikke skelne mellem allokeringsvalg inden for den enkelte aktivklasse og aktiv forvaltning. En regional overvægt af fx danske aktier indgår ikke i benchmarkkonstruktionen og fremstår derfor som relativ performance. Forholdet gælder symmetrisk for alle produkter og for både positive og negative udfald, men indebærer, at skillelinjen mellem strategiske og taktiske beslutninger følger Rådets klassifikation og ikke nødvendigvis selskabets egen sondring.

Der knytter sig usikkerhed til proxyer for illikvide investeringer, især private equity, hvor eksponeringen opnås via en børsnoteret ETF-proxy for aktivklassen. Proxyen prisfastsættes dagligt og bærer markedsbeta, mens produkternes egne opgørelser er mere infrekvente og udjævnede (Getmansky, Lo og Makarov, 2004). Sammenholdt med selskabernes rapporterede private equity-afkast er proxyen 2,4 til 4,0 gange mere volatil målt på kvartalsafkast, mens afkastforskellen over hele perioden 2019-2026 er 0,6 pct. point. Genberegnes samtlige ratings med et gennemsnit af selskabernes egne afkast som benchmark for aktivklassen, skifter to af de 20 ratede produkter ét trin, begge fra en position tæt på en tringrænse. Aktivklassens begrænsede vægt fortynder afvigelsen i det samlede benchmark.

Proxyerne afspejler det investeringsunivers, en dansk opsparer har adgang til, og aktieeksponeringen er overvejende ikke valutaafdækket. Det har betydning, fordi flere selskaber helt eller delvist afdækker dollareksponeringen på aktier. Afdækning er ikke omkostningsfri, og prisen svarer i al væsentlighed til renteforskellen mellem valutaerne. Omkostningen kan estimeres ved at sammenholde to S&P 500-indeksfonde over rullende 12-månedersperioder, en uafdækket opgjort i USD og en EUR-afdækket opgjort i EUR. Da hver fond måles i sin egen valuta, indgår den realiserede USD/EUR-kursbevægelse ikke i sammenligningen, og forskellen afspejler derfor primært renteforskellen samt implementeringsomkostninger. De seneste fem år har forskellen ligget mellem knap 2 og godt 3 pct. point årligt, hvoraf ca. 0,1 pct. point er den afdækkede fonds højere løbende omkostninger. Den egentlige afdækningsomkostning har dermed ligget omkring 2 pct. point årligt af den afdækkede eksponering og er over et langt opsparingsforløb et betydeligt afkastafkald.

Spørgsmålet er ikke nyt. Bækgaard m.fl. (2025) opgjorde danske pensionsselskabers performance for 2015-2024 og blev mødt med indvendingen, at manglende hensyntagen til valutaafdækning kunne forklare en væsentlig del af den målte underperformance. Ratingen tager ikke stilling til diskussionen, men måler konsekvent mod det uafdækkede alternativ, opspareren selv har adgang til.

Afdækning kan begrundes med, at den fjerner en risiko, selskabet ikke ønsker at bære, og frigør risikobudget. Omplaceres budgettet, er porteføljens samlede risiko omtrent uændret, og dispositionen bør da vurderes på, om den skaber merafkast i forhold til det uafdækkede alternativ. Ratingen behandler derfor valutaafdækning som ethvert andet aktivt fravalg fra en passiv implementering af den strategiske allokering.

To forbehold knytter sig hertil. Afdækningsomkostningen følger renteforskellen og varierer betydeligt over tid. I midten af 2010'erne var den under 0,5 pct. point årligt, og skulle danske renter overstige de amerikanske, ville afdækning bidrage positivt. Den målte effekt afhænger derfor af renteregimet i det konkrete målevindue. Omplacerer et selskab ikke det frigjorte risikobudget, fremgår den lavere faktiske risiko desuden ikke af risikoindikatoren, der beregnes ud fra den strategiske allokering. Afkasteffekten indgår derimod i performanceindikatoren, der måler produktets afkast mod den uafdækkede, strategiske allokering.

