

# investeringer 2001



*Industriens Pension*



Når investeringsrisiko bliver mere end teori Side 4



Investeringsstrategi Side 6



Markedsudviklingen Side 19

Investeringer og afkast Side 23



Bilag Side 29



Som følge af afrunding kan tabelsummer afvige fra summen af de indgående poster.

En liste over samtlige investeringsaktiver pr. 31. december 2001 kan ses på Industriens Pensions hjemmeside [www.industripension.dk](http://www.industripension.dk)

## Når investeringsrisiko bliver mere end teori



Graden af risiko bør være en integreret del af enhver investeringsbeslutning. I velfungerende markeder gælder tommelfingerreglen, at jo større det forventede afkast af en investering er, jo større vil risikoen ved investeringen være. Risikoen vil ikke altid være præcist defineret, men i generelle termer kan den beskrives som sandsynligheden for at realisere et afkast, der er markant ringere end det forventede, hvilket oftest vil være forstået som negativt.

Statistisk vil risiko hyppigst ses beskrevet ved nøgletal, der kan beregnes matematisk ud fra historiske erfaringer, for eksempel standardafvigelse og "tracking error", der gennem et enkelt tal udtrykker sandsynligheden for afvigelser fra henholdsvis det forventede afkast og et opstillet

benchmark-afkast (referenceafkast). Moderne porteføljeteori bygger på sådanne risikonøgletal og konsekvenserne for risikoen ved at sammensætte investeringsporteføljen på forskellig vis.

For at sikre et højt langsigtet afkast er det nødvendigt at løbe risici af en vis størrelse. Ved at tage kontrollerede og korrekt planlagte risici på porteføljen øger Industriens Pension det forventede langsigtede afkast af pensionsmidlerne. Niveaut for risiko er primært bestemt af størrelsen af Industriens Pensions reserver. Jo større reserver, jo større investeringsrisici vil det være hensigtsmæssigt at tage for at øge det forventede afkast. I dårlige investeringsår giver en veltiretrelagt investeringsstrategi sig udtryk i, at afkastet - selv om det måtte være negativt - ikke vil true

sikkerheden for, at selskabet kan leve op til pensionsforpligtelserne.

Industriens Pension anvender moderne porteføljetæori kombineret med avancerede risikostyringsinstrumenter ved sammensætningen af investeringsporteføljen. Året 2001 med de i perioder stærkt faldende aktiekurser skulle vise sig at blive året, hvor man kunne konstatere, at ét er teori, noget andet virkelighed. Eller udtrykt mere konkret: I 2001 blev det testet, om de principper og metoder, der har været lagt til grund for porteføljeforvaltningen, har været rigtigt valgt. Forkert valg af principper og metoder ville med stor sandsynlighed have bragt et pensions-selskab i vanskeligheder i løbet af året. Industriens Pension var ikke på noget tidspunkt i 2001 i nærheden af ikke at kunne overholde myndighedernes krav til reserver.

Udover de nøgletal og metoder, der allerede anvendes, er Industriens Pension i færd med at implementere Value at Risk som risikonøgletal for den samlede risiko på alle investeringsaktiverne. Dette nøgletal udtrykker, hvor meget der med en given sandsynlighed maksimalt kan tabes på porteføljen inden for en given tidshorizont. Nøgletallet er baseret på historiske data om de forskellige aktivtypers afkast. Ved anvendelse af Value at Risk bliver det på en enkel måde muligt at vurdere risikoen under hensyntagen til samspillet mellem aktiverne i porteføljen. Value at Risk er allerede taget i brug til løbende overvågning af valutarisici.

Som beslutningsgrundlag anvendes desuden analyser fra aktiv-passivmodeller, det vil sige modeller, der gør det muligt at analysere samspillet mellem aktivsiden (investeringsaktiverne) og passivsiden (pensionsforpligtelserne). Industriens Pension arbejder løbende med udvikling af sådanne beslutningsgrundlag.

Tilsynsmyndigheden for Industriens Pension, Finanstilsynet, har i 2001 øget kravene til indberetning af risikoplysninger. Samtlige pensions-selskaber skal nu indberette risici for alle aktivty-

## For at sikre et højt langsigtet afkast er det nødvendigt at løbe risici af en vis størrelse. Ved at tage kontrollerede og korrekt planlagte risici på porteføljen øger Industriens Pension det forventede langsigtede afkast af pensionsmidlerne

per i to scenarier, de såkaldte røde og gule risikoniveauer. Risiciene omfatter både rente-, aktie-, valuta- og kreditrisici.

Hvis reserverne ifølge indberetningsskemaet er utilstrækkelige i "rødt lys"-scenariet, der bl.a. omfatter et aktiekursfald på 12% og en stigning i renten på langtløbende obligationer på 0,7 %-point, vil Finanstilsynet bede selskabet om en nærmere redegørelse for reservernes størrelse i forhold til risici ved investeringer og forpligtelser. Det "gule lys" skal ses som en intern advarsel om, at de påtagne risici bør tages op til vurdering.

De af Finanstilsynet definerede risikotyper blev i forvejen løbende registreret og overvåget i Industriens Pension, hvorfor det ikke har indebåret væsentlige ændringer i den daglige styring at overvåge margener til gult og rødt lys på kontinuerlig basis. Industriens Pension har ikke været i hverken gult eller rødt lys i 2001.

I 2002 vil Industriens Pension videreudvikle mål, modeller og metoder, der kan sikre, at virksomheden fortsat vil kunne måle, budgettere og påtage sig det rette niveau for investeringsrisiko og fordele denne risiko på den mest hensigtsmæssige måde med henblik på opnåelse af maksimalt forventet afkast.

## Investeringsstrategi

### Afkast og risiko

Det forventede afkast af en investering afhænger af den risiko, der er forbundet med investeringen. Jo større risiko, des større forventet afkast. Ved risiko forstås sandsynlighed for udsving i afkastet og dermed også mulighed for lavt eller negativt afkast i en periode.

Ønskerne om højt afkast og lav risiko peger derfor som udgangspunkt i hver sin retning. I tabel 1 ses det gennemsnitlige årlige bruttoafkast af forskellige investeringer over de seneste 10 år. Det ses f.eks., at det gennemsnitlige årlige afkast af danske aktier har været 11,3%, men har svinget mellem plus 56,1% og minus 23,8% og været negativt i 3 af de 10 år. I den anden ende af risikokalaen har indeksobligationer kun givet 6,3% i gennemsnitligt afkast, men med betydeligt mindre udsving.

Det er dog muligt at opnå et pænt afkast med en begrænset risiko. Det skyldes, at de forskellige værdipapirer ikke svinger i samme takt. Ved at sprede sine investeringer på forskellige typer af værdipapirer og forskellige lande, brancher og virksomheder kan man derfor mindske risikoen, uden at det forventede afkast bliver tilsvarende mindre. Det betyder samtidig, at man i det enkelte

år aldrig vil opnå det teoretisk bedst mulige, men heller ikke det dårligst mulige afkast.

Den optimale investeringsstrategi er altså at sammensætte investeringerne sådan, at der for en given risiko opnås det højst mulige forventede afkast, eller udtrykt på en anden måde, at et givet forventet afkast opnås med den mindst mulige risiko.

### Begrænsninger

I praksis begrænses investeringsbeslutningerne dog af en række forhold. Der kan være tale om lovmæssige begrænsninger, omkostningshensyn eller andre individuelle forhold for investor.

For Industriens Pension fastslår lovgivningen f.eks., at der højst må investeres en vis andel af de forsikringsmæssige hensættelser i aktier. Den maksimale andel investeret i aktier blev i 2000 sat op til 70% mod tidligere 50%. Der er ligeledes begrænsninger på, hvor meget der må investeres i en enkelt virksomhed, i fremmed valuta og i lande uden for OECD-området.

