

Pensionsselskabernes performance 2015-2024: Kunderne går glip af et afkast på cirka 15 mia. kr. årligt

Vi har for otte af de største pensionsselskabers markedsrenteprodukter sammenlignet deres investeringsafkast med relevante benchmarkafkast for 2015-2024. Vi har for typiske kunde profiler med lav, middel eller høj risiko og et givet antal år til pension beregnet deres performance ved at sammenligne afkastet med et benchmarkafkast beregnet ud fra oplysninger om selskabernes aktivallokeringer. Resultaterne viser en gennemsnitlig performance på -1,4% p.a. Halvdelen af denne underperformance kan henføres til de omkostninger på ca. 0,5-1% p.a., som afkastene belastes med. Korrigeres for omkostningerne er den gennemsnitlige årlige performance -0,7% svarende til et mistet afkast på ca. 15 mia. kr. årligt for selskaberne. Videre viser resultaterne, at alt andet lige er performance bedst, når risikoen er lav.

AF FORFATTERE



Nicolai Andersen Bækgaard

PensionDanmark
E-mail: nib@pension.dk

Nicolai Andersen Bækgaard er cand.merc.(mat.) fra CBS og arbejder som analytiker hos PensionDanmark.



Emil Steen Madsen

E-mail: emilsteenmadsen@hotmail.dk

Emil Steen Madsen er cand.merc.(mat.) fra CBS.



Henrik Ramlau-Hansen

Lektor, Institut for Finansiering, CBS
E-mail: hram.fi@cbs.dk

Henrik Ramlau-Hansen, dr.scient., tidl. adm. dir. Danica Pension, er lektor i finansiering, CBS.



Anders Bjerre Trolle

Professor, Institut for Finansiering, CBS
E-mail: abtr.fi@cbs.dk

Anders Bjerre Trolle er professor i finansiering ved CBS.

Note: AON, Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen, Industriens Pension og PensionDanmark takkes for at have været behjælpelig med at få etableret datagrundlaget. Jesper Rangvid og redaktøren takkes for forslag til forbedringer. Artiklen er en gengivelse af hovedresultaterne fra Nicolai Andersen Bækgaard og Emil Steen Madsens hovedopgave, Bækgaard og Madsen (2025), til cand.merc.(mat.) eksamen, hvor Henrik Ramlau-Hansen og Anders Bjerre Trolle var vejledere.

Det danske pensionssystem omtales ofte – og specielt i Danmark – som et af verdens bedste pensionssystemer. Den store udbredelse med obligatorisk deltagelse, fornuftige bidragsprocenter, høje dækningsgrader og markedsbaseret opsparing er nogle af forklaringerne. Sammen med folkepensionen sikrer arbejdsmarkedspensionerne, at langt de fleste kan se frem til en økonomisk tryk alderdom.

Der hviler derfor et stort ansvar på pensionsselskaberne for at sikre kunderne de største pensioner gennem det bedst mulige afkast på deres pensionsopsparing. Formålet med denne artikel er at se nærmere på de store pensionsselskabers investeringsperformance 2015-2024 for deres markedsrenteprodukter. At selskaberne leverer et godt langsigtet afkast er afgørende for tilliden til pensionssystemet.

Der er meget på spil. Den samlede pensionsformue nærmer sig 5.000 mia. kr., og de otte pensionsselskaber, som analyseres nedenfor, havde ved udgangen af 2024 samlede aktiver for markedsrenteprodukter på ca. 2.000 mia. kr. Såfremt performance kan forbedres med blot 0,25% p.a., kan kundernes afkast forbedres med et betydeligt milliardbeløb.

Selskabernes samlede afkast på deres markedsrenteprodukter kan ikke bruges som udgangspunkt for vurdering af deres performance, da selskabernes samlede afkast i høj grad vil afhænge af kundernes alderssammensætning, opsparings størrelse og deres valg af risikoniveau.

En analyse af afkastet af markedsrenteprodukterne vanskeliggøres også af, at selskaberne normalt har forskellige livscyklus produkter, der afspejler forskellige risikoniveauer typisk benævnt lav, middel eller høj risiko. Et livscyklusprodukt indebærer, at andelen af risikofyldte aktiver aftrappes gradvist, når man nærmer sig pensionsalderen. Samtidig har kunder i to selskaber begge med middel risiko og samme antal år til pension ofte forskellige aktivallokeringer, hvorfor sammenligning af afkastene hurtigt bliver vanskeligt.

Analysen skal også ses i lyset af, at det er blevet nemmere for kunderne selv at investere i brede markedsprodukter så som ETF'er. Kan kunderne, f.eks. ved selv at placere pensionsopsparingen i fem brede billige indeksmandater, og justere allokeringen hvert 10. år, opnå et bedre afkast?

I denne artikel sætter vi fokus på, om pensionsselskaberne kan skabe et merafkast i forhold til markedet gennem deres investeringsstrategier. Vi gør det ved for hvert selskab og for en given kunde med et vist antal år til pension og et givet risikoniveau at sammenligne kundens faktiske afkast med et passende benchmarkafkast. Benchmarkafkastet opgøres ved at tage udgangspunkt i oplysninger om selskabernes strategiske aktivallokering mellem 10 aktivgrupper og sammenvægte disse med passende indeksafkast for de nævnte aktivgrupper.

Derved bliver det muligt for hver type kunde, i et givet selskab med valgt risikoprofil og antal år til pension, at sammenligne det faktiske afkast med et beregnet benchmarkafkast. Vi har data for 2015-2024, og vi kan derfor f.eks. også sammenligne det 10-årige afkast for en kunde, der nu har 30 år til pension (og som i 2015 havde 39 år til pension) med et tilhørende benchmarkafkast.

Derved bliver det muligt at levere et mere nuanceret og realistisk billede af pensionsselskabernes investeringspræstationer over en længere periode set med kundernes øjne. I sidste ende handler det ikke blot om at levere det højeste afkast, men også om at levere det bedste afkast set i forhold til den påtagne risiko.

I praksis søger selskaberne ikke nødvendigvis benchmarkafkast svarende til de forskellige aktivklasser. Selskaberne har deres egne benchmarks, foretager taktiske allokeringer på toppen af de strategiske valg og forfølger i praksis også forskellige ESG-hensyn, må man formode, med det formål at forbedre afkastet.

Vores analyse omfatter selskaberne AP Pension, Danica Pension, Industriens Pension, Nordea Pension, PensionDanmark, PFA Pension, Sampension og Velliv.¹ Disse selskaber repræsenterer de seks største aktører blandt de kommercielle pensionsselskaber og de to største arbejdsmarkedspensionsselskaber. Dermed er det vurderingen, at analysen giver et godt grundlag for at få et helhedsbillede af pensionsbranchens investeringsperformance.

Den overordnede konklusion af analysen er, at selskaberne over den nævnte 10-års periode har haft svært ved at matche relevante benchmarks. Ingen af selskaberne er i stand til at levere en positiv performance ift. benchmark efter omkostninger. Den gennemsnitlige årlige performance er i niveauet -1,4% p.a., hvilket i en investeringssammenhæng er en betydelig underperformance, når det er vurderet over en ti-årig periode.

En væsentlig del af forklaringen er de omkostninger på ca. 0,5-1% p.a., som afkastene belastes med. Men selv når der korrigeres for omkostningerne, har mange af selskaberne fortsat svært ved at matche de benyttede benchmarks. Kun ét selskab slår benchmark før omkostninger. Korrigeret for omkostninger reduceres den gennemsnitlige årlige performance til -0,7%. For de analyserede selskaber svarer det til et mistet afkast på ca. 15 mia. kr. årligt.

Den observerede underperformance er måske forklaringen på, at selskaberne i deres årsrapporter ikke gør særlig meget ud af at sammenligne konkrete kunders afkast med tilsvarende benchmarks. I årsrapporterne holdes kommentarerne ofte på et overordnet niveau, hvor afkastene for de forskellige aktivtyper kommenteres mod selvvalgte indeks. Når man gennemlæser årsrapporterne, får man indtryk af, at de fleste selskaber klarer sig godt. Formelt er der ikke i regnskabsbekendtgørelsen krav om, at afkastet skal sammenlignes med relevante benchmarks.

Tallene viser tillige, at performance er bedre, når investeringsrisikoen er lav forstået på den måde, at performance er bedre i årene tæt ved og efter pensionering og for de aftrapningsprofiler, hvor risikoen klassificeres som lav. Meget tyder

derfor på, at det specielt er for de aktivklasser, hvor risikoen er høj, at selskaberne har svært ved at levere performance. Det er nok nemmere at levere benchmarkafkast for obligationer end for aktier.

Det skal understreges, at den viste underperformance ikke er statistisk signifikant, men dog meget udbredt på tværs af selskaberne.