Performance opgøres som forskellen mellem produktets realiserede afkast og benchmarkafkastet over henholdsvis 3 og 5 år, brutto før omkostninger på begge sider. Produktets realiserede afkast er opgjort efter omkostninger, og den aktuelle ÅOP lægges derfor tilbage. Tilsvarende tillægges proxyernes omkostninger benchmarkafkastet. Dermed sammenlignes brutto med brutto, mens omkostningseffekten alene indgår via omkostningsindikatoren og forventet nettoafkast.

Anvendelsen af den aktuelle ÅOP som approksimation for hele performanceperioden er en bevidst forenkling, begrundet i at ÅOP for de fleste produkter er forholdsvis stabil, og at justeringen er lille sammenholdt med spændet i realiseret performance. Den foretages efter samme princip for alle produkter, og betydningen for den relative rangordning vurderes derfor begrænset.

Evalueringsvinduerne på 3 og 5 år er korte i forhold til produkternes opsparingshorisonter. Det produktspecifikke benchmark reducerer imidlertid betydningen af det aktuelle markedsregime, så indikatoren måler resultaterne relativt til produktets strategiske allokering. Korte vinduer sikrer, at performance afspejler selskabets aktuelle organisation og forvaltning frem for forhold, der ikke længere er til stede, og at historikkravet ikke indsnævrer universet unødigt. Historisk performance fungerer som kontrol af leveringsevnen, ikke som prognose.

De to vinduer overlapper og er derfor ikke uafhængige. Opdelingen på 25 og 10 pct. point betyder, at de seneste tre år reelt vejer 88,5 pct. af performanceindikatoren og de to foregående år 11,5 pct. Den observerede korrelation mellem de to mål er 0,67. Opdelingen skal derfor forstås som en vægtning mod den seneste periode og ikke som to selvstændige informationskilder.

Ex-ante risiko

To produkter med identisk forventet afkast, men forskellig downside-risiko, bør ikke nødvendigvis opnå samme rating. Ex-ante-risiko måles som årlig Value at Risk ved 1%-fraktilen, beregnet ud fra produktets strategiske allokering og Rådets forventninger til standardafvigelser og korrelationer. Under normalfordelingsantagelsen er VaR 1% en monoton transformation

af standardafvigelsen og tilfører ikke selvstændig information om halerisiko, men er valgt, fordi risikoen kan udtrykkes som et konkret tabsniveau, der er lettere at kommunikere end volatilitet (Jorion, 2007).

Afkastpotentiale og downside-risiko behandles som to selvstændige indikatorer frem for som ét risikojusteret mål. Selv om de er delvist korrelerede, er begge relevante for en pensionsbeslutning. For en opsparer med et konkret mål er det mulige tabsniveau relevant, også når risikoen forventes kompenseret. Uden en selvstændig risikoindikator kunne et dyrt produkt forbedre sit forventede nettoafkast ved blot at vælge en mere risikofyldt allokering. Risikoindikatoren begrænser dette incitament, men neutraliserer det ikke, og at spillerummet er reelt, fremgår af, at VaR 1% varierer fra ca. 21 pct. til knap 30 pct. inden for samme nominelle risikoprofil.

Den lave vægt på 5 pct. afspejler indikatorens rolle. Den skal begrænse incitamentet til at kompensere for høje omkostninger med øget risiko, men ikke differentiere produkterne bredt. Det gør de tre øvrige indikatorer. Vægten er derfor fastsat, så risikofinansieret afkast belastes, uden at risikodimensionen fortrænger de forhold, der bærer hovedparten af vurderingen.

Modellen anvender ex-ante risikoestimater frem for produkternes historisk realiserede volatilitet. Det er både konsistent med den øvrige fremadskuende tilgang og nødvendigt, fordi danske markedsrenteprodukter ofte har betydelig eksponering mod illikvide aktiver. Infrekvent og udjævnet prissætning kan systematisk undervurdere den realiserede volatilitet, hvilket er veldokumenteret i litteraturen om afkastudglatning (Getmansky, Lo og Makarov, 2004).