Der er ikke samme omkostninger forbundet med at investere i de forskellige investeringstyper. Det er f.eks. forbundet med større omkostninger

Tabel 1 - Afkast og risiko 1992-2001

	Danske indeksobligationer	Danske nominalobligationer	Udenlandske aktier	Danske aktier
Årligt afkast i %	6,3	8,8	11,9	11,3
Årlig risiko i %	5,9	6,6	16,6	19,1
Afkast bedste år i %	25,2	28,4	45,7	56,1
Afkast dårligste år i %	-11,5	-10,5	-12,6	-23,8
Antal år med negativt afkast	2	2	3	3

**Afkast:** Det historiske, årlige gennemsnitlige afkast for pensionsafkastbeskatning.

**Risiko:** Den historiske, årlige standardafvigelse. Afkastet på en aktivtype vil statistisk i to ud af tre år ligge inden for den viste afkastprocent plus/minus standardafvigelsen. I et ud af tre år forventes afkastet at ligge uden for dette interval. Jo større standardafvigelsen og dermed intervallet er, des større vil risikoen være for betydelige tab i et eller flere år.

at investere i ejendomme og noterede aktier end børsnoterede værdipapirer. Det skyldes bl.a., at informationer om markederne for unoterede aktier og ejendomme er sværere tilgængelige end for børsnoterede værdipapirer, og at administration af unoterede aktier og ejendomme kræver flere ressourcer.

Først når investeringsaktiverne har nået en vis størrelse, vil unoterede aktier og ejendomme være aktuelle med henblik på at øge risikospredningen. Industriens Pensions investeringsaktiver har de seneste par år nået en størrelse, der ud fra en omkostningsmæssig betragtning har gjort det relevant at investere i unoterede aktier, og unoterede aktier indgår i dag i porteføljen. Der er endnu ikke investeret i ejendomme.

Livsforsikringselskaber, derunder Industriens Pension, har i et vist omfang garanteret deres medlemmer nogle ydelser. Det giver medlemmerne mulighed for at forudse deres økonomiske situation i pensionisttilværelsen. Men det betyder samtidig, at selskaberne må opbygge reserver til at modstå perioder, hvor det faktisk opnåede investeringsafkast ikke er stort nok.

For relativt nyetablerede selskaber som Industriens Pension vokser kravet til reserverne hurtigt, og det spiller også ind på investeringsbeslutningerne. Da aktiers kursværdi erfaringsmæssigt svinger meget (stor risiko), er det begrænset, hvor meget der kan investeres i aktier af hensyn til risikoen for ikke at kunne opfylde det lovgivningsmæssige reservekrav. Af samme grund er en del af det afkast, der er opnået i de foregående år, anvendt til at opbygge reserver i form af bonushensættelser, der kan tilskrives medlemmernes konti på et senere tidspunkt.

### Etik

Forsikringslovgivningen fastslår, at pensionsforsikringselskaber har pligt til at tilstræbe det størst mulige afkast. Ligeledes er det i medlemmernes interesse, at Industriens Pension investerer opsparingen, således at der opnås det størst

mulige afkast under hensyn til midlernes sikkerhed, da det vil give de største pensionsydelser.

Industriens Pension har besluttet ikke at pålægge investeringsbeslutningerne en politisk begrænsning i form af etiske retningslinjer. Der ville være betydelige problemer med at afgrænse, hvad der er uetisk, når man som Industriens Pension investerer i det meste af verden. Det skyldes, at lovgivning, økonomi, kultur og dermed normer er vidt forskellige i de lande, der indgår i Industriens Pensions investeringsunivers. Derfor kan man ikke blot anvende et sæt etiske spilleregler opstillet efter danske forhold på alle markeder. Selv om det havde været muligt at foretage en sådan entydig afgrænsning,

### Danske nominal obligationer

*På nominalobligationer (nominelt forrentede obligationer) er rente og afdrag uafhængige af udviklingen i inflationen. Den pålydende rente er i Danmark næsten altid fast i hele løbetiden.*

*Kursen på nominalobligationer ændres ved ændringer i renteniveauet. Alt andet lige gælder, at jo længere løbetid obligationen har, des større vil kursændringen være ved en ændring i renteniveauet. Derfor er risikoen på obligationer med lang løbetid større end på obligationer med kort løbetid. Til gengæld er afkastet på langtløbende obligationer størst i det lange løb, og langtløbende obligationer matcher bedre de langsigtede pensionsforpligtelser. Derfor vil en stor del af pensionsopsparingen være placeret i langtløbende obligationer for at opnå det bedste afkast på lang sigt og mindske den langsigtede risiko.*

*Alle danske statsobligationer og langt de fleste realkreditobligationer er nominalobligationer. Den største del af realkreditobligationerne er konverterbare, det vil sige, at de kan udtrækkes førtidigt til kurs 100.*

*Ved udgangen af 2001 var 42% af Industriens Pensions portefølje placeret i danske nominalobligationer.*

ville det i praksis næppe være muligt at kontrollere, om et sæt etiske regler var overholdt i hvert enkelt selskab og alle dets eventuelle datterselskaber og ejerinteresser.

Det enkelte selskabs evne til at tilpasse sig den løbende udvikling i holdning til miljø og etik på de markeder, hvor det virker, er afgørende for selskabets succes og dermed afkastet ved at investere i selskabet. Derfor vil selskabets tilpasning til lokale etiske og miljømæssige standarder indirekte indgå i investeringsbeslutningerne, og derfor er Industriens Pensions ønske om at opnå det højst mulige afkast af investeringerne ikke i modstrid med at foretage etisk og miljømæssigt rigtige investeringer.

### Mål sætning

Målsætningen for Industriens Pensions investeringsstrategi er at sikre det størst mulige afkast efter omkostninger og pensionsafkastskat under hensyntagen til investeringsrisikoen. Industriens Pension fastlægger investeringsstrategien ud fra principperne om forventet afkast kontra risiko og de begrænsninger, virksomheden er underlagt, samt den formulerede investeringsfilosofi.

### Filosofi

Investeringsfilosofien udtrykker en holdning til, hvilke faktorer Industriens Pension mener er betydende for investeringsafkast og -risiko, og hvordan porteføljevaltningen bør tilrettelægges med henblik på at maksimere forventet afkast og minimere risiko og omkostninger. Investeringsfilosofien udtrykker således eksplicit en holdning til forhold, der er fundamentale for formuevaltningen.

Udvalgte punkter i Industriens Pensions investeringsfilosofi med stor betydning for tilrettelæggelsen af formuevaltningen er:

- Det er muligt at optimere forholdet mellem forventet afkast og risiko ved løbende at analy-

sere, hvordan afkastet mellem forskellige aktivtyper varierer sammen og tilrettelægge investeringerne derefter

- Det langsigtede afkast kan øges ved løbende at være på forkant med viden om den økonomiske udvikling og strukturelle forandringer i samfundet
- Som langsigtet investering giver aktier et højere afkast end obligationer, men også en højere risiko
- Det er i højere grad fordelingen af porteføljen på forskellige aktivtyper end valget af de enkelte værdipapirer, der er afgørende for afkastet
- Aktiv porteføljestyring giver langsigtet et højere afkast end passiv styring. Ved aktiv porteføljestyring forsøges det at opnå et investeringsafkast, der overstiger et indeks for den generelle markedsudvikling, mens man ved passiv porteføljestyring systematisk følger et sådant indeks. Det højere afkast ved aktiv porteføljestyring mere end opvejer de højere omkostninger, der er forbundet med aktiv porteføljestyring, sammenlignet med passiv porteføljestyring
- Det er muligt at forbedre forholdet mellem forventet afkast og risiko ved at vælge portefølje-managere, der komplementerer hinanden med hensyn til investeringsstil
- Valutarisici ved investeringer i udenlandske aktier udgør en integreret del af forventet afkast og risiko ved at investere i disse og bør kun afdækkes, hvis valutarisici generelt søges nedbragt. Valutarisiko ved investering i udenlandske obligationer udgør en særskilt risiko uden positiv betydning for forholdet mellem forventet afkast og risiko. Derfor bør valutarisici ved udenlandske obligationsinvesteringer afdækkes, hvis der er tale om valutaer med betydende kursbevægelser.



## Strategi

Investeringsstrategien omfatter en overordnet principiel fordeling på forskellige aktivtyper, taktisk over- og undervægtning af de enkelte aktivtyper, udvælgelse af porteføljemanagere samt disses valg af konkrete værdipapirer inden for hver af aktivtyperne.