Uanset den manglende statistiske signifikans er vores resultater i tråd med den internationale litteratur om aktivt forvaltede investeringsforeninger, som viser, at disse i gennemsnit underperformer deres benchmarks, når omkostninger medregnes. Et klassisk studie af Jensen (1968) finder, at investeringsforeninger ikke skaber positive risikojusterede merafkast efter omkostninger.

I en dansk kontekst har Bechmann og Nielsen (2016) analyseret performance for danske investeringsforeninger. De viser bl.a., at over en 7-årig periode er hverken aktive eller passive aktiefonde generelt i stand til at slå egne benchmark, og underperformance er generelt højere for aktive foreninger. Korrigeres for omkostninger (formidlingsprovision), så forsvinder den generelle underperformance for aktive, men ikke for passive foreninger.

For de få foreninger, der udviser positiv performance (alfa), viser litteraturen tillige, at det ofte er vanskeligt at skelne mellem held og dygtighed. Kosowski et al. (2006) samt Fama og French (2010) finder, at kun ganske få opnår merafkast, der ikke kan tilskrives tilfældigheder. I en dansk sammenhæng finder Jensen m.fl. (2014) eksempelvis, at det for perioden 2004-2013 kun er 11% af 89 danske investeringsforeninger, der er i stand til at slå deres benchmark.

Endvidere viser Carhart (1997) og Cremers og Petajisto (2009), at historisk performance kun i begrænset omfang er en pålidelig indikator for fremtidig performance, hvilket gør det vanskeligt på forhånd at identificere de få foreninger, der faktisk klarer sig godt.

Omvendt kunne man måske forvente, at pensionsselskaberne med deres aftalte overenskomster om faste bidrag mv. og dermed forudsigelige cash flows havde bedre forudsætninger end investeringsforeninger for at "slå markedet". Men det kan vores resultater altså ikke bekræfte. Det nye her er videre, at den observerede underperformance også gælder før indregning af omkostninger.

Analysen er ikke fuldstændig, og det har været nødvendigt at træffe en række valg. Dels sammenlignes selskabernes afkast med konstruerede benchmarkafkast ud fra selskabernes oplyste årlige strategiske allokeringer, og dels har det ikke været muligt at inddrage selskabernes faktiske benchmarks, taktiske allokeringer og ESG-prioriteringer.

Med analysen skal derfor samtidig lyde en opfordring til selskaberne, og også til Forsikring & Pension (F&P), om i større udstrækning at fremlægge resultater, der dokumenterer selskabernes performance holdt op imod relevante benchmarks.

Performance beregning

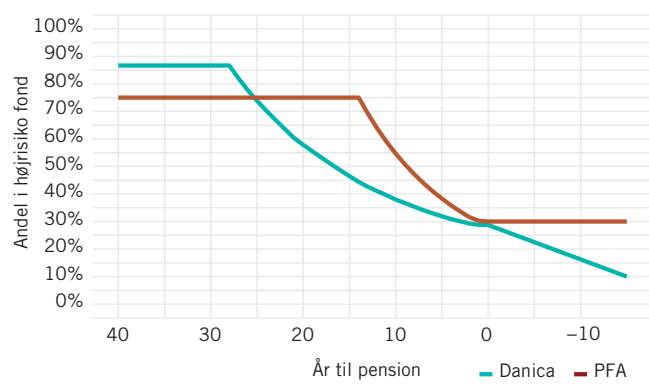
Som nævnt er formålet med denne artikel at undersøge, i hvilken udstrækning selskabernes afkast er udtryk for god eller dårlig performance, når afkastene måles mod relevante benchmarks.

Tabel 1 viser selskabernes afkast for markedsrenteprodukter, som de fremgår af selskabernes årsrapporter. Selskabernes gen-

1. Nordea Pension opererede som Top Danmark livsforsikring frem til 2023 og Velliv som Nordea Pension frem til 2019.

TABEL 1: Afkast for markedsrenteprodukter efter omkostninger og før PAL-skat, 2015-2024

Selskab	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Gns.
Nordea Pension	5,4%	10,3%	8,6%	-6,1%	16,3%	7,5%	15,4%	-11,0%	13,7%	16,4%	7,7%
Velliv	5,6%	6,1%	10,2%	-4,0%	16,8%	10,8%	14,5%	-13,2%	11,2%	12,9%	7,1%
PensionDanmark	4,2%	7,1%	8,6%	-1,6%	13,4%	6,4%	14,0%	-5,7%	8,0%	9,5%	6,4%
Industriens Pension	7,3%	8,1%	8,5%	-1,5%	12,2%	5,1%	18,1%	-6,5%	5,9%	6,6%	6,4%
AP	4,3%	6,5%	9,6%	-4,2%	15,8%	9,4%	13,3%	-12,1%	11,0%	9,7%	6,3%
Danica	4,8%	5,5%	8,1%	-5,5%	15,5%	8,3%	13,3%	-14,9%	10,5%	13,6%	5,9%
PFA	6,7%	6,5%	8,3%	-3,3%	12,8%	4,9%	12,5%	-11,1%	10,0%	11,1%	5,8%
Sampension	3,6%	7,2%	7,5%	-1,7%	10,7%	4,8%	15,2%	-7,3%	8,5%	7,3%	5,6%
Gns.	5,2%	7,2%	8,7%	-3,5%	14,2%	7,2%	14,5%	-10,2%	9,9%	10,9%	6,4%

FIGUR 1: Eksempler på nedtrapningsprofiler for hhv. Danica og PFA.

nemsnitlige afkast befinder sig inden for et procentpoint af gennemsnittet på 6,4%. En undtagelse er Nordea Pension, som skiller sig positivt ud med et afkast 1,3% point over gennemsnittet.

Men som nævnt kan selskabernes samlede afkast ikke bruges som udgangspunkt for performance, da selskabernes samlede afkast i høj grad vil afhænge af kundernes alderssammensætning, opsparings størrelse og deres valg af risikoniveau.

De nuværende afkast vil også afspejle, at markedsrenteprodukterne er forholdsvis nye produkter, hvorfor afkastene gradvist over tid vil falde, efterhånden som kunderne i gennemsnit bliver ældre, og investeringsrisikoen nedbringes. Der er derfor behov for en mere nuanceret tilgang for at vurdere performance.

Som det vil være flere af Finans/Invests læsere bekendt, anvender alle selskaber livscyklusprodukter, hvor opsparingen i de unge år investeres forholdsvis risikofyldt, mens risikoen aftrappes hen mod og efter pensionering. Dette er illustreret i Figur 1 med to aftrapningskurver for hhv. Danica og PFA. Angivelsen op ad y-aksen viser andelen af formuen, som er investeret i en højrisikofond, typisk aktier mv., mens resten vil være investeret i alternative lavrisikofonde. De viste grafer er for middel risiko for de to selskaber.

Det er også klart, at risikoeksponeringen over tid ikke er den samme for de to selskaber. Danica har højere risiko i de unge år, men lavere risiko efter pensionering.

Vores data består i første omgang af selskabernes årlige afkast før pal-skat for hvert selskab s , for hvert år $t = 2014, \dots, 2025$, for hver risikoprofil rp = lav, middel og høj og for hvert antal år til

pension $\hat{a}p = 40, 39, \dots, 0, \dots, -15$. Som nævnt har de fleste selskaber tre risikoprofiler lav, middel og høj, og $\hat{a}p$ angiver antal år til pension, der i det følgende også forkortes 'å'.

Typisk gælder at afkastet er en vægtet sum af afkastene af underliggende fonde som høj- og lavrisiko fondene i eksemplet overfor. Så mere generelt kan vi skrive afkastet $r_{s,rp,t,\hat{a}}$ som en vægtet sum af afkastene for de underliggende fonde $F_{s,t,f}$ med afkast $r_{s,t,f}$

$$r_{s,rp,t,\hat{a}} = \sum_f w_{s,rp,t,\hat{a},f} r_{s,t,f}, \quad (1)$$

hvor $w_{s,rp,t,\hat{a},f}$ er de vægte, der knytter sig til fondene $F_{s,t,f}$, $f = 1, 2, \dots$ som selskab s investerer kundernes midler i år t med risikoprofil rp og $\hat{a}$ år til pension. Så $w_{s,rp,t,\hat{a},f}$ vægtene afspejler de procentandele, som kan aflæses i Figur 1, og fondene $F_{s,t,f}$ vil f.eks. være hhv. høj- og lavrisikofondene i Tabel 2.

I praksis er de enkelte fonde $F_{s,t,f}$ investeret i op til $j = 1, \dots, 10$ aktivklasser, som er specificeret af Finans Danmark (FiDa) og F&P. Det drejer sig om aktivklasser som statsobligationer, realkreditobligationer, high-yield obligationer, globale aktier, emerging market aktier, private equity mv., jf. Tabel 3.