Fra indikatorer til rating

Normalisering og vægtning

Indikatorerne normaliseres til en fælles skala fra 0 til 1 ved min-max normalisering, hvor det svageste produkt på en given indikator scorer 0 og det stærkeste 1. Metoden er valgt frem for z-score og percentilbaseret normalisering af hensyn til gennemsigtighed og efterprøvelighed. Den kræver heller ingen antagelser om fordelingen. Sådanne antagelser er vanskelige at validere i et univers på 20-25 produkter.

Winsorisering anvendes ikke. I et lille og veldefineret univers betragtes ekstreme værdier som reelle produktegenskaber og ikke som statistisk støj. Den samlede score beregnes som et vægtet gennemsnit af de fire delscores med vægtene i tabel 1.

Vægtene er normative frem for statistisk optimerede. Ratingen skal kunne forstås af opsparere, rådgivere og medier. Gennemsigtighed og forklarbarhed er derfor prioriteret over modelkompleksitet. Robusthedsanalyserne nedenfor viser, i hvilket omfang resultaterne påvirkes af de konkrete vægtvalg.

Min-max normalisering indebærer, at en indikators betydning afhænger af, hvor bredt produkterne fordeler sig på den. De nominelle vægte i tabel 1 gælder derfor for det fulde observerede spænd og ikke for marginale forskelle. Målt pr. pct. point vejer en forskel i ÅOP og i forventet nettoafkast omtrent lige tungt, mens ét pct. point i VaR indgår med godt fyrre gange mindre vægt, fordi risikospændet er væsentligt bredere.

TABEL 2: Konvertering fra score til rating

Rating	Interval	Andel
5 af 5	Score ≥ P85	15%
4 af 5	P65 ≤ score < P85	20%
3 af 5	P35 ≤ score < P65	30%
2 af 5	P15 ≤ score < P35	20%
1 af 5	Score < P15	15%

Note: Grænserne beregnes dynamisk inden for det aktuelle sammenligningsunivers (kombination af risikoprofil og horisont). Kilde: NHM Pensionsrating, metodedokument version 1.1.

Ratingtildeling

Den samlede score konverteres til en relativ rating fra 1 til 5 efter en fast, percentilbaseret fordeling inden for hvert sammenligningsunivers, jf. tabel 2. Ratinggrænserne beregnes dynamisk. Et produkt opnår derfor en høj rating, fordi det vurderes stærkere end de øvrige produkter i universet, ikke nødvendigvis fordi det er godt i absolut forstand. Dette svarer til principperne bag en række internationale ratingsystemer og indebærer, at tilføjelse eller fjernelse af produkter kan påvirke fordelingen.

Samlet rating på produktniveau

Da et pensionsprodukt typisk udbydes i flere profil- og horisontvarianter, sammenfattes vurderingen i en samlet rating, beregnet som det simple gennemsnit af produktets profilratings. Gennemsnittet beregnes med decimaler og afrundes ved formidling til nærmeste hele ratingtrin.

En samlet rating dannes kun, når produktet er vurderet for horisonterne 30, 15 og 5 år til pensionering, så hele opsparingsfasen er dækket. Udbetalingsprofilen og eventuelle høj- og lavrisikovarianter indgår i gennemsnittet, når de foreligger, men

TABEL 3: Samlede ratings pr. 31. juli 2026

Samlet rating	Antal	Produkter
5 af 5	4	ISP Pension, P+, P+ Bæredygtigt, Sampension
4 af 5	3	Nordea Pension Formålspension, PensionDanmark, Pædagogernes Pension
3 af 5	6	Industriens Pension, Nordea Pension Mix, Nordea Pension Profilpension, PFA+, Velliv Aktiv, Velliv Index
2 af 5	4	AP Active, Danica Balance, PFA Klima+, Velliv Aftryk
1 af 5	3	AP Omtanke, AP Select, Danica Ansvarligt Valg