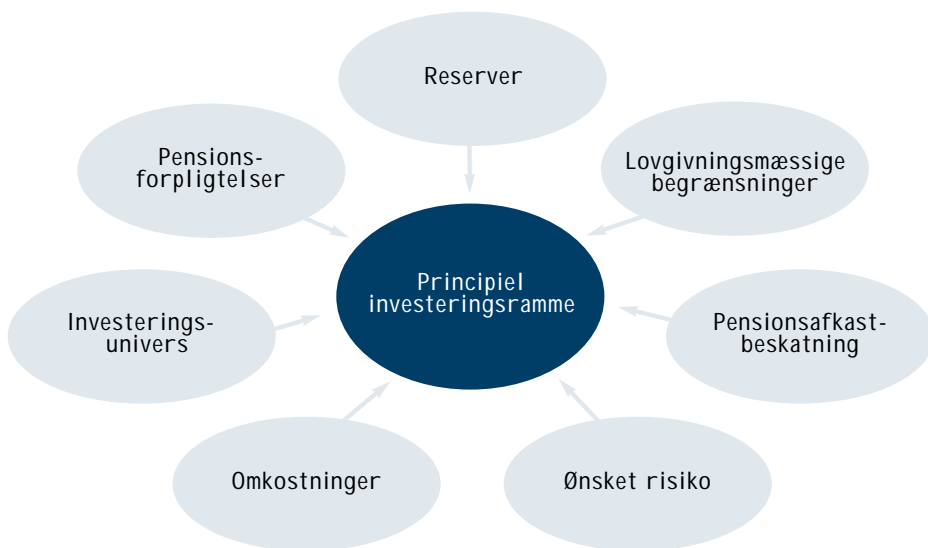
## Principiel investeringsramme og taktisk fordeling

Den overordnede fordeling på aktier og obligationer - det vil sige den principielle investeringsramme - fastlægges ud fra forventninger til afkast

og risiko under hensyntagen til sikkerhed for at kunne levere de ydelser (forsikringer og pension), som indgår i medlemmernes pensionsordning. Den fastlægges ud fra størrelsen af Industriens Pensions samlede reserver, den størrelses- og tidsmæssige fordeling af forsikrings- og pensionsydelserne samt en række andre faktorer, se figur 1 på næste side.

Den principielle investeringsramme fastlægges af bestyrelsen, normalt en gang om året. Som beslutningsgrundlag anvendes bl.a. analyser fra aktiv-passivmodeller, det vil sige modeller, der gør det muligt at analysere samspillet mellem aktivsiden (investeringsaktiverne) og passiv-





Figur 1: Mange faktorer indgår i beslutningen om den principielle investeringsramme.

siden (pensionsforpligtelserne). Industriens Pension arbejder løbende med udvikling af sådanne beslutningsgrundlag.

Ønsket om højt forventet afkast søges opfyldt væsentligst gennem en høj andel af aktier, mens ønsket om risikospredning søges opfyldt gennem en hensigtsmæssig spredning af investeringerne på forskellige aktivtyper.

Andelen af aktier bør være høj på grund af aktieres høje forventede afkast. Men den større risiko på aktier sætter en begrænsning for, hvor stor en andel af formuen, det er forsvarligt at investere i aktier. Derfor beregner Industriens Pension et aktierisikotal, som er relateret til størrelsen af aktiebeholdning og reserver. Ved hjælp af aktierisikotallet kan aktiebeholdningens størrelse i forhold til de samlede reserver vurderes.

Reserverne minus lovens krav til reservernes størrelse er Industriens Pensions "buffer" mod

bl.a. udsving i afkastet. Udviklingen i bufferens størrelse afhænger primært af forskellen mellem afkastet af investeringerne og den rente, der tilskrives pensionsopsparingen. Ved at sætte bufferen i forhold til værdien af de samlede aktieinvesteringer fås aktierisikotallet. Det udtrykker, hvor mange procent Industriens Pensions samlede aktieportefølje kan falde, før egenkapitalen (eventuelt efter nødvendige overførsler til bonushensættelserne) kommer i konflikt med lovens krav.

Aktierisikotallet bør være mindst 25%. Det bygger på historiske erfaringer, idet f.eks. en portefølje bestående af lige dele danske og udenlandske aktier inden for de sidste 40 år højst er faldet med 25% på et enkelt kalenderår og kun én gang faldet 2 år i træk med i alt godt 30%. Ud fra historiske erfaringer er det derfor mindre sandsynligt, at aktieinvesteringerne falder med mere end 25%. For at sikre en meget høj grad af sikkerhed stiller Industriens Pension det krav, at

aktierisikotallet skal være mindst 35%.

Aktierisikotallet anvendes både til overvågning af, at Industriens Pension har tilstrækkelige reserver til at modstå kursfald og til at vurdere, hvor stor en andel aktierne kan udgøre af de samlede investeringer. Jo større aktierisikotallet er, jo større frihed er der til at investere i aktier

og dermed opnå et større forventet afkast på langt sigt.

I tabel 2 er vist, hvordan aktierisikotallet har udviklet sig igennem 2001. Det ses, at tallet - til trods for store kursfald på aktier - fortsat ligger pænt over den fastsatte grænse på 35%.

Tabel 2 - Aktierisikotallet i 2001

Ultimo 2000 %	Ultimo marts 2001 %	Ultimo juni 2001 %	Ultimo sept. 2001 %	Ultimo 2001 %
63	56	54	43	47

*Anm.: I modsætning til tidligere år beregnes aktierisikotallet nu inklusive skatteaktiver.*

Der er stor fokus på aktierisikotallet, fordi aktier er den isoleret set mest risikobehæftede aktivtype. Men alle aktivtyper i den principielle investeringsramme kan give negativt afkast, og derfor foretages der løbende overvågning af tilsvarende art også for obligationer og valuta. I 2001 er denne overvågning blevet tilpasset med løbende beregninger af margenen til de gule og røde lys, som Finanstilsynet har introduceret. Disse er beskrevet nærmere i indledningen til dette tillæg.

Senest i 2003 vil Industriens Pension opgøre pensionsforpligtelserne til markedsværdi. Dette vil ud over en styrkelse af reserverne betyde, at forpligtelsernes værdi ændres ved ændringer i renteniveauet ligesom for obligationsbeholdningen. I tilrettelæggelsen af investeringsstrategien tages der allerede højde for dette.

Muligheden for at øge risikospredningen vurderes løbende ved at analysere konsekvensen for forventet afkast og risiko af at inddrage nye aktivtyper i porteføljen. Det seneste eksempel på dette er Industriens Pensions investering i high yield virksomhedsobligationer i 2001.

Industriens Pension arbejder for tiden på at implementere Value at Risk som risikonøgletal for den samlede risiko på alle investeringsaktiverne. Dette nøgletal udtrykker, hvor meget der med en given sandsynlighed maksimalt kan tabes på porteføljen inden for en given tidshorison. Nøgletallet er baseret på historiske data om de forskellige aktivtypers afkast. Ved anvendelse af Value at Risk bliver det på en enkel måde muligt at vurdere risikoen under hensyntagen til samspillet mellem aktiverne i porteføljen i stedet for blot ud fra andelen af aktier som illustreret oven for ved aktierisikotallet.

Omkring den principielle investeringsramme er for hver aktivtype fastlagt et vist råderum, inden for hvilket aktivtypens andel af de samlede investeringsaktiver skal ligge. Taktiske beslutninger om, hvor i råderummet de forskellige aktivtyper skal befinde sig, foretages løbende ud fra den forventede udvikling på de forskellige værdipapirmarkeder og det aktuelle reserveniveau. Den taktiske allokering besluttet af en komité bestående af direktør, finansdirektør, ansvarshavende aktuar og lederen af investeringsafdelingen efter oplæg fra investeringsafdelingen.