Hvis $v_{s,t,f,j}$ angiver andelen af fonden $F_{s,t,f}$ investeret i aktivklasse j for selskab s i år t , og $i_{t,j}$ er tilsvarende indeksafkast for aktivklasser j og år t , kan et benchmarkafkast defineres som

$$b_{s,rp,t,\hat{a}} = \sum_f \sum_j w_{s,rp,t,\hat{a},f} v_{s,t,f,j} i_{t,j}, \quad (2)$$

idet fondens afkast $r_{s,t,f}$ i (1) ovenfor erstattes med $\sum_j v_{s,t,f,j} i_{t,j}$.

Dermed kan performance i forhold til benchmark beregnes som

$$p_{s,rp,t,\hat{a}} = r_{s,rp,t,\hat{a}} - b_{s,rp,t,\hat{a}} \quad (3)$$

for selskab s i år t for en kunde, som har valgt risikoprofil rp og har 'å' år til pension.

Det skal understreges, at i det følgende er $r_{s,rp,t,\hat{a}}$ selskabernes faktiske afkast (med den faktiske allokering til de 10 forskellige aktivklasser), mens de beregnede benchmarkafkast $b_{s,rp,t,\hat{a}}$ er ud fra oplyste strategiske allokeringer $v_{s,t,f,j}$ til de 10 aktivklasser og valgte indeksafkast $i_{t,j}$.

Hvert år har vi for de 10 aktivklasser fået data for de strategiske allokeringer for de underliggende fonde. Et sådant eksempel vises i Tabel 2. Den strategiske allokering er oplyst primo året, og ændringer i den strategiske allokering i løbet af året kan være

TABEL 2: Aktivfordeling, ÅOP-bidrag og afkast for PFA's høj- og lavrisiko fonde for 2024

Aktivklasse	Højrisiko fond	Lavrisiko fond
Globale aktier (developed markets)	76,50%	-
Emerging markets aktier	8,50%	-
Private Equity	15,00%	-
Stats- og realkredit obl.	-	49,50%
Emerging Markets stats obl.	-	-
Investment Grade obl.	-	10,60%
High-Yield obl.	-	10,40%
Ejendomme	-	26,00%
Infrastruktur	-	3,50%
Hedgefonde	-	-
ÅOP-bidrag	0,96%	0,66%
Årligt afkast	18,20%	-0,40%

en kilde til fejl. Omvendt vil en ændring i allokeringen i løbet af året forventeligt indgå i næste års allokering.

Afkastene for de seks 'kommercielle' selskaber og de strategiske aktivallokeringer er leveret af AON (som har modtaget data fra selskaberne).

Industriens Pensions afkast og strategiske allokeringer er etableret i en dialog med selskabet og Analysehuset Nikolaj Holdt Mikkelsen. Tallene for PensionDanmark er leveret af selskabet selv.

De indeksafkast, der ganges på de strategiske aktivallokeringer, beskrives i det næste afsnit.

De 10 aktivklasser og indeksafkast

F&P og FiDa anvender 10 aktivklasser, når Rådet for Afkastforventninger specificerer forventninger til fremtidige afkast. Rådets afkastforventninger knytter sig til forventninger til afkastet for 10 aktivklasser specificeret ved benchmarks som angivet i Tabel 3.

Samtidig har vi hvert år som nævnt fået oplyst selskabernes strategiske aktivallokering fordelt på de 10 aktivklasser for de fonde, som indgår i de forskellige livscyklusprodukter.²

Nu kan selskabernes faktiske investeringstilgang sagtens afvige fra en angivet strategisk allokering i form af taktiske afvigelser mv., men har et selskab oplyst en strategisk allokering på '50% globale aktier' vil det være naturligt at sammenligne afkastet med 50% af afkastet af et globalt aktieindeks.

Kunderne vil også have en forventning om, at midlerne investeres på denne måde. Selskaberne påtager sig en væsentlig risiko for kritik og afvigende performance ved at investere an-

TABEL 3: Finans Danmarks benchmark anbefalinger for F&P's 10 aktivklasser

ID	Aktivklasse	Benchmark
1a	Euro Government Bonds	ICE BofA 1–10 Year AAA-A Euro Government Index, Total Return, EUR
1b	Danish Government Bonds	ICE BofA 3–5 Year Denmark Government Index, Total Return, DKK
1c	Danish Mortgage Bonds	Nykredit CMI5, konverterbare, 5 års varighed
1	Stat og realkredit samlet	
2	Investment Grade Obl.	ICE BofA Global Broad Market Index, All Maturities, Total Return, EUR
3	High Yield Obl.	ICE BofA Global High Yield Index, All Maturities, Hedged, EUR
4a	EM sovereign bonds – LC	J.P. Morgan GBI-EM Global Index, Local Currency, Total Return
4b	EM sovereign bonds – HC	J.P. Morgan GBI-EM Global Index, EUR, Total Return
4	EM Obl. samlet	
5	Globale Aktier	MSCI World Index, Mid & Large Cap, Total Return, EUR
6	EM Aktier	MSCI GEM Index, Mid & Large Cap, Total Return, EUR
7	Private Equity	S&P Listed Private Equity Index, Total Return, EUR
8	Infrastruktur	STOXX Global Broad Infrastructure Index, Total Return, EUR
9	Ejendomme	MSCI Real Estate Index, Mid & Large Cap, Price Return, EUR
10	Hedgefonde	HFRX Global Hedge Fund Index, Close, EUR

derledes. Selskabernes faktiske afkast vil derfor i det følgende blive sammenlignet med tilhørende indeksafkast baseret på de oplyste strategiske allokeringer.

Af økonomiske grunde har det ikke været muligt at få adgang til afkastene svarende til præcist de angivne benchmarks i Tabel 3. I stedet anvendes afkastene af de alternative benchmarks som angivet i Tabel 4.

Der anvendes således alternative benchmarks for stats-og realkreditobligationer, high yield obligationer, hedge fonde og ejendomme. For globale og emerging markets aktier anvendes de foreslåede indeks og tilsvarende med private equity.

Afkastene for de alternative benchmarks er angivet i Tabel 5. Det fremgår, at obligationsklasserne har leveret beskedne afkast i de fleste år, men et negativt afkast på mere end 10% i 2022, da renterne steg betydeligt. Tilsvarende fremgår ganske betydelige afkast for globale aktier for årene 2019, 2021, 2023 og 2024, hvor afkastene hvert år har oversteget 20%. Tilsvarende har private equity leveret afkast på mere end 30% i de 4 nævnte år.

Det skal understreges, at de forhold – at de benyttede benchmarks for specielt obligationsklasserne afviger fra FiDa's forslag, og at selskaberne i praksis har deres egne benchmarks – gør, at resultaterne skal vurderes i det lys. På den anden side er obligationsafkastene i de fleste år beskedne, og de anvendte aktieindeks svarer til de foreslåede. Det må derfor formodes, at performance i stor udstrækning vil afspejle, om selskaberne med deres valg har været i stand til at levere afkast for højrisikoklasserne, som f.eks. globale aktier og private equity, der afspejler afkastene i Tabel 5.

2. Fra 2019, hvor FiDa og F&P sammen med Rådet for Afkastforventninger indførte de 10 aktivklasser, har selskaberne oplyst fordelingen på disse aktivklasser. I årene forinden er mere detaljerede oplysninger på aktivklasserne rubriceret af AON til de 10 aktivklasser - eksempelvis vil en 2015 allokering til danske aktier i 2015 indgå som globale aktier. Dette gælder for de 6 kommercielle selskaber, mens de to øvrige selskaber har leveret en opdeling på de 10 klasser for hele perioden.

TABEL 4: Alternative benchmarks

ID	Aktivklasse	Benchmark
1a	Euro Government Bonds	Bloomberg Euro Treasury 1–10 Year Index EUR
1b	Danish Government Bonds	Nordea Danish Government Bond 5 Year Constant Maturity Index, DKK
1c	Danish Mortgage Bonds	Nordea Danish Callable Mortgage Bond Index
1	Stat og realkredit samlet	
2	Investment Grade Obl.	MSCI EUR IG Corporate Bond Index
3	High Yield Obl.	Bloomberg Global High Yield Hedged EUR
4a	EM sovereign bonds – LC	Bloomberg EM Local Currency Government EUR
4b	EM sovereign bonds – HC	J.P. Morgan EMBIG Diversified Hedged EUR
4	EM Obl. samlet	
5	Globale Aktier	MSCI World Index, Mid & Large Cap, Total Return, EUR
6	EM Aktier	MSCI GEM Index, Mid & Large Cap, Total Return, EUR
7	Private Equity	S&P Listed Private Equity Index, Total Return, EUR
8	Infrastruktur	STOXX Global Broad Infrastructure Index, Total Return, EUR
9	Ejendomme	FTSE EPRA Nareit Developed Europe Index, EUR
10	Hedgefonde	Credit Suisse Hedge Fund EUR

Selskabernes produkter

Nedenfor beskrives kort, hvorledes de enkelte selskabers produkter indgår i analysen. I alle tilfælde er der tale om markedsrenteprodukter med forskellige risikoprofiler og aftrapningsprofiler.