Note: Den samlede rating er det simple gennemsnit af produktets profilratings (op til ti profiler) afrundet til nærmeste hele trin. Fire produkter opnår ikke samlet rating som følge af utilstrækkelig historik eller manglende dækning af de tre opsparingshorisonter: AP Basis, Akademiker Pension Alfa, PAD og PJD. Kilde: NHM Pensionsrating.

er ikke en betingelse. For produkter uden fuld dækning offentliggøres de enkelte profilratings, men ingen samlet rating. Alle vurderede produkter offentliggøres uanset placering, så hverken selskaber eller udgiver kan udvælge resultater.

Resultater fra første rating

Dette afsnit sammenfatter resultaterne fra den første beregning af ratingen med data til og med juli 2026. Analysen omfatter 24 produkter, hvoraf 20 opfylder dækningskravet og opnår en samlet rating. De øvrige fire mangler tilstrækkelig afkasthistorik på et eller flere af de krævede sammenligningsuniverser. Tabel 3 viser de samlede ratings offentliggjort pr. 31. juli 2026.

Fordelingen af de samlede ratings ligger tæt på den tilstræbte profil med hovedvægt i midten og færre produkter i yderkategorierne, men afviger lidt fra fordelingen i tabel 2. Med 20 produkter ville en eksakt fordeling være 3, 4, 6, 4 og 3 produkter. Afvigelsen opstår, fordi den samlede rating fremkommer ved afrunding af et gennemsnit på tværs af profiler, mens fordelingskravet gælder inden for det enkelte sammenligningsunivers. Bag de hele ratingtrin er der desuden en betydelig spredning i gennemsnitsratings fra 1,0 til 5,0. Som robusthedsafsnittet viser, er de yderste ratings de mest stabile placeringer på tværs af alternative modelspecifikationer.

Betydelige forskelle i de underliggende nøgletal

Ratingforskellene afspejler økonomisk væsentlige forskelle i de underliggende indikatorer, jf. tabel 4. I sammenligningsuniverset for moderat risiko med 30 år til pensionering varierer ÅOP fra 0,40 pct. til 1,19 pct. Det dyreste produkt koster dermed næsten tre gange så meget som det billigste. For en opsparer med årlige indbetalinger på 60.000 kr. over 30 år svarer spændet til ca. 410.000 kr. i slutformue. Selv en forskel på 0,20 pct. point svarer til ca. 110.000 kr., opgjort i faste priser.

Det forventede reale nettoafkast efter omkostninger og PAL-skat spænder fra ca. 3,3 pct. til ca. 4,7 pct. årligt. For samme opsparer vokser slutformuen alt andet lige fra ca. 3,0 mio. kr. ved et realt nettoafkast på 3,3 pct. til ca. 3,8 mio. kr. ved 4,7 pct. Det er en forskel på godt 0,75 mio. kr. eller ca. 26 pct. For en engangsindbetaling, der står investeret i hele perioden, er forskellen omkring 48 pct.

Risikodimensionen varierer også mere, end profilbetegnelserne antyder. Den ex-ante beregnede VaR ved 1%-fraktilen spænder fra ca. 21 pct. til knap 30 pct. inden for samme nominelle risikoprofil og horisont. Den forskel kan opspareren næppe aflæse af produktbetegnelserne alene.

Bruttomerperformance overvejende negativ

Det mest bemærkelsesværdige enkeltresultat vedrører den historiske performance, men skal fortolkes med omhu. Over de seneste tre år har 19 af de 20 ratede produkter i 30-årsuniverset leveret et lavere afkast end deres produktspecifikke, investerbare benchmark, opgjort brutto før omkostninger på begge sider. Den 3-årige bruttomerperformance spænder fra -4,4 til +2,3 pct. point årligt med en median omkring -1,3 pct. point. Over fem år er billedet mindre entydigt, idet 8 af 18 produkter med tilstrækkelig historik har positiv bruttomerperformance, mens medianen er ca. -1,1 pct. point.