Tabel 3 - Investeringsramme for 2001

Aktivtype	Benchmark	Principiel investeringsramme 2001 %	Faktisk fordeling 2001 (min.-max.) %	Faktisk fordeling ultimo 2001 %
Danske nominalobligationer	Referenceportefølje <sup>1)</sup>	40	40-47	42
Nominalobligationer, guldrandede euro-denominerede	Referenceportefølje <sup>2)</sup>	5	3-10	9
Nominalobligationer, udenlandske ekskl. guldrandede euro-denominerede	MSCI <sup>3)</sup> Sovereign Debt Index World ex-EMU valutaafdækket	5	2-6	6
Danske indeksobligationer	Referenceportefølje <sup>4)</sup>	10	10-12	10
Danske aktier	Københavns Fondsbørs Totalindeks inkl. udbytte	12,5	10-16	10
Udenlandske aktier	MSCI World inkl. udbytte opgjort i danske kroner	25	19-24	21
Unoterede aktier	- <sup>5)</sup>	2,5	0-1	1
Kontantindestående	-	0	1-3	1
Total	Vægtet gennemsnit <sup>6)</sup>	100	-	100

1) Udvalgt portefølje af stats- og realkreditobligationer

2) Udvalgt portefølje af tyske statsobligationer

3) Morgan Stanley Capital Indices

4) Udvalgt portefølje af realkredit- og skibskreditobligationer

5) På grund af mangel på relevante data er der indtil videre ikke fastsat benchmark for unoterede aktier

6) Gennemsnit baseret på aktivklassernes vægte i den principielle investeringsramme

Industriens Pensions principielle investeringsramme for 2001 og den faktiske fordeling gennem året fremgår af tabel 3. Desuden ses hvilket referenceafkast (benchmark), afkastet af de enkelte aktivklasser holdes op imod, når investeringsresultatet skal vurderes.

### Udvælgelse af porteføljemanagere

Det sidste element i investeringsstrategien er udvælgelsen af porteføljemanagere for de for-

skellige aktivtyper samt disses valg af de enkelte værdipapirer.

Ligesom investeringsrisikoen kan mindskes ved spredning på aktivtyper, kan den mindskes ved at lade flere porteføljemanagere forvalte investeringsaktiverne. Ved en hensigtsmæssig sammensætning af porteføljemanagere inden for en aktivtype, således at de komplementerer hinanden med hensyn til investeringsproces og -stil, er det muligt at mindske investeringsrisikoen. Også omkostningselementet er en væsentlig faktor

ved tilrettelæggelse af porteføljemanagerstrukturen, da kravet til ressourcer er forskelligt fra aktivtype til aktivtype.

Industriens Pension anvender både intern og ekstern forvaltning af børsnoterede værdipapirer. Internt administreres danske og europæiske obligationer og en del af de danske aktier, mens eksterne porteføljemanagerer forvalter de øvrige danske aktier, udenlandske aktier og øvrige udenlandske obligationer. Industriens Pension samarbejdede ultimo 2001 med følgende porteføljemanagerer:

- Nordea (danske aktier og udenlandske aktier globalt)
- Gudme-Raaschou (danske aktier)
- Fidelity (udenlandske aktier globalt)
- Credit Agricole (udenlandske aktier i Europa)
- Pictet (udenlandske aktier i nye markeder)
- Morgan Stanley Dean Witter (udenlandske obligationer i nye markeder)
- T. Rowe Price (udenlandske high yield virksomhedsobligationer).

Investering i uoterede aktier sker gennem fonde eller investeringselskaber. Ultimo 2001 havde Industriens Pension investeret i følgende fonde og investeringselskaber:

- Danske Private Equity Partners
- Axcel II
- BankInvest Biomedicinsk Venture III.

Investeringsomkostningerne styres stramt bl.a. ved løbende at sikre, at priserne for administration af og handel med værdipapirer samt for afvikling og opbevaring er konkurrencedygtige. Desuden er der opbygget systemer til løbende overvågning af handelsomkostninger i form af kurtag, kurstillæg og -fradrag m.v. Industriens Pensions direkte omkostninger i form af gebyrer til porteføljemanagerer, kurtag, børsskatter og depotgebyrer udgjorde 0,18% af investeringsaktiverne i 2001.

## Risikostyring

For at begrænse risikoen suppleres den principielle investeringsramme med grænser for maksimale rente-, valuta- og modpartsrisici, det vil sige grænser, der er strammere end lovgivningens krav.

For obligationer begrænses risikoen i form af en restriktion på, hvor meget rentefølsomheden må afvige fra rentefølsomheden i de benchmark, der indgår i den principielle ramme.

Risikoen på obligationsporteføljerne styres bl.a. ved hjælp af begrebet varighed, der er et udtryk for, hvor meget ændringer i markedsrenten påvirker kursværdien af obligationerne. Varigheden afhænger bl.a. af obligationens løbetid, jo længere løbetid, des større varighed og des større kursrisiko. Ved hjælp af varigheden kan beregnes, hvor stor kursgevinsten henholdsvis -tabet er ved et fald henholdsvis en stigning på 1%-point i markedsrenten. For indeksobligationer udtrykker varigheden følsomhed for ændringer i den reale markedsrente, d.v.s. forskellen mellem markedsrente og inflation.

### Udenlandske obligationer i euro

*Udenlandske nominalobligationer i euro har grundlæggende de samme renterisikomæssige egenskaber som danske nominalobligationer, idet det dog er udviklingen i de respektive landes renteniveau, der bestemmer kursudviklingen og dermed afkastet. Desuden påvirker udviklingen i valutakursen afkastet på udenlandske obligationer, hvis valutarisikoen ikke afdækkes.*

*Udenlandske obligationer, der ifølge dansk lovgivning defineres som guldrandede, omfatter både statsobligationer og obligationer udstedt af visse finansieringsinstitutter. At obligationer betegnes som guldrandede betyder, at de frembyder særlig høj sikkerhed, ligesom for eksempel danske stats- og realkreditobligationer.*

*Ved udgangen af 2001 var 9% af Industriens Pensions portefølje placeret i guldrandede obligationer i euro.*

På grund af den langsigtede karakter af pensionsforpligtelserne er varigheden for Industriens Pensions obligationsbeholdning forholdsvis høj. Det kan på kort sigt give udsving i kursværdien ved ændringer i markedsrenten, men er hensigtsmæssigt set i forhold til sikring af pensionsforpligtelserne og vil give et højt afkast på langt sigt. I Industriens Pension må den samlede varig-

hed på obligationsbeholdningerne højt afvige plus/minus 3 %-point fra den samlede varighed på de benchmark, der er fastsat for obligationsinvesteringerne.

Tabel 4 viser, hvordan varigheden på Industriens Pensions obligationsbeholdning har udviklet sig i 2001.

Tabel 4 - Oblighedsrisikotal i 2001

	Ultimo 2000	Ultimo marts 2001	Ultimo juni 2001	Ultimo sept. 2001	Ultimo 2001
<b>Nominal obligationer</b>					
Varighed/risiko (%) <sup>1)</sup>	5,5	5,4	5,7	5,5	5,8
Gevinst/tab ved renteændring <sup>2)</sup> på 1 %-point (mio. kr.)	252/320	301/396	334/422	352/454	419/487
<b>Indeksobligationer</b>					
Varighed/risiko (%)	7,6	7,0	6,7	7,1	7,2
Gevinst/tab ved realrenteændring på 1 %-point (mio. kr.)	109	105	105	108	111

1) Modificeret varighed korrigeret ud fra forventede konverteringer af realkreditobligationer

2) Et rentefald vil udløse en kursgevinst, en rentestigning et kurstab

Når opgørelse af forpligtelserne til markedsværdi indføres senest i 2003, vil ændringer i renteniveauet påvirke de regnskabsmæssige reserver både gennem værdien af obligationsbeholdningen og værdien af forpligtelserne. Som følge af den langsigtede karakter af forpligtelserne vil et rentefald reducere reserverne. Det skyldes, at varigheden af forpligtelserne er større end varigheden for obligationsporteføljen.

Det følges løbende, hvor store investeringerne er i hvert af de obligationsudstedende institutter. I tabel 5 ses Industriens Pensions investeringer i de største obligationsudstedende institutter ultimo 2001.