Fokus er på selskabernes hovedprodukt. Specialkonstruerede ESG-produkter som PFA klima plus, Vellivs vækstpension aftryk og Nordeas formålspension mfl. analyseres ikke. Tilsvarende omfatter analysen den rene pensionsopsparing, så nogle af selskabernes særlige ekstra bonus i form af PFA's kundekapital, AP's loyalitetsbonus og Velliv foreningsens uddelinger indgår

ikke i afkastene. For en yderligere uddybning henvises til Bækgaard og Madsen (2025).

AP Pension

AP Pension tilbyder som default et produkt bygget op omkring en række aldersbaserede udløbsfonde eksempelvis AP Active 2044 og AP Active 2050, hvor årstallet henviser til kundens forventede pensionsår. I denne analyse kategoriseres AP Pensions produkt som middel risiko, da aktivallokeringen ligner branchens øvrige produkter i samme risikokategori, jf. AP Pension (2024). AP indgår således kun med en risikoprofil middel.

Danica

Danicas markedsrenteprodukt hedder Danica Balance og er sammensat af fire forskellige fonde med varierende risikoprofiler: DP Offensiv, DP Defensiv, DP Mix og DP Korte Obligationer. De nævnte fonde udgør hovedbestanddelene af investeringsstrategien, og fordelingen mellem dem bestemmes ud fra kundens valgte risikoprofil lav, middel eller høj, jf. Danica (2025).

Nordea Pension

Nordea Pensions markedsrenteprodukt Vækstpension har tre risikoprofiler lav, middel og høj, og kundens opsparing investeres i en kombination af en Vækstpulje og Stabiliseringspulje, jf. Nordea Pension (2025).

PFA

I PFA Plus produktet kan kunden vælge mellem tre risikoprofiler lav, middel eller høj, som hver især repræsenterer forskellige forventninger til afkast og risikotolerance, jf. PFA Pension (2024). Produktet er bygget op omkring to fonde Høj risiko og Lav risiko, og fordelingen mellem de to afhænger af den valgte risikoprofil samt antal år til pension, jf. Figur 1 og Tabel 2. Da analysen omfatter afkast før 2025, indgår PFA's nye 'nedtrapning' fra 2025 ikke i analysen.

Sampension

Sampensions markedsrenteprodukt er opbygget omkring tre un-

TABEL 5: Benchmarkafkast for de 10 aktivklasser, 2015-2024

ID	Aktivklasse	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Gns.
1a	Euro Government Bond	1,43%	1,93%	0,30%	0,39%	3,16%	2,12%	-1,63%	-11,85%	5,96%	2,48%	0,43%
1b	Danish Government Bonds	0,37%	1,54%	0,06%	1,13%	1,49%	0,50%	-1,55%	-11,67%	5,20%	3,28%	0,04%
1c	Danish Mortgage Bonds	-1,91%	7,12%	5,12%	1,87%	2,68%	3,01%	-4,53%	-21,11%	7,46%	5,88%	0,56%
1	Stats og realkredit samlet	-0,45%	4,45%	2,66%	1,28%	2,59%	2,24%	-3,06%	-16,44%	6,56%	4,34%	0,42%
2	Investment Grade Obl.	-0,24%	4,33%	1,49%	-0,90%	5,85%	2,86%	-1,38%	-14,01%	8,45%	4,90%	1,13%
3	High Yield Obl.	-1,22%	13,79%	6,32%	-5,53%	9,92%	3,93%	1,54%	-13,37%	11,03%	8,92%	3,53%
4a	EM sovereign bonds – LC	-0,17%	9,03%	0,37%	1,47%	11,48%	-3,36%	5,88%	-2,44%	3,29%	8,47%	3,40%
4b	EM sovereign bonds – HC	0,74%	8,32%	8,21%	-7,04%	11,66%	3,50%	-2,82%	-20,14%	8,43%	4,68%	1,55%
4	EM Obl. samlet	0,28%	8,68%	4,29%	-2,79%	11,57%	0,07%	1,53%	-11,29%	5,86%	6,57%	2,48%
5	Globale Aktier	11,05%	11,46%	8,00%	-3,62%	30,99%	7,04%	31,39%	-12,52%	20,47%	27,46%	13,17%
6	EM Aktier	-4,91%	15,13%	20,88%	-10,02%	21,18%	9,11%	4,88%	-14,75%	6,68%	15,45%	6,36%
7	Private Equity	9,25%	18,55%	10,46%	-8,66%	49,24%	-2,70%	53,72%	-23,66%	36,27%	34,00%	17,65%
8	Infrastruktur	3,48%	11,70%	1,80%	-3,40%	28,39%	-6,20%	17,92%	-4,22%	5,12%	11,49%	6,61%
9	Ejendomme	18,80%	-4,50%	13,40%	-7,70%	29,70%	-10,00%	18,30%	-36,50%	17,40%	-2,70%	3,62%
10	Hedgefonde	-1,11%	0,05%	5,11%	-5,99%	5,99%	4,45%	7,50%	-0,91%	3,76%	8,08%	2,69%

TABEL 6: Gennemsnitlig omkostningssats på tværs af alle risikoprofiler og antal år til pension (2015-2024)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Gns.
AP	0,60%	0,70%	0,64%	0,80%	0,92%	0,82%	0,78%	0,87%	0,87%	0,87%	0,79%
Danica	0,77%	1,03%	1,05%	1,00%	1,07%	1,11%	1,07%	1,13%	1,09%	1,00%	1,03%
Velliv index	0,49%	0,47%	0,46%	0,49%	0,53%	0,57%	0,57%	0,57%	0,48%	0,53%	0,52%
Industriens Pension	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%
PFA	0,60%	0,74%	0,76%	0,76%	0,74%	0,82%	0,78%	0,77%	0,83%	0,83%	0,76%
Nordea Pension	0,58%	0,60%	0,64%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,73%	0,83%	0,83%	0,70%
PensionDanmark	0,62%	0,62%	0,62%	0,62%	0,62%	0,62%	0,62%	0,62%	0,62%	0,62%	0,62%
Sampension	0,44%	0,45%	0,45%	0,48%	0,51%	0,54%	0,43%	0,43%	0,61%	0,61%	0,50%
Velliv aktiv	0,92%	0,90%	0,94%	0,96%	0,91%	0,89%	0,92%	1,02%	0,94%	0,90%	0,93%
Gns.	0,65%	0,71%	0,71%	0,74%	0,76%	0,77%	0,75%	0,78%	0,79%	0,78%	0,74%

derliggende fonde benævnt Aktier, Obligationer og Alternative investeringer. Fordelingen mellem de tre fonde justeres automatisk over tid i takt med, at kunden nærmer sig pensionsalderen. Sampension har tre risikoprofiler lav, middel eller høj risiko, jf. Sampension (2025).

Velliv

VækstPension er Vellivs markedsrenteprodukt, hvor investeringen tilpasses kundens risikoprofil og gradvist nedtrappes frem mod pensionstidspunktet. Kunden kan vælge mellem tre risikoprofiler lav, middel eller høj, og afhængig af risikoprofil investeres typisk i to fonde, som vælges blandt et udvalg af fem fonde Vækstpension 1-5.

Der er det særlige ved Velliv, at kunderne kan vælge mellem Velliv aktiv og Velliv indeks. Da formålet med vores analyse er at se, i hvilken udstrækning selskaberne kan matche et markedsafkast, har vi valgt også at inkludere produktet Velliv indeks, idet forventningen må være, at netop dette produkt kan levere et markedsafkast. I Velliv indeks investeres der i brede, indeksbaserede fonde, jf. Velliv (2024).

Industriens Pension

Industriens Pensions markedsrenteprodukt består udelukkende af en risikoprofil med investering i to puljer benævnt Offensiv og Defensiv, jf. Industriens Pension (2025). I takt med at pensionsalderen nærmer sig, allokeres en stigende andel af opsparingen til den defensive pulje.

I denne analyse klassificeres Industriens Pensions produkt som værende af typen middel risiko.

PensionDanmark

PensionDanmarks markedsrenteprodukt er organiseret i aldersfonde (aldre hhv. 45, 55, 67 og 75 år). De yngre aldersfonde har en højere risikoprofil end de ældre, idet en større andel er placeret i risikofyldte aktiver. Medlemmernes opsparing allokeres på tværs af fondene afhængigt af den faktiske alder, og vægtningen justeres gradvist i takt med, at medlemmet bliver ældre. Der kan vælges mellem tre risikoprofiler lav, middel eller høj.