Flere forhold kan påvirke resultatet. Benchmarkene er konstrueret med likvide, børsnoterede proxyer, også for illikvide aktivklasser, og i en periode med kraftigt stigende noterede markeder kan unoterede investeringers forsinkede værdiansættelse trække den målte merperformance ned uden et varigt værditab (Getmansky, Lo og Makarov, 2004). Dertil kommer, at afvigelser mellem faktisk og strategisk allokering kan påvirke resultatet i begge retninger. Med disse forbehold er hovedindtrykket fortsat, at produkterne set under ét ikke har skabt merværdi i forhold til en passiv implementering af deres egen strategiske allokering. Det er ikke overraskende. Den gennemsnitlige aktivt forvaltede krone må før omkostninger give samme afkast som den passivt forvaltede, og efter omkostninger nødvendigvis mindre (Sharpe, 1991).

Spredningen mellem produkterne skal fortolkes varsomt. Relativ performance over tre år er et støjfyldt mål, og for produkter med betydelig unoteret eksponering målt mod noterede proxyer kan en væsentlig del af det observerede spænd på 6,8 pct. point skyldes tilfældig variation. Antages en tracking error på 3 pct. point, er standardfejlen på et treårigt gennemsnit 1,7 pct. point, og tilfældig variation alene ville kunne frembringe et spænd mellem 20 produkter i samme størrelsesorden som det observerede. Regnestykket bygger på en antagelse, ratingen ikke selv opgør, og angiver derfor en størrelsesorden, ikke et estimat.

Det gennemgående niveau er derimod ikke blot et resultat af støj. Hvis variationen var tilfældig omkring nul, ville omtrent halvdelen af produkterne forventes at ligge over deres benchmark. Artiklens hovedfund vedrører dette fælles niveau og ikke den indbyrdes rangordning.

Mønstre på tværs af produktgrupper

To mønstre går på tværs af produktgrupperne. For det første opnår arbejdsmarkedspensionerne gennemgående højere ratings. Samtlige fem ratede arbejdsmarkedsprodukter har en samlet ra-

TABEL 4: Spredning i de underliggende indikatorer, 30 år til pensionering

Indikator	n	Min	P25	Median	P75	Maks
Forventet realt nettoafkast, pct. p.a.	24	3,32	3,88	3,99	4,32	4,69
ÅOP, pct.	24	0,40	0,60	0,87	1,01	1,19
Merperf. 3 år, pp p.a. (brutto)	20	-4,45	-1,97	-1,26	-1,02	2,35
Merperf. 5 år, pp p.a. (brutto)	18	-4,01	-1,50	-1,08	0,26	2,12
VaR 1%, pct. p.a.	24	21,46	25,15	25,63	26,48	29,85

Note: Deskriptiv statistik for de fire indikatorer i sammenligningsuniverset med 30 år til pensionering. Merperformance opgøres brutto før omkostninger på begge sider. Antal observationer varierer, idet performanceindikatoren forudsætter mindst henholdsvis 3 og 5 års benchmarkhistorik. Kilde: NHM Pensionsrating, egne beregninger.

TABEL 5: Vægtfølsomhed: Spearman-rangkorrelation med basisscenariet

Alternativ vægtstruktur	30 år	15 år	5 år	Ratingskift (af 61)
Ligelig vægtning (20 % pr. indikator)	0,82	0,79	0,85	33
Øget risikovægt	0,98	0,97	0,95	14
Reduceret performancevægt	0,98	0,98	0,95	14
Afkastfokus	0,98	0,97	0,96	14
Omkostningsfokus	0,96	0,98	0,95	14

Note: Spearman-rangkorrelation mellem produkternes samlede score i basisscenariet og under fem alternative vægtstrukturer, opgjort for de tre opsparingshorisonter. Sidste kolonne angiver, hvor mange af de i alt 61 ratings på tværs af produkter og horisonter der skifter ratingtrin, fordelt på 20 produkter på 30- og 15-årshorisonten og 21 på 5-årshorisonten. Sammenligningsuniverset omfatter 24 produkter, idet fire produkter indgår i normaliseringen uden at opnå rating. Kilde: NHM Pensionsrating, egne beregninger.