## Danske indeksobligationer

På indeksobligationer reguleres ydelser og restgæld i takt med udviklingen i inflationen. Det sikrer, at investeringens købekraft bevares. Det vil sige, at der ingen inflationsrisiko er. Den pålydende rente er lav, oftest 2,5%.

For indeksobligationer udstedt før den 1. januar 1999 beskattes kun kursgevinster, hvis de er købt til pensionsopsparing. For indeksobligationer udstedt efter denne dato beskattes både kursgevinster, indeksskrivning og renter. Der udstedes i dag ikke nye indeksobligationer.

Ved udgangen af 2001 var 10% af Industriens Pensions formue placeret i danske indeksobligationer.

Tabel 5 - Største obligationsinvesteringer fordelt på udstedende institutter ultimo 2001

Udstedende institut	Markedsværdi Mio. kr.	Andel af samlede investeringsaktiver %
Nykredit	2.208	14,9
Réalkredit Danmark	1.486	10,0
BRFkredit	506	3,4
Kommunekredit	506	3,4
Danmarks Skibskreditfond	419	2,8

For aktieporteføljerne anvender Industriens Pension bl.a. tracking error og information ratio som mål for risikoen. Tracking error er et statistisk udtryk for, hvor meget afkastet på porteføljen afviger fra afkastet af det benchmark, der er fastsat for den pågældende portefølje. For Industriens Pensions aktieporteføljer vil tracking error samlet set typisk ligge i niveauet 2-4%, hvilket betyder, at afkastet statistisk set kun hvert tredje år vil ligge mere end 2-4 %-point fra benchmarkafkastet.

Information ratio sætter forskellen mellem en porteføljes opnåede afkast og benchmarkafkastet i forhold til tracking error. Herved fås et udtryk for, hvor stort merafkastet er i relation til den risiko, der er løbet i forhold til benchmark.

Desuden følges løbende hvor store investeringer, der foretages i et enkelt selskab. De 5 største aktieinvesteringer i Danmark og udlandet ultimo 2001 fremgår af tabel 6. Yderligere information om Industriens Pensions største investeringer findes i bilaget.

For valutaer er der fastsat maksimale grænser for den samlede uafdækkede position i hver valuta. Valutarisikoen på udenlandske obligationsinvesteringer bortset fra obligationer i euro afdækkes principielt. Investeringer i obligationer udstedt i euro afdækkes i varierende omfang afhængigt af de aktuelle rente- og valutaforhold. Valutarisiko på udenlandske aktieinvesteringer har hidtil ikke været afdækket, men kan afdækkes, hvis det findes hensigtsmæssigt.

Tabel 6 - Største aktieinvesteringer ultimo 2001

Selskab	Markedsværdi Mio. kr.	Andel af samlede investeringsaktiver %
Danske aktier		
Novo Nordisk	253	1,7
AP Møller	233	1,6
Danske Bank	226	1,5
TDC	148	1,0
H. Lundbeck	91	0,6
Udenlandske aktier		
Microsoft (USA)	100	0,7
Citigroup (USA)	86	0,6
Pfizer (USA)	80	0,5
General Electric (USA)	70	0,5
Vodafone (England)	70	0,5

Tabel 7 - Valutarisici ultimo 2001

Valuta	Markedsværdi Mio. kr.	Andel af investeringsaktiver %	Maksimal andel af samlede investeringsaktiver %
Amerikanske dollar	1.722	11,6	20,0
Euro	1.204	8,1	30,0
Engelske pund	377	2,5	10,0
Japanske yen	148	1,0	10,0
Nye markéder	134	0,9	5,0
Øvrige	272	1,8	5,0
-heraf største (Schweizerfranc)	141	0,9	2,0

De fastsatte grænser for valutaeksponering fremgår af tabel 7, hvoraf også fremgår de aktuelle uafdækkede valutapositioner ultimo 2001.

Endvidere anvendes det statistiske Value at Risk-mål som risikonøgletal for den samlede valutarisiko. Udtrykt ved dette mål ville Industriens Pension ultimo 2001 med 95% sikkerhed ikke tabe mere end 160 mio. kr. som følge af valutakursændringer på de fem vigtigste valutaer inden for en måned.

For pengeinstitutter er der fastsat maksimale grænser for det samlede engagement med et enkelt institut. Disse grænser samt de aktuelle engagementer ultimo 2001 fremgår af tabel 8.

### Investeringsramme 2002

Den principielle investeringsramme for 2002 indebærer en uændret principiel andel af aktier

på 40%. Fordelingen mellem danske, udenlandske og unoterede aktier er ligeledes uændret, men råderummet for andelen af udenlandske aktier er øget. For den samlede aktieandel, det vil sige summen af danske, udenlandske og unoterede aktier, er fastsat et råderum på 25-45%.

Den principielle andel af obligationer er følgelig uændret 60%, men fordelingen mellem danske og udenlandske obligationer er ændret, således at den principielle andel af guldrandede obligationer udstedt i euro er øget på bekostning af danske nominalobligationer. Herudover er råderummene udvidet for disse to typer obligationer. Baggrunden for disse ændringer er, at det som følge af udstedelsesmønstrer for danske obligationer i stigende grad bliver nødvendigt at investere i europæiske obligationer for at finde obligationer med lang varighed, og at det har vist sig hensigtsmæssigt at have en høj grad af substitutionsmulighed mellem det danske og de europæiske obligationsmarkeder.

Tabel 8 - Modpartsrisici ultimo 2001

Pengeinstitut	Indestående og Tilgodehavende Mio. kr.	Andel af Forsikringsmæssige hensættelser %	Ramme for modpartsrisici %
Nordea	158	1,2	5,0
Danske Bank	1	0,0	5,0
Jyske Bank	0	0,0	1,0
Sydbank	0	0,0	1,0
Øvrige	0	0,0	0,1

Tabel 9 – Investeringsramme for 2002

Aktivtype	Principiel investeringsramme 2002 %	Råderum %	Benchmark
Nominalobligationer, danske	35	20-50	Referenceportefølje af danske stats- og realkreditobligationer
Nominalobligationer, guldrandede euro-denominerede	10	0-20	Referenceportefølje af tyske statsobligationer opgjort i danske kroner
Indeksobligationer, danske	10	5-15	Referenceportefølje af danske indeksobligationer
Obligationer, udenlandske, i nye markeder	2,5	0-5	J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global valutaafdækket og opgjort i danske kroner
Obligationer, udenlandske, high yield virksomhedsobligationer	2,5	0-5	J.P.Morgan Global High Yield Index valutaafdækket og opgjort i danske kroner
Aktier, danske	12,5	7,5-17,5	Københavns Fondsbørs totalindeks KAX inkl. udbytte
Aktier, udenlandske	25	17,5-32,5	MSCI <sup>1)</sup> World ekskl. Danmark inkl. udbytte opgjort i danske kroner
Aktier, unoterede	2,5	0-5	- <sup>2)</sup>
Ejendomme	0	0-2,5	-
Kontant	0	0-5	-
I alt	100	-	Vægtet gennemsnit af ovenstående

For den samlede aktieandel, det vil sige summen af danske, udenlandske og unoterede aktier, fastsættes et råderum på 25-45%.

1) Morgan Stanley Capital Indices

2) Da der ikke beregnes og offentliggøres anvendelige benchmark for en nyetableret portefølje af unoterede aktier, anvendes der indtil videre intet benchmark for denne aktivklasse.

Endelig er det eksplicit fastsat, at øvrige udenlandske obligationer består af obligationer fra de såkaldte nye markeder i Asien, Latinamerika, Afrika og Østeuropa samt high yield virksomhedsobligationer. Sidstnævnte er obligationer udstedt af virksomheder, der af internationale kreditvurderingsbureauer ikke har opnået en topkarakter.

Set i forhold til den principielle ramme for 2001 vil den samlede risikoprofil for porteføljen være stort set uændret i 2002. De taktiske muligheder, der er bestemt af aktivtypernes råderum, vil være lidt større både inden for aktier og obligationer, men ikke for den samlede aktieandel, idet både minimum og maksimum for den samlede aktieandel vil være lavere i 2002 end i 2001.