I analysen anvendes udelukkende afkast- og allokeringsdata for PensionDanmarks ratepensionsprodukt.

Omkostninger

En stor del af selskabernes omkostninger opkræves som inve-

steringsomkostninger og fragår i afkastene. For hver af de involverede fonde har vi data for et omkostningsbidrag, altså den omkostningssats $c_{s,t,f}$ som som er fratrasket i afkastet for fonden $F_{s,t,f}$ for selskab s i år t . Omkostningsbidraget omtales også som et ÅOP-bidrag, idet satsen indgår ved beregning af selskabernes samlede årlige omkostninger i procent (ÅOP). Dermed kan også selskabernes bruttoafkast og bruttoperformance før omkostninger beregnes ved ovenfor at erstatte $r_{s,t,f}$ med $r_{s,t,f} + c_{s,t,f}$.

Som illustration af omkostningsniveauerne har vi i Tabel 6 vist de gennemsnitlige omkostningssatser, hvor der tages gennemsnit over alle risikoprofiler og alle år til pension. Der er således ikke vægtet med opsparingens størrelse, som vi ikke har oplysninger om.

For de seks 'kommercielle selskaber' er omkostningssatserne leveret af AON. For Industriens Pension og PensionDanmark har det kun været muligt at få oplyst omkostningssatser for 2024, hvorfor de samme omkostningssatser er brugt for de tidligere år.

Omkostningssatserne er i niveauet 0,5-1% om året med en svag stigende tendens de seneste år³. Sådanne omkostningsniveauer må formodes at påvirke investeringsperformance en del. De angivne niveauer ligger noget over Rådet for Afkastforventninger's anbefalinger. Noget tyder også på, at de rene arbejdsmarkedspensionsselskaber har et omkostningsniveau, der er lidt lavere end niveauet hos de kommercielle selskaber. Forskellene mellem selskaberne er op til 0,5% point, hvilket på lang sigt er betydelige forskelle. Der henvises til Bækgaard og Madsen (2025) for yderligere detaljer om omkostningernes beregning.

Resultater for nettoafkast

Vi har herefter for hvert selskab s og for hver af risikoprofilerne rp lav, middel og høj beregnet den gennemsnitlige 10-årige performance for kunder, der i 2024 har å år til pension, $\hat{a} = 30$, 20, 10, 0, -10 år. Vi sammenligner altså det faktiske afkast, som en person, der i dag har 30 år til pension, og som i 2015 havde 39 år til pension, har opnået i de foregående 10 år sammenlignet

3. De stigende omkostningssatser på ca. 10-20bp i perioden, hvor formuerne i selskaberne har være voksende, skyldes måske, at selskaberne har søgt øgede indtægter, idet Finanstilsynet gennem længere tid har prøvet at få selskaberne til at nedbringe deres underskud i deres syge-og ulykkesforretning.

med tilsvarende benchmarkafkast. For hvert af årene er det som nævnt det faktiske afkast, som sammenlignes med et beregnet indeksafkast ud fra selskabets oplyste strategiske allokering på de 10 aktivklasser.

Dette giver hermed mulighed for at beregne den gennemsnitlige årlige performance

$$\bar{p}_{s,rp,\hat{a}} = \frac{1}{10} \sum_{t=2015}^{2024} p_{s,rp,t,\hat{a}(t)}, \quad (4)$$

hvor $\hat{a}(t) = \hat{a} + 2024 - t$, jf. notationen ovenfor.

Resultatet er afbildet i Figur 2, hvor hver prik angiver hhv. det gennemsnitlige afkast (øverst) og gennemsnitlig performance (nederst) målt over de seneste 10 år. Afkastene er nettoafkast, idet der er tale om kundernes faktisk afkast, hvor omkostninger svarende til Tabel 6 har reduceret afkastene.

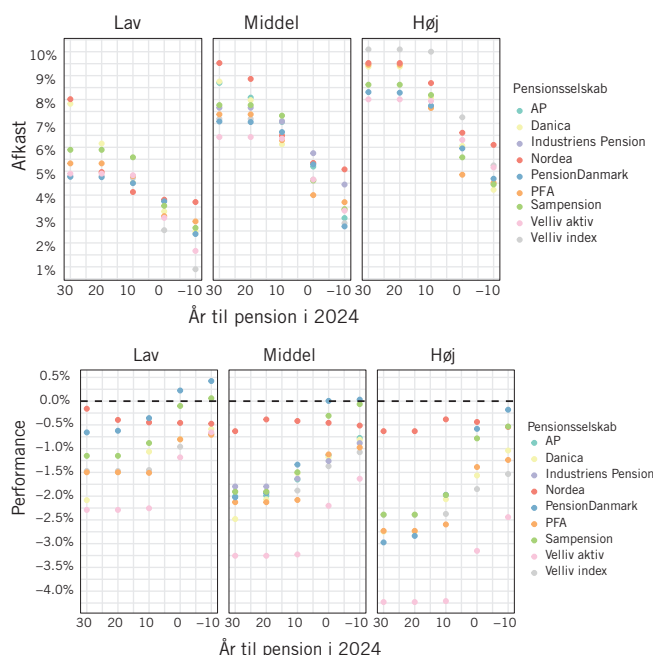
Generelt ses i første del af Figur 2 umiddelbart pæne afkast over den 10-årige periode med en tendens til, at afkastet stiger med antal år til pension, lige som højrisiko profilerne ser ud til at levere bedre afkast end lavrisiko profilerne – i begge tilfælde formentlig båret af, at højrisiko aktiverne har leveret et godt afkast over 10-års perioden, jf. Tabel 5.

Ser vi på performance i anden del af Figur 2, ændres resultaterne markant. Performance ser nu ud til at være dårligere, når der er mange år til pension og dårlig for højrisikoprofilerne sammenlignet med lavrisikoprofilerne.

Vi har yderligere i Tabel 7 vist gennemsnitlige afkast og performance tal for hhv. de forskellige risikoprofiler og selskaberne. Tallene viser alle en negativ performance varierende fra ca. -0,5% til -2,5%. Og selv om højrisiko med 20-30 år til pension i snit har leveret omkring 9% i afkast, følger der altså en performance på -2,5% med.

For de enkelte selskaber har Nordea Pension det bedste historiske afkast. Det er her opgjort til 6,7%, hvor de forskellige

FIGUR 2: Afkast og performance for risikoprofiler (nettoafkast, 2015-2024)



TABEL 7: Afkast og performance for hhv. risikoprofilerne og selskaberne (nettoafkast, 2015-2024)

ÅTP	Lav risiko		Middel risiko		Høj risiko	
	Afkast	Performance	Afkast	Performance	Afkast	Performance
30	5,93%	-1,33%	7,83%	-2,01%	9,06%	-2,58%
20	5,26%	-1,27%	7,60%	-1,93%	9,05%	-2,57%
10	4,73%	-1,14%	6,72%	-1,69%	8,33%	-2,22%
0	3,30%	-0,58%	4,90%	-1,00%	6,09%	-1,39%
-10	2,38%	-0,38%	3,55%	-0,74%	4,91%	-1,07%

Selskab	Performance	Afkast	Afkast-rang
Nordea	-0,46%	6,69%	1
PensionDanmark	-0,99%	5,59%	8
Sampension	-1,13%	5,99%	5
Industriens Pension	-1,47%	6,52%	2
AP	-1,51%	6,42%	3
Danica	-1,62%	6,15%	4
Velliv index	-1,65%	5,96%	6
PFA	-1,68%	5,74%	7
Velliv aktiv	-2,70%	5,47%	9

åtp-værdier vægter ens, og det indebærer også den bedste gennemsnitlige performance på -0,5%. Dårligst ligger Velliv aktiv med en performance på -2,7%. Vellivs indeksprodukt har en performance, der er ca. 1% bedre end Vellivs aktivt forvaltede produkt.

Sammenvægtes selskabernes performance fra Tabel 7 med aktiverne for 2024 knyttet til markedsrenteprodukterne fås en gennemsnitlig performance på -1,4%.

I Bækgaard og Madsen (2025) er også analyseret selskabernes performance, hvis man over 10-års perioden 2015-2024 holder antal år å til pension fast og definerer performance som

$$\bar{p}_{s,rp,\hat{a}} = \frac{1}{10} \sum_{t=2015}^{2024} p_{s,rp,t,\hat{a}}, \quad (5)$$

hvor altså $\hat{a}(t)$ i formel (4) ovenfor erstattes med en fast værdi af $\hat{a} = 30, 20, 10, 0, -10$ år.