ting på 3 eller derover og et gennemsnit på 4,2 mod 2,8 for de kommercielle og 2,5 for de bæredygtighedsprofilerede produkter. Forskellen skyldes primært lavere omkostninger og i flere tilfælde mindre negativ relativ performance. Sampension, det højest ratede kommercielle produkt, opnår dog samme rating som de bedste arbejdsmarkedspensioner. For det andet ligger de bæredygtighedsprofilerede produkter i de fleste tilfælde på niveau med eller under det konventionelle søsterprodukt fra samme selskab, hvilket skyldes en kombination af højere ÅOP og svagere relativ performance. P+ Bæredygtigt opnår dog samme rating som P+, og Nordea Pension Formålspension ligger ét trin over selskabets øvrige profiler. Med kun seks bæredygtighedsprofilerede produkter, hvoraf to afviger fra mønstret, er datagrundlaget for spinkelt til en generel konklusion.

Robusthed

Regelbaserede ratings bør testes for følsomhed over for metodevalgene. Modellen er undersøgt på fem punkter: Vægtstruktur, normaliseringsmetode, indikatorspredning, indikatorernes indbyrdes korrelation og sammenhængen mellem risiko og rating. Robustheden vurderes på den samlede rating, som brugerne møder.

Vægtfølsomheden er belyst ved at genberegne samtlige produkters score under fem alternative vægtstrukturer, jf. tabel 5. For de moderate omvægtninger ligger Spearman-rangkorrelationen med basisscenariet mellem 0,95 og 0,98, og selv ved ligelig vægtning, hvor risikovægten firedobles og performancevægten næsten halveres, forbliver den mindst 0,79. Rangkorrelationen ser på hele rækkefølgen og fanger derfor ikke, at enkelte produkter bytter plads. Målt på selve ratingtrinnene er 77 pct. uændrede ved en moderat omvægtning. Femårshorisonten er mest følsom, fordi produkterne ligger tættere på hinanden nær pensioneringstidspunktet.

Ratingskiftene koncentrerer sig i midterkategorierne. Femtalsratingerne er mest stabile, og de laveste ratings næstmest, mens ratings på 2 til 4 er mest følsomme over for omvægtning. Det afspejler, at de yderste produkter ligger længere fra en tringrænse. Ratingen er dermed robust over for moderate omvægtninger, men vægtene er ikke uden betydning.

Normaliseringsvalget påvirker ratingen marginalt. Z-score flytter to produkter ét ratingtrin, AP Active og Nordea Pension Profilpension, og percentilbaseret normalisering tre, AP Active, Nordea Pension Mix og P+ Bæredygtigt. Alle skift sker fra positioner tæt på en kvintilgrænse. Min-max fastholdes, fordi metoden er enklest at forklare og gengiver de faktiske afstande mellem produkterne frem for kun deres rækkefølge.

Der er desuden gennemført en spredningsanalyse af de fire indikatorer for at vurdere klyngerisikoen, dvs. risikoen for, at mange produkter ligger så tæt på hinanden, at små tilfældige udsving giver store rangskift. Performance relativt til benchmark har den laveste spredning efter normalisering og dermed den største klyngerisiko, mens de tre øvrige indikatorer er veldifferentierede. Den samlede score dæmper konsekvensen, fordi små udsving på den tæt klyngede performanceindikator kun ændrer den samlede vurdering begrænset.

Indikatorernes indbyrdes korrelation er undersøgt i tabel 6. Ud over de to konstruktionsbestemte sammenhænge, negativ mellem nettoafkast og ÅOP og positiv mellem de overlappende performancemål, er de absolutte korrelationer 0,4 eller derunder. Indikatorerne måler dermed i vid udstrækning forskellige forhold, og vægtrobustheden skyldes ikke, at de er indbyrdes substitutter.