Tabel 10 - Budgetteret afkast af investeringsaktiver for 2002 og afkastrisici

	Afkast %
Budgetteret afkast af investeringsaktiver	5,9
Afkast af investeringsaktiver ved stigning i nominel obligationsrente på 1 %-point <sup>1)</sup>	2,7
Afkast af investeringsaktiver ved aktiekursfald på 10%	2,8
Afkast af investeringsaktiver ved kursfald på amerikanske dollars på 5% <sup>2)</sup>	5,4

1) Indeksobligationer forudsat upåvirket

2) Amerikanske dollars er den betydende valuta, der historisk har udvist de største udsving, og udgør den største valutaposition i Industriens Pensions portefølje. På en del af investeringsaktiverne i amerikanske dollars er valutarisikoen afdækket, hvorfor ændringer i dollarkursen ikke påvirker afkastet af disse aktiver

## Udenlandske obligationer i nye markeder

Udenlandske obligationer fra de nye markeder består af obligationer fra Asien, Latinamerika, Afrika og Østeuropa. Hovedparten er statsobligationer, men obligationer udstedt af virksomheder forekommer.

På grund af den generelt større økonomiske usikkerhed i disse nye markeder vil investering i obligationer herfra give et højere forventet afkast end guldrandede obligationer, men risikoen vil også være tilsvarende større. Det højere forventede afkast er altså betaling for den større risiko. Investering i obligationer fra nye markeder vil dog medvirke til at forbedre forholdet mellem forventet afkast og risiko i porteføljen, da kursbevægelserne for disse typisk vil være forskellige fra øvrige obligationer og aktier.

Ved udgangen af 2001 var 3% af Industriens Pensions portefølje placeret i obligationer i nye markeder.

Industriens Pension fastholder således en principiel aktieandel på 40%. Formålet hermed er at opnå et højt langsigtet afkast. Året 2001, hvor danske og udenlandske aktier gav afkast på henholdsvis minus 14,0% og minus 12,7% og danske nominalobligationer plus 7,2% var et eksempel på, at det i et enkelt år ikke nødvendigvis er en fordel at have mange aktier. Risikoen for store negative afkast gør det nødvendigt at have en fornuftig spredning af risikoen på aktivtyper som i Industriens Pensions portefølje, således at et enkelt meget negativt år på aktiemarkederne ikke udhuler selskabets reserver drastisk og dermed mindsker de langsigtede afkastmuligheder.

## Budgetteret afkast 2002

Industriens Pension har for 2002 budgetteret med et afkast af investeringerne på 5,9%. Som forudsætning herfor er bl.a. antaget uændrede obligationsrenter og valutakurser og et merafkast af aktier i forhold til obligationer på 3 %-point. Risikoen for ikke at opnå dette afkast er illustreret i tabel 10, hvor det er vist, hvad det samlede porteføljeafkast vil blive under andre forudsætninger for udviklingen på henholdsvis obligations-, aktie- og valutamarkederne.

Det ses, at både rentestigninger, generelle aktiekursfald og ændring i dollarkursen kan bevirke betydelige afvigelse fra det budgetterede afkast.



Det altoverskyggende tema på finansmarkederne i 2001 var den økonomiske vækstafmatning i USA, varigheden af denne, og hvor meget vækstnedgangen ville smitte af på Europa. Først på året vurderedes det, at væksten i økonomien ville begynde at stige allerede i 2. halvår 2001, og at Europa ikke ville blive påvirket. Dette holdt ikke stik. Den økonomiske afmatning i USA blev betydeligt dybere end forventet, og angrebet på World Trade Center i september førte til yderligere nedgang i den økonomiske vækst i USA. Europa oplevede også en betydelig økonomisk vækstnedgang.

I slutningen af 2001 begyndte flere forventningsindikatorer at pege på, at væksten i økonomien ville begynde at stige i første halvdel af 2002, hvilket førte til kraftigt stigende aktiekurser samt

stigende renter. Samlet faldt kurserne på de udenlandske aktiemarkeder målt i danske kroner med knap 13%.

### USA

Den kraftige økonomiske vækstnedgang i USA fik den amerikanske centralbank til i løbet af 2001 at sænke den korte rente med i alt 4,75 %-point til kun 1,75%. Samtidig indførtes flere finanspolitiske lempelser. Renten på langtlobende obligationer svingede i løbet af året mellem 4,2% og 5,5%. Forskellen mellem renten på kortløbende og langtlobende obligationer steg derfor betydeligt i 2001.

Aktiemarkederne udviste store udsving i løbet af 2001 afhængigt af skiftende vurderinger af varig-

heden og dybden af den økonomiske afmatning. Målt i danske kroner faldt amerikanske aktier med cirka 8%.

Markedsafkastet på high yield virksomhedsobligationer, der for størstedelens vedkommende er udstedt af amerikanske virksomheder, var cirka 6% målt i amerikanske dollars i 2001 på trods af, at andelen af misligholdte obligationer steg i løbet af året.

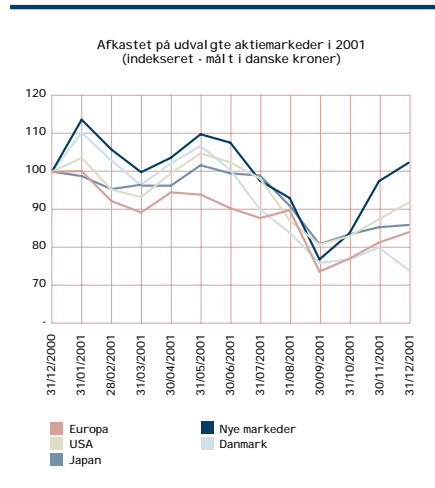
## Europa

Nedgangen i den økonomiske aktivitet i Europa kom senere end i USA. Sammen med faldende oliepriser betød det, at den europæiske inflation ved udgangen af 2001 nåede ned på Den europæiske Centralbanks referenceværdi på 2% efter i foråret at have været over 3%. Den faldende inflation gav Den europæiske Centralbank råderum til at sænke den korte rente med i alt 1,5 %-point til 3,25% i 2001. Renten på tyske langt-løbende obligationer svingede i 2001 mellem 4,3% og 5,2%.

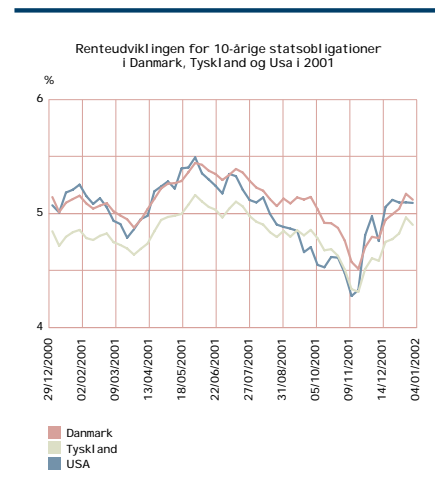
Målt i danske kroner faldt de europæiske aktiemarkeder med cirka 16% i 2001. Set over hele året var det især kurserne på selskaber inden for informationsteknologi og telekommunikation, der faldt, og der var ingen sektorer, der gav positivt afkast.

## Japan

På trods af fortsatte problemer i den japanske økonomi var kursniveauet på japanske aktier stort set uændret ved udgangen af 1. halvår 2001 i forhold til primo året, men i 2. halvår faldt aktiekurserne stærkt, ligesom kursen på japanske yen faldt. Målt i danske kroner blev afkastet på japanske aktier minus 26%. Et væsentligt problem i den japanske økonomi er fortsat den svage finansielle sektor, hvor især bankerne er ramt af den langvarige afmatning i økonomien samt kursfald på deres forholdsvis store aktiebeholdninger. Det trækker ligeledes ned i aktie-



Figur 2: Aktierne i de nye markeder var blandt de få, der kunne fremvise kursstigninger i 2001.



Figur 3: Renten på langt-løbende obligationer udviste store udsving i 2001.

kurserne, at forventningerne til, at den nye premierminister kan reformere økonomien, efterhånden er faldet.