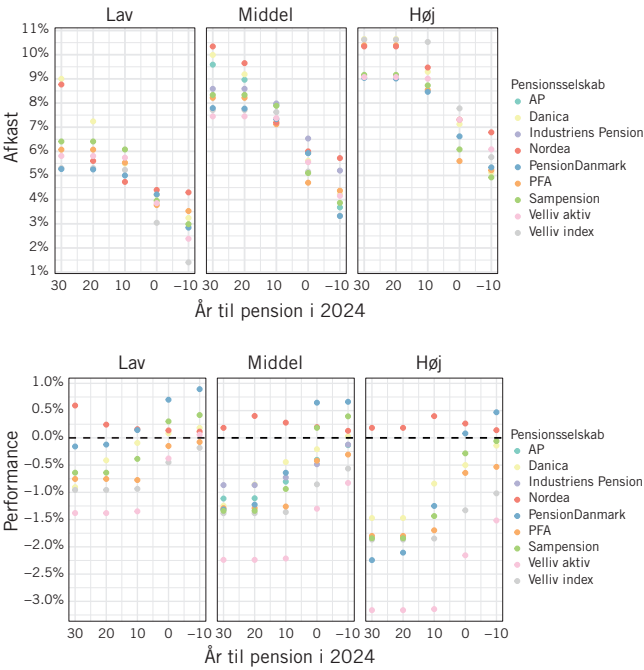
Derved fokuseres på selskabernes performance i et fast antal år til pension i modsætning til (4), der måler performance for en potentiel kunde, der i dag har $\hat{a}$ år til pension. Da aktivsammensætningen for alle selskaber kun ændrer sig langsomt, når antal år til pension ændrer sig, fås materielt nogenlunde samme resultater, som gennemgås her, hvorfor der henvises til Bækgaard og Madsen (2025) for yderligere detaljer.

Resultater for bruttoafkast

Ser vi i stedet på bruttoafkastet, hvor omkostningerne i fondene elimineres, fås resultater som angivet i Figur 3 og Tabel 8. Generelt ser vi som ventet en bedre performance i Figur 3, men der er fortsat mange kombinationer, som indebærer en negativ performance på -0,5 til -2,0%. Billedet er det samme som tidligere med dårligere performance ved højere risiko, uafhængig af om den højere risiko skyldes den valgte profil eller mange år til pension.

Blandt selskaberne ligger Nordea fortsat i top med bedste afkast og som det eneste selskab med en estimeret positiv per-

FIGUR 3: Afkast og performance for risikoprofiler (bruttoafkast, 2015-2024)



formance. Interessant er det også, at PensionDanmark har den næstbedste performance, men det dårligste afkast. Industriens Pension har det næstbedste afkast, men middel performance. Velliv aktiv ligger fortsat i bunden.

Selv om resultaterne ovenfor i mange af eksemplerne indikerer en underperformance ift. de valgte benchmarks, er ingen af resultaterne statistisk signifikante, når vi ser på bruttoafkastene. Dette skyldes den store variation i de årlige afkast.⁴

Figur 4 viser selskabernes gennemsnitlige performance for årene, hvor der er taget gennemsnit over de forskellige risikoprofiler og de fem åtp-grupper. Det er tydeligt, at der er en betydelig variation i performance. Den estimerede underperformance stammer bl.a. fra de 'gode aktie år' som 2019, 2021 og 2023-2024, mens det dårlige aktieår 2022 bidrager med positiv performance. Noget kan således måske tyde på, at selskaberne ikke i tilstrækkeligt omfang har været eksponeret mod det amerikanske marked og/eller mod the 'magnificent 7'.⁵ Det høje indeksafkast for 'private equity' kan også være med til at trække performance ned.

Sammenvægtet selskabernes performance fra Tabel 8 med aktiverne for 2024 knyttet til markedsrenteprodukterne fås en gennemsnitlig performance på -0,7% svarende til et mistet afkast på ca. 15 mia. kr. årligt.

4. Svarende til formel (4) udføres en t-test med 9 frihedsgrader for hvert selskab s , for hver risikoprofil rp og hvert antal år til pension $\hat{a} = -30, -20, -10, 0$ og 10 , og ingen af observationerne er signifikant forskellig fra 0 med 95% sandsynlighed.

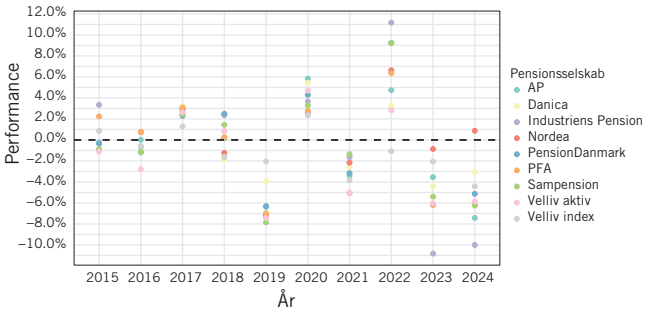
5. Magnificent 7 er slang for aktierne Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Nvidia og Tesla, som de seneste år har bidraget væsentligt til globale aktieafkast.

TABEL 8: Afkast og performance for hhv. risikoprofilerne og selskaberne (bruttoafkast, 2015-2024)

ÅTP	Lav risiko		Middel risiko		Høj risiko	
	Afkast	Performance	Afkast	Performance	Afkast	Performance
30	6,66%	-0,60%	8,67%	-1,18%	9,90%	-1,74%
20	5,96%	-0,58%	8,43%	-1,10%	9,89%	-1,72%
10	5,40%	-0,46%	7,51%	-0,90%	9,15%	-1,40%
0	3,92%	0,04%	5,61%	-0,29%	6,83%	-0,65%
-10	2,96%	0,20%	4,21%	-0,08%	5,60%	-0,38%

Selskab	Performance	Afkast	Afkast-rang
Nordea	0,24%	7,40%	1
PensionDanmark	-0,36%	6,21%	9
Danica	-0,55%	7,22%	3
Industriens Pension	-0,61%	7,38%	2
Sampension	-0,63%	6,50%	6
AP	-0,71%	7,21%	4
PFA	-0,90%	6,52%	5
Velliv index	-1,13%	6,48%	7
Velliv aktiv	-1,76%	6,41%	8

FIGUR 4: Performance opdelt efter år (bruttoafkast, 2015-2024).



Normalfordelingsmodeller (mixed-effekts modeller)

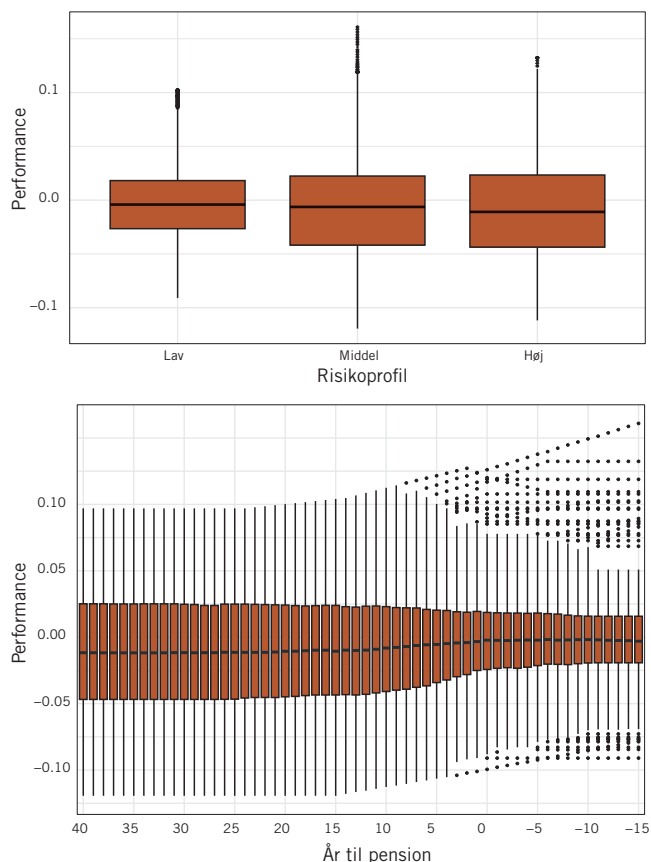
Hidtil har vores analyse været baseret på simple gennemsnit på tværs af selskaber, antal år til pension og de forskellige risikoprofiler. Vi har set betydelige effekter af det valgte risikoniveau og antal år til pension for performance. Figur 5 viser boxplots af det samlede datamateriale for henholdsvis de tre risikoprofiler og antal år til pension. De angivne sorte prikker i boksplottene er 'outlier observationer'.