TABEL 6: Korrelation mellem indikatorerne

	Fv. nettoafk.	ÅOP	Perf. 3 år	Perf. 5 år	VaR 1%
Fv. nettoafkast	1,00				
ÅOP	-0,47	1,00			
Perf. 3 år	0,13	-0,15	1,00		
Perf. 5 år	0,39	-0,31	0,67	1,00	
VaR 1%	0,19	-0,09	0,34	-0,22	1,00

Note: Pearson-korrelation mellem indikatorernes rå værdier for de 24 produkter i sammenligningsuniverset med moderat risiko og 30 år til pensionering. Korrelationer med 5-årig merperformance er beregnet på de 18 produkter med mindst 5 års benchmarkhistorik. Kilde: NHM Pensionsrating, egne beregninger.

De to robusthedsresultater kan umiddelbart synes at trække i hver sin retning. Måler indikatorerne forskellige forhold, burde en omvægtning alt andet lige flytte rangordningen. Forklaringen er, at de moderate vægtstrukturer ligger tæt på basisvægtene, med en cosinuslighed på 0,94-0,97 mod 0,88 ved ligelig vægtning. Robustheden er dermed stabilitet over for moderate, ikke fundamentalt anderledes, omvægtninger.

Endelig er sammenhængen mellem produkternes strategiske aktieandel og den tildelte rating undersøgt. En metode, der reelt belønnede højere risiko, ville udvise en positiv sammenhæng.

Spearman-korrelationen er negativ på tre af fire profiler, mellem -0,20 og -0,42, og omtrent nul i udbetalingsfasen, også når der kontrolleres for ÅOP. Med 19-21 observationer pr. profil skal resultatet læses som fravær af en positiv sammenhæng snarere end som dokumentation for en negativ.

Metodiske fravalg

Metoden indebærer tre centrale fravalg, som skal fremhæves.

Risikojusterede historiske afkastmål som Sharpe ratio og information ratio er fravalgt. Begge bygger på historisk realiseret volatilitet, og for information ratio indgår tracking error i nævneren. Det er et upålideligt grundlag for produkter med betydelig eksponering mod private equity, infrastruktur og unoterede ejendomme, hvor illikvide aktivers udjævnede prissætning kan trække den observerede tracking error kunstigt ned, mens et udjævnet produktafkast målt mod et volatilt benchmark omvendt kan trække den op (Getmansky, Lo og Makarov, 2004). Da effektens retning ikke kan fastlægges entydigt, behandles performance og risiko i stedet som to adskilte dimensioner.

Statistisk optimerede vægte og modeller baseret på machine learning er fravalgt til fordel for en gennemsigtig, normativ vægtstruktur. I et univers på 20-25 produkter ville optimerede vægte i høj grad afspejle tilfældigheder i den konkrete stikprøve og være ustabile over tid. I en offentlig rating er forklarbarhed desuden en nøgleegenskab.

ESG indgår ikke som selvstændig indikator. Ratingen vurderer investeringsegenskaber og ikke individuelle bæredygtighedspræferencer. Bæredygtighedsprofilerede produkter offentliggøres som en selvstændig produktgruppe, så opsparere med ESG-præferencer kan sammenligne inden for gruppen.

Begrænsninger

Metoden har en række begrænsninger. Ratingen er relativ, ikke absolut. En høj rating udtrykker styrke i det aktuelle univers, og fordelingen kan ændre sig, når universet ændres. Vægtene er normative, og robusthedsanalyserne mindsker, men eliminerer ikke, betydningen af dette valg. Min-max normalisering er følsom over for de produkter, der definerer skalaens endepunkter, og en lille absolut forskel kan svare til en betydelig normaliseret forskel. Det skal ses i lyset af, at de observerede spænd er økonomisk væsentlige, jf. tabel 4. Indikatorerne overlapper efter hensigten, idet omkostninger indgår ad to kanaler, mens forventet afkast og VaR udledes af samme ex-ante model, og de nominelle vægte udtrykker derfor ikke indikatorernes fulde økonomiske effekt.