### Nye markeder

Kursudviklingen for obligationer i de nye markeder i Asien, Latinamerika, Afrika og Østeuropa har været positivt påvirket af de markante rentenedsættelser i USA, høje oliepriser og en stærk amerikansk dollar. Markederne har været negativt påvirket af det økonomiske kollaps i Argentina samt de økonomiske problemer i Tyrkiet og Polen. Foreløbig har disse problemer vist sig overvejende at være lokale, men da Argentina ved indgangen til 2001 udgjorde knap 20% af markedet for obligationer fra nye markeder og ultimo 2001 kun 3,5%, har problemerne påvirket markedsafkastet af obligationer i de nye markeder i høj grad. Desuden har udsigterne til global vækstafmatning generelt påvirket markederne negativt. Ses der bort fra Argentina er risikopræmien på obligationer i de nye markeder dog faldet lidt i 2001.

Aktiemarkederne i de nye markeder har været positivt påvirket af rentesænkningerne i USA og de strukturelle reformer, som flere af landene på de nye markeder har gennemført, og negativt påvirket af den globale vækstnedgang. Flere af landene er leverandører af råstoffer og delkomponenter, der efterspørges tidligt i en opgangs-konjunktur. Med en stigende forventning om fornyet økonomisk vækst mod slutningen af året fulgte en positiv påvirkning af disse landes aktiemarkeder. Samlet blev aktieafkastet i de nye markeder godt 2% målt i danske kroner.

### Danmark

Det danske marked har fulgt det europæiske marked i hele 2001. Renten på en langtløbende dansk statsobligation har i perioden svinget mellem 4,5% og 5,5% og lå ultimo 2001 på 5,0% mod en rente primo året på 5,2%. Renteforskellen mellem langtløbende danske og tyske stats-

obligationer har ligget mellem 0,15% og 0,35%, og ved udgangen af året lå renteforskellen omkring 0,25 %-point. Nationalbanken har i 2001 indsnævret det korte rentespænd til euroland med 0,2 %-point til 0,35 %-point.

I det meste af 2001 har danske realkreditobligationer været populære hos investorerne, blandt andet fordi de danske realkreditinstitutter fik hævet deres rating hos ratingbureauet Moody's. Dog faldt populariteten kortvarigt under det meget kraftige rentefald, som sås efter 11. september, idet mange pensionskasser havde problemer med faldende varighed på grund af konverteringer og derfor solgte ud af realkreditobligationer og købte langtløbende statsobligationer. Renteforskellen mellem danske realkreditobligationer og statsobligationer har ligget mellem cirka 1,7%-point og 1,2 %-point i 2001 og lå ultimo året på 1,3 %-point.

### Udenlandske high yield virksomhedsobligationer

*Udenlandske high yield virksomhedsobligationer er obligationer udstedt af udenlandske virksomheder, der af internationale kreditvurderingsbureauer ikke har opnået en topkarakter.*

*På grund af risikoen for, at de udstedende virksomheder viser sig ikke at kunne overholde deres betalingsforpligtelser, vil investering i high yield obligationer give et højere forventet afkast end guldrandede obligationer, men risikoen vil også være tilsvarende større. Det højere forventede afkast er altså betaling for den større risiko. Investering i high yield obligationer vil medvirke til at forbedre forholdet mellem forventet afkast og risiko i porteføljen, da kursbevægelserne for disse typisk vil være forskellige fra øvrige obligationer og aktier.*

*Ved udgangen af 2001 var 3% af Industriens Pensions portefølje placeret i high yield virksomhedsobligationer.*

Det danske aktiemarked fulgte de internationale aktiemarkeder og blev derfor udsat for store udsving i 2001. Samtidig førte flere pensions-selskabers problemer med at leve op til de risiko-scenarier (røde og gule lys), som Finanstilsynet har opstillet, til, at mange ønskede at reducere deres beholdning af danske aktier, hvilket sidst på året førte til et generelt salgspres på det danske aktiemarked.

Dermed forstærkedes en allerede konstateret tendens til færre danske aktier i de institutionelle investorerers porteføljer. Dette skyldes både den relativt lave likviditet i det danske aktiemarked og et ønske om risikospredning ikke blot geografisk, men også sektormæssigt, hvilket ikke er muligt på det danske aktiemarked med dets forholdsvis lille repræsentation af sektorer. Konsekvensen synes at blive et dansk aktiemarked med en fortsat faldende likviditet og et mindre antal selskaber.

## Danske aktier

En aktie er en ejerandel af et aktieselskab. Afkastet af aktieinvesteringer kommer i form af udbyttebetalinger og kursreguleringer.

Investering i aktier er forbundet med større risiko for tab end investering i obligationer. Til gengæld giver aktier på langt sigt større afkast end obligationer. Derfor er aktier velegnede til investeringer til pensionsformål.

Risikoen ved aktieinvesteringer kan opdeles i markedsrisiko og selskabsrisiko. Selskabsrisikoen skyldes forhold i det enkelte aktieselskab. Den kan formindskes ved at sprede investeringerne på flere forskellige selskaber. Markedsrisikoen, der hænger sammen med generelle økonomiske forhold, kan mindskes ved at også at investere i udenlandske aktier.

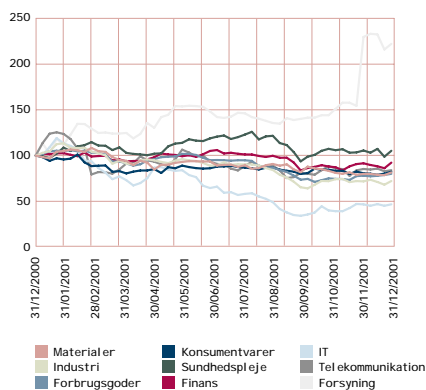
Ved udgangen af 2001 var 10% af Industriens Pensions portefølje placeret i danske aktier.

Udvikling i renteforskel mellem realkredit- og statsobligationer (målt på 30-årige realkredit- og 10-årige statsobligationer)



Figur 4: Forskellen mellem renten på realkredit- og statsobligationer endte med at blive mindsket i 2001.

Sektorafkast på Københavns Fondsbørs i 2001 - indekseret



Figur 5: Sektorerne sundhedspleje og forsyning gav som de eneste blandt danske aktier positive afkast i 2001.

## Investeringer og afkast

På trods af salgspresset faldt det danske aktiemarked kun med 14% i 2001 som følge af, at markedet består af mange virksomheder, som ikke påvirkes i så høj grad af konjunkturændringer.

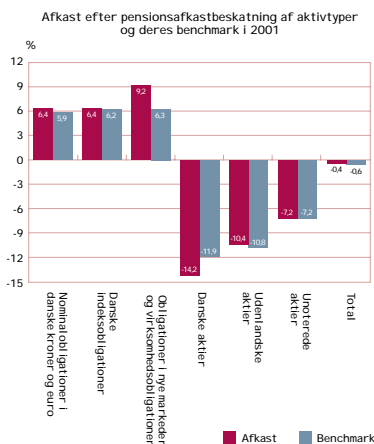
De samlede investeringer i Industriens Pension gav i 2001 et bruttoafkast på minus 0,6% og et nettoafkast (efter pensionsafkastskat) på minus 0,4%. Dette var lidt bedre end benchmarkafkastene, der var henholdsvis minus 0,9% og minus 0,6% før og efter pensionsafkastskat. Afkastet på porteføljen set i forhold til benchmarkafkastet er derfor tilfredsstillende. Absolut set er et negativt afkast imidlertid ikke tilfredsstillende.

I de lovpligtige nøgletal i regnskabet er afkastet før og efter pensionsafkastbeskatning henholdsvis minus 0,5% og minus 0,3%. Der vil ofte være afvigelser mellem de officielle nøgletal og de opgjorte afkast af investeringerne. Det skyldes forskelle i beregningsmetoder.

Industriens Pension beregner investeringsafkastet efter den såkaldte tidsvægtede metode, og der foretages daglige afkastberegninger gennem året. Denne metode anbefales i den verdensomspændende vejledning for beregning af afkast – GIPS (Global Investment Performance Standards), der blev indført i 1999, da metoden bl.a. tager højde for indbetalinger af nye midler i løbet af året, og derfor giver det mest retvisende billede af det opnåede investeringsafkast. Industriens Pension anvender standarderne i GIPS til beregning af investeringsafkast.