Det centrale i analyser af denne type er en vurdering af selskabernes performance over tid. I Bækgaard og Madsen (2025) er gennemregnet forskellige modeller til beskrivelse af performance, når vi opfatter afkastet i det enkelte år som et tilfældigt udfald.

En model, Model 1, antager, at den underliggende performance kan modelleres som

$$p_{s,rp,t,\hat{a}} = \alpha_s + \rho_{rp} + u_t + \varepsilon_{s,rp,t,\hat{a}}, \quad (\text{Model 1})$$

hvor α_s og ρ_{rp} er effekter for selskab og risikoprofil, og hvor

FIGUR 5: Boxplots over performance for hhv. risikoprofiler og antal år-til-pension (bruttoafkast, 2015-2024)

u_t og $\varepsilon_{s,rp,t,\hat{a}}$ er uafhængige normalfordelte størrelser med middelværdier 0. Her er udgangspunktet faste additive effekter for selskab og risikoprofil.

En anden model, Model 2, er en udvidelse af Model 1 og antager, at

$$p_{s,rp,t,\hat{a}} = \alpha_s + \rho_{rp} + \delta \hat{a} + u_t + \varepsilon_{s,rp,t,\hat{a}}, \quad (\text{Model 2})$$

som er analog til Model 1, men hvor nu effekten af antal år til pension antages at være lineær. Værdien δ angiver her ændringen i performance, når antal år til pension ændres med et år, og sammenhængen antages at være (næsten) lineær, jf. Figur 5.

Estimerne for de to modeller er vist i Tabel 9. Det fremgår, at alle estimerne for selskaberne er negative med undtagelse af Nordea Pension, som har positive estimer på hhv. 0,15% i Model 1 og 0,5% i Model 2. Som før er ingen af selskabseffekterne signifikante.

Begge modeller viser dog en signifikant forskel mellem risikoprofilerne. Målt mod middel risiko (som er sat til 0) indebærer lav risiko en bedre performance på ca. 0,4%, mens høj risiko forringer performance med ca. 0,4%. Og for hvert 10 år, man nærmer sig pension, er der en tendens til, alt andet lige, at performance forbedres med ca. 0,3%, jf. Tabel 9.

Sådanne analyser skal tages med et grant salt. Residualanalyser peger på, at modellerne kun delvist opfylder antagelsen om uafhængig og konstant variation. Selvom Model 1 og 2 adresserer afhængigheden mellem observationer, er der fortsat systematiske mønstre, der ikke er adresseret godt nok. Særligt Model

TABEL 9: Estimerede effekter for hhv. Model 1 og 2 (bruttoafkast, 2015-2024).

Faste effekter	Model 1		Model 2	
	Estimat	t-værdi	Estimat	t-værdi
AP	-0,72%	-0,58	-0,39%	-0,31
Danica	-0,59%	-0,48	-0,26%	-0,21
Industriens Pension	-0,69%	-0,56	-0,35%	-0,29
Nordea	0,15%	0,12	0,48%	0,39
PensionDanmark	-0,40%	-0,32	-0,06%	-0,05
PFA	-0,89%	-0,72	-0,55%	-0,45
Sampension	-0,65%	-0,53	-0,31%	-0,25
Velliv aktiv	-1,72%	-1,40	-1,38%	-1,12
Velliv index	-1,11%	-0,90	-0,77%	-0,63
Risiko (Lav)	0,44%	8,07	0,44%	8,21
Risiko (Høj)	-0,44%	-8,10	-0,44%	-8,23
ÅTP			-0,03%	-20,74

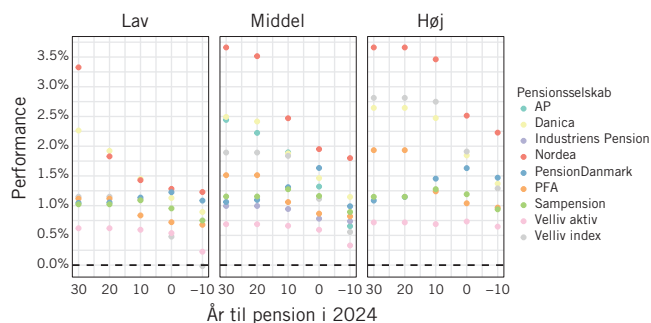
2, hvor effekten af åtp antages at være lineær, fremstår mindre veltilpasset, hvilket indikerer, at relationen ift. åtp snarere kan være ikke-lineær og derfor utilstrækkeligt fanget af den specificerede model, jf. også Figur 5.

Hvorfor underperformance?

En mulig forklaring på den observerede underperformance er, at selskaberne i praksis ikke følger de benchmarks, som er brugt i analysen ovenfor. Det er specielt i de år, hvor aktier har givet et godt afkast, at performance halter. Så hvis man ikke har investeret som benchmark i de gode aktieår eller måske i perioden har været undervægtet i 'magnificent 7', som de seneste år har bidraget meget til den globale aktieoptur, kan det være svært at levere performance.

De høje benchmarkafkast for 'private equity' gengivet i Tabel 5 kan også være en årsag til underperformance. Det tager typisk tid at få et højt afkast i 'private equity', og måske har flere selskaber en strategi, der afviger en del fra benchmark.

I Figur 6 er vist en figur med performance, hvis man for aktivklassen globale aktier erstatter det globale aktieindeks med et tilsvarende europæisk aktieindeks. Herved sammenlignes altså selskabernes faktiske globale aktieafkast med et europæisk indeks og kompenserer således for, at selskaberne måske har

FIGUR 6: Performance når globalt aktieindeks erstattes med europæisk aktieindeks (bruttoafkast, 2015-2024)

overvægtet Europa (og Danmark), selv om der har været informeret om, at man investerer globalt inkl. USA.

For den nævnte periode 2015-2024 har et europæisk aktieindeks givet et afkast på ca. 100% mod et globalt aktieindeks' afkast på ca. 220%. Der er således performancemæssigt tale om en for selskaberne meget gunstig sammenligning og illustrerer, hvor afgørende valget af benchmark er og risikoen ved at afvige fra benchmark.

I Figur 6 ændres den observerede underperformance på ca. -0,7% til en positiv performance på ca. 1-1,5%. I modsætning til tidligere ser performance nu klart bedre ud, når risikoen er høj, enten det skyldes risikoprofilen, eller at der er mange år til pension. Nordea ligger fortsat bedst og Velliv dårligst. En væsentlig forklaring på den observerede underperformance kan således meget vel være, at mange af selskaberne har været undervægtet i USA.

I vores analyse klarer Velliv sig dårligst. Den svage performance kan muligvis tilskrives Vellivs investeringsstrategi i kølvandet på corona krisen. Her positionerede selskabet sig med en forventning om recession og gik dermed glip af den efterfølgende optur, som mange andre selskaber nød godt af.

Konklusion

Formålet med denne artikel har været at undersøge, om de danske pensionselskaber leverer et merafkast til deres kunder, når afkastene måles mod relevante benchmarks.

Vi har ovenfor beregnet selskabernes gennemsnitlige afkast for 2015-2024 ved at se på typiske kunde profiler, som f.eks. med middel risiko har sparet op i 10 år, og som i dag har 20 år til pension. Disse afkast er så sammenlignet med allokeringjusterede benchmark dannet ud fra oplysninger om selskabernes strategiske aktivallokeringer og skønnede benchmarkafkast for de valgte aktivgrupper.

De umiddelbare resultater, hvor selskabernes omkostninger på ca. 0,5-1,0% er indregnet i afkastene, imponerer ikke, idet performance varierer fra -0,5% til -3,0%, jf. Figur 2.

Da de nævnte omkostninger må formodes at omfatte omkostninger ud over de rene investeringsomkostninger, er det måske mere fair at foretage en sammenligning, hvor der ses bort fra omkostningerne. Ses der bort fra disse, forbedres performance, og opgjort alene på selskabsniveau varierer den mellem 0,24% og -1,76%, jf. Tabel 8. I Tabel 9, hvor udgangspunktet er risikoniveauet middel risiko, varierer performance fra 0,15% til -1,72%.

Nordea Pension skiller sig positivt ud, mens Velliv ligger i bunden. Videre blev det konkluderet, at der en klar tendens til, at performance er bedre, når investeringsrisikoen er lav, end når den er høj. Den samlede gennemsnitlige performance på -0,7% svarer til et skønsmæssigt mistet afkast på ca. 15 mia. kr. årligt.

Der kan spekuleres i årsagen til den generelle underperformance, men noget kunne tyde på, at det skyldes, at selskaberne i den nævnte 10-års periode generelt har været undervægtet i amerikanske aktier og måske i særlig grad i 'magnificent 7'. Høje indeksafkast for 'private equity' kan også være en årsag.

Såfremt selskaberne generelt investerer anderledes end specificeret ved de 10 aktivklasser, kan man også overveje at justere i disse, således at de f.eks. også omfatter danske og europæiske aktier.