Produkter med kort historik kan ikke opnå en rating, da mindst tre års historik for både produkt og benchmark er en forudsætning. Ratingen stiller ikke minimumskrav til produktets formue. Et sådant kriterium kan overvejes til kommende versioner. Benchmarket er desuden begrænset af Rådets ti aktivklasser. Endelig vurderer ratingen alene investeringsegenskaber. Forsikringsdækninger, kundeservice og individuelle skatteforhold ligger uden for dens formål, og ratingen udgør ikke en individuel investeringsanbefaling.

Konklusion

NHM Pensionsrating sammenfatter fire forhold: 1) forventet nettoafkast, 2) omkostninger, 3) historisk performance relativt til et investerbart benchmark og 4) ex-ante downside-risiko, i én regelbaseret vurdering af danske markedsrenteprodukter. Reglerne er fastlagt på forhånd og anvendes ens på alle produkter. Den første rating viser økonomisk væsentlige forskelle. ÅOP varierer fra 0,40 til 1,19 pct., spændet i forventet realt nettoafkast er godt 1,3 pct. point årligt, og bruttomerperformance er overvejende negativ i forhold til de investerbare benchmarks. Robusthedsanalyserne viser samtidig, at de samlede ratings er stabile over for moderate ændringer i vægtstruktur og normaliseringsmetode.

En rating kan ikke erstatte en individuel vurdering, og enhver sammenvejning til ét tal indebærer valg, der kan diskuteres. Derfor er beregningsreglerne offentliggjort, og væsentlige metodeændringer dokumenteres løbende. Det gør uenighed konkret, så diskussionen kan rettes mod bestemte forudsætninger, indikatorer og vægte frem for mod et uigennemsigtigt skøn.

Litteratur

- Andersen, Torben M., Peter Engberg Jensen og Jesper Rangvid, 2019: Samfundsforudsætninger: Nogle principielle overvejelser. *Finans/Invest*, 5/19, s. 6-12.
- Blake, David, Bruce N. Lehmann og Allan Timmermann, 1999: Asset Allocation Dynamics and Pension Fund Performance. *Journal of Business*, 72(4), s. 429-461.
- Brinson, Gary P., L. Randolph Hood og Gilbert L. Beebower, 1986: Determinants of Portfolio Performance. *Financial Analysts Journal*, 42(4), s. 39-44.
- Bækgaard, Nicolai A., Emil S. Madsen, Henrik Ramlau-Hansen og Anders B. Trolle, 2025: Pensionsselskabernes performance 2015-2024: Kunderne går glip af et afkast på cirka 15 mia. kr. årligt. *Finans/Invest*, 5/25, s. 4-13.
- Getmansky, Mila, Andrew W. Lo og Igor Makarov, 2004: An Econometric Model of Serial Correlation and Illiquidity in Hedge Fund Returns. *Journal of Financial Economics*, 74(3), s. 529-609.
- Jorion, Philippe, 2007: *Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk*. 3. udgave. McGraw-Hill.
- Mikkelsen, Nikolaj Holdt, 2016: Private investorer må sætte deres lid til Finanstilsynet. *Finans/Invest*, 1/16, s. 24-28.
- Morningstar, 2023: *The Morningstar Rating for Funds. Morningstar Methodology*.
- Munk, Claus og Jesper Rangvid, 2018: Nye samfundsforudsætninger: Baggrund, niveau og konsekvenser for pensionsprognoser. *Finans/Invest*, 6/18, s. 6-14.
- NHM Pensionsrating, 2026: *Metodedokument, version 1.1*. Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen. Tilgængelig på www.nikolajholdtmikkelsen.dk.
- Rådet for Afkastforventninger, 2026: *Forventninger til afkast, risiko og inflation*. (Halvårlig offentliggørelse - 2. halvår 2026).
- Sharpe, William F., 1991: The Arithmetic of Active Management. *Financial Analysts Journal*, 47(1), s. 7-9. ■