Samlet set understøtter vores resultater den generelle konklusion i litteraturen, at aktiv forvaltning sjældent giver varigt

merafkast til investorerne efter omkostninger. Selv om resultaterne ikke er statistisk signifikante, er det også værd at bemærke, at vi her når til det samme resultat, men nu også opgjort før omkostninger.

En supplerende konklusion kunne være, at selskaberne seriøst bør overveje flere indekstilbud med lavere omkostninger til kunderne, lige som der skal lyde en opfordring til at være mere åben omkring performance for forskellige kunde grupper holdt op mod relevante benchmarks.

Litteraturliste

- AP Pension, 2025: *Risikomærkninger af markedsrenteprodukter*, <https://appension.dk>
- Bechmann, Ken L. og Mads Stenbo Nielsen, 2016: Formidlingsprovision og performance af danske investeringsfonde. *Finans Invest*, 01/16, s. 5-11.
- Carhart, Mark M., 1997: On Persistence in Mutual Fund Performance. *Journal of Finance*, 52, s. 57-82.
- Cremers, Martijn og Antti Petajisto, 2009: How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance. *Review of Financial Studies*, 22, s. 3329-3365.
- Danica, 2025. *Dine investeringsmuligheder*, <https://danica.dk>
- Fama, Eugene F. og Kenneth R. French, 2010: Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns. *Journal of Finance*, 65, s. 1915-1947.
- Jensen, Nicolai L., Peter A. Nielsen og Jeppe Nielsen, 2014: Performanceevaluering af danske investeringsforeninger – ny metode til justering for held/uheld. *Finans/Invest*, 6/14, s. 7-12.
- Jensen, Michael C., 1968: The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964. *Journal of Finance*, 23, s. 389-416.
- Kosowski, Robert, Allan Timmermann, Russ Wermers og Halbert White, 2006: Can Mutual Fund "Stars" Really Pick Stocks? New Evidence from a Bootstrap Analysis. *Journal of Finance*, 61, s. 2551-2595.
- Industriens Pension, 2025: *Investering af din opsparing*, <https://www.industrienspension.dk>
- Madsen, Emil Steen og Nicolai Bækgaard, 2025: *Pensionselskabernes investeringsperformance (2015-2024)*. Hovedopgave cand.merc.(mat).
- Nordea Pension, 2025: *Profildpension*, <https://www.nordea-pension.dk>
- PFA Pension, 2024: *Investeringsformer i PFA*, <https://www.pfa.dk>
- Rådet for Afkastforventninger, 2025: *Forventninger for 2. halvår 2025*, <https://fogp.dk>
- Sampension, 2025: *Vælg investeringsprofil*, <https://www.sampension.dk>
- Velliv, 2025: *Invest din opsparing i det, som er vigtigt for dig*, <https://www.velliv.dk>. ■

Når private investorer vælger venture-fonde

Denne artikel belyser mulige årsager til, at velhavende private investorer vælger at investere i venturekapitalfonde på trods af høje risici, lange tidshorisonter og usikre afkast. Analysen kombinerer adfærdøkonomiske perspektiver med psykologiske faktorer, herunder overdreven selvtilid, FOMO og affektiv tiltrækning til innovation. Sociale motivationsfaktorer som status, eksklusivitet og adgang til netværk spiller en central rolle, ligesom mentale regnskabsprincipper og core-satelite-strategier påvirker beslutninger. Manglende gennemsigtighed i reelt realiserede afkast og benchmarking i venturekapitalindustrien betyder, at narrative effekter og perception ofte trumfer objektive kriterier, når venturefonde vælges som investeringsprodukt. Emnerne i artiklen udfordrer den klassiske opfattelse af rationelle investeringsbeslutninger og fremhæver behovet for bedre performance-data og transparent fondsinformation.

AF FORFATTER



Peter Dybdahl Hede

Partner, Fiftyfive Capital

E-mail: phe@fiftyfive-capital.com

Peter Dybdahl Hede er Civilingeniør, Ph.d., HD-F og har mere end ti års erfaring som business angel og +5 års arbejde som partner og venturepartner i flere venturekapitalfonde.

Note: Forfatteren takker Michael Clemens for en række værdsatte kommentarer til tidligere udgave af artiklen.

Formuende private investorer, der via tilgang til kapital og investeringserfaring lever op til kravene i betegnelsen ”professionel” eller ”akkrediteret investor²” antages per definition at have et højere vidensniveau og kapacitet til at håndtere komplekse og risikofyldte investeringer. På grund af dette har de ofte adgang til investeringsprodukter og -fonde, der er uden for rækkevidde for almindelige detailinvestorer, der beskyttes af strengere lovgivning. Professionelle investorer har ofte ganske

mange produkter at vælge imellem og står således over for komplekse beslutninger, når de vælger investeringsprodukter.

En af de mere bemærkelsesværdige tendenser for denne investorgruppe er den vedvarende interesse for venturekapitalfonde.³ Disse fonde er kendt for deres høje risici, lange tidshorisonter, lange perioder med illikviditet og betydelige usikkerhed omkring det endelige realiserede afkast. Selvom nogle fonde genererer høje afkast, præsterer langt fra alle venturefonde på et niveau, der kan retfærdiggøre risikoen overordnet. I en rapport fra første kvartal af 2025 angiver Cambridge Associates (Cambridge Associates, 2025), at amerikanske venturefonde har leveret afkast under de børsnoterede indekser⁴ som MSCI og Nasdaq på kort sigt. Over længere horisonter (5 - 15 år) har venturefondene derimod leveret et solidt merafkast i forhold til MSCI All Country World Index ofte med flere hundrede basispunkter. Sammenlignet med Nasdaq indekset er billedet dog anderledes: Her har venturefonde svært ved at følge med, og

1. Ifølge MiFID II defineres en professionel investor i EU som en person eller virksomhed, der har tilstrækkelig erfaring, viden og ekspertise til selvstændigt at træffe investeringsbeslutninger og vurdere de tilknyttede risici. Private investorer kan under visse betingelser klassificeres som professionelle, hvis de opfylder mindst to af følgende tre kriterier: (1) en portefølje af finansielle instrumenter og kontante midler på mindst 500.000 EUR, (2) dokumenteret erfaring med hyppige og betydelige transaktioner på de finansielle markeder (typisk 10 - 15 handel pr. kvartal over de seneste fire kvartaler), eller (3) mindst et års erhvervserfaring i finanssektoren i en stilling, der kræver relevant viden om finansielle produkter (Finanstilsynet, 2025).
2. I USA anvender SEC betegnelsen ”accredited investor” i stedet for professionel investor. Kvalifikationerne er fastsat i Regulation D og kræver, at en privat investor opfylder mindst ét af følgende kriterier: (1) en årlig indkomst på mindst 200.000 USD (eller 300.000 USD sammen med en ægtefælle) i hvert af de to seneste år med rimelig forventning om at opretholde samme indkomstniveau i det nuværende år, (2) en nettoformue på mindst 1 million USD ekskl. værdien af den primære bolig, eller (3) erhvervserfaring og specifik finansiell ekspertise gennem beskæftigelse i finanssektoren (SEC, 2025).

3. Som led i dataundersøgelser for ”European single-family office database” angiver familyofficehub.io til eksempel, at 25 % af danske single-family offices laver investeringer i venturekapital, enten direkte i opstartsvirksomheder eller gennem venturekapital-fonde (familyofficehub.io, 2025). Uden dog at angive specifikt hvor meget dansk kapital, der er allokeret og øremærket til venturekapitalfonde, angiver EIFO i marts 2025 (EIFO, 2025) i deres ”Danish venture capital market analysis 2024”, at der i 2024 skete venturekapital-investeringer for ca. 1,1 mia EUR i 112 funding-runder, hvoraf en stor del af runderne var med deltagelse af dansk-baserede venturefonde, der traditionelt set også har stor allokering fra private danske fondsinvestorer. Der er således grund til at formode, at der investeres signifikante summer i danske og udenlandske venturekapitalfonde fra private investorer i Danmark, uagtet at venturekapital som kategori til gengæld udgør en lille del af de danske pensionskassers samlede allokering til alternative investeringsprodukter og en uhyre lille del af den samlede investeringsportefølje (Økonomisk Ugebrev, 2021).
4. Typisk målt op mod mPME (modified Public Market Equivalent), der er en metode til at sammenligne private investeringer med indeks bestående af børsnoterede virksomheder. Det simulerer, hvordan en venturekapital- eller private equity-portefølje ville have performet, hvis alle kapitalindkald og udbetalinger var sket i et indeks. På den måde kan man direkte måle, om private fonde skaber merafkast i forhold til børsnoterede alternativer.