De officielle nøgletal beregnes derimod som et simpelt gennemsnit for hele året. Dermed kan løbende indbetalinger og store kursudsving i løbet af året bevirke, at nøgletallene giver et mindre præcist billede af det opnåede investeringsafkast.

I figur 6 ses afkastet af Industriens Pensions investeringer i 2001 sammenholdt med anvendte referenceafkast (benchmark).



Figur 6: Obligationer i nye markeder og virksomhedsobligationer gav det højeste afkast i 2001.

### Udenlandske aktier

Risikoen ved investering i aktier kan opdeles i markedsrisiko og selskabsrisiko. Mens sidstnævnte kan gøres mindre blot ved at øge antallet af aktier, kan markedsrisikoen mindskes ved at sprede investeringerne i aktier i flere lande, herunder for eksempel også de såkaldte nye markeder, og på forskellige sektorer. Markedsrisikoen hænger nemlig sammen med udviklingen i de enkelte lande og sektorer og rammer aktierne bredt i de pågældende lande og sektorer.

Ved udgangen af 2001 havde Industriens Pension 21% af porteføljen placeret i udenlandske aktier.

Tabel 11 - Industriens Pensions afkast efter pensionsafkastbeskatning 1997-2001

	1997	1998	1999	2000	2001	Gennem- snit <sup>1)</sup>	Bench- mark <sup>1)</sup>
	%	%	%	%	%	%	%
Nominalobligationer i danske kroner og euro	7,4	7,2	0,0	5,4	6,4	5,2	5,1
Indeksobligationer	7,1	6,3	1,8	2,4	6,4	4,8	4,8
Obligationer i nye markeder og virksomhedsobligationer <sup>2)</sup>	-	-	2,3	14,8	9,2	12,7	7,1
Danske aktier	47,2	-2,3	24,8	20,2	-14,2	13,1	12,1
Udenlandske aktier	33,6	15,5	59,1	-8,2	-10,4	15,1	13,1
Unoterede aktier <sup>3)</sup>	-	-	-	-4,3	-7,2	-9,0	-
Total	15,1	6,5	13,2	4,5	-0,4	7,6	6,9

1) Geometrisk gennemsnit pro anno for femårsperioden

2) Obligationer fra nye markeder indgik først i porteføljen fra den 1. december 1999. Virksomhedsobligationer indgik først fra den 14. november 2001

3) Unoterede aktier indgik først i porteføljen fra den 1. oktober 2000

Afkastet på nominalobligationer i danske kroner og euro, indeksobligationer samt obligationer på nye markeder og virksomhedsobligationer var højere end afkastet på de respektive benchmark. Afkastet på udenlandske aktier var på niveau med afkastet på benchmark, mens danske aktier gav afkast under benchmark. En af årsagerne til at afkastet på danske aktier var lavere end afkastet på benchmark, var, at porteføljerne havde en overvægt af konjunkturfølsomme aktier. Den kraftige vækstnedgang i verdensøkonomien medvirkede derfor til, at afkastet på danske aktier var lavere end benchmark.

Investeringerne i unoterede aktier er endnu i opstartsfasen og omfattede ultimo 2001 tre investeringer i fonde og investeringselskaber.

Den principielle investeringsramme og benchmark for de enkelte aktivtyper er vist i afsnittet om investeringsstrategi.

Det gennemsnitlige årlige afkast siden etableringen i 1993 har været 10,1% før pensionsafkastbeskatning og 8,5% efter.

Set over de seneste 5 år har det gennemsnitlige afkast været 8,7% før pensionsafkastbeskatning og 7,6% efter. I tabel 11 ses afkastet af de forskellige aktivtyper år for år i femårsperioden.

En analyse af de danske livs- og pensionsforsikringsselskabers afkast og risiko<sup>1)</sup> viser, at Industriens Pensions afkast i en femårsperiode har ligget over gennemsnittet for sammenlignelige selskaber. Samtidig har investeringsrisikoen ligget under gennemsnittet.

I tabel 12 på side 26 er vist Industriens Pensions eksterne og interne porteføljemanagers afkast og merafkast i forhold til benchmark i 2001 og de seneste 5 år.

Nettoinvesteringerne udgjorde 3.231 mio. kr. i 2001. Fra foråret 2001 og gennem resten af året blev der primært investeret i obligationer. Årsagen hertil var en generel bekymring for udsigterne for den økonomiske vækst samt virksomhedernes indtjeningssevne.

<sup>1)</sup> Kirstein Finansrådgivning A/S: Liv og Pension 2001.

Resultatet blev en betydelig overvægt af obligationer og en tilsvarende undervægt af både danske og udenlandske aktier i forhold til benchmark. Markedsudviklingen forstærkede denne tendens.

51% af Industriens Pensions investeringsaktiver på 14,9 mia. kr. var ultimo 2001 placeret i nominalobligationer i danske kroner og euro. Indeksobligationer udgjorde 10%, obligationer i de nye markeder og virksomhedsobligationer 6%, mens aktier i alt udgjorde cirka 32%. Aktiernes andel af de samlede investeringsaktiver faldt i løbet af året. De udenlandske aktiers andel var uændret 21%, mens de danske aktiers andel faldt fra 15% til 10%.

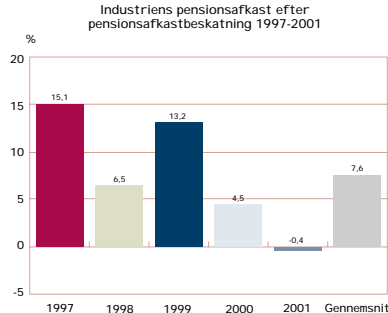
## Unoterede aktier

Unoterede aktier dækker bredt over investeringer i aktier og fonde, der ikke er noteret på en officiel børs. Der kan både være tale om egentlige aktieselskaber og fonde, hvor flere investorer i fællesskab investerer i en række virksomheder eller andre fonde.

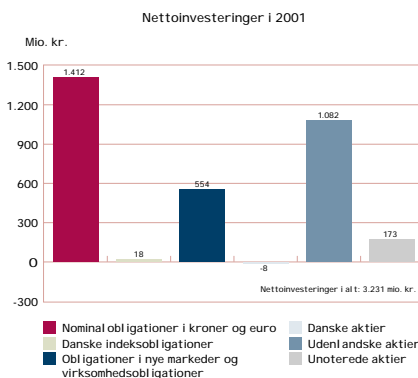
Det forhold, at disse investeringer ikke er børsnoterede, indebærer flere forskelle i forhold til børsnoterede aktier. For det første findes der ikke en officiel pris, d.v.s. vurdering af aktiens værdi. For det andet kan investor ikke umiddelbart afhænde en beholdning af en unoteret aktie, da den ikke handles på en markedsplads. For det tredje er der større omkostninger forbundet med at analysere og handle unoterede aktier.

De nævnte karakteristika for unoterede aktier betyder, at afkastkravet til disse er større end til børsnoterede aktier. Derfor vil det forventede afkast af unoterede aktier generelt være større end for børsnoterede aktier. Dette er sammen med en spredning af risikoen begrundelsen for at investere i unoterede aktier.

Industriens Pensions investeringer i unoterede aktier sker gennem fonde eller investeringselskaber. Ved udgangen af 2001 var 1% af porteføljen placeret i unoterede aktier. Andelen forventes stige.



Figur 7: Set over de seneste 5 år har investeringerne givet et tilfredsstillende afkast.



Figur 8: For hver krone, Industriens Pension investerede i 2001, blev cirka 17 øre placeret i obligationer på de nye markeder eller virksomhedsobligationer.



Tabel 12 – Afkast for Industriens Pensions porteføljemanagere i 2001 og 1997-2001

Aktivtype/manager	2001		Gennemsnit 1997-2001	
	Afkast %	Merafkast %	Afkast %	Merafkast %
Industriens Pension internt administrerede obligationer <sup>1)</sup>	7,3	0,4	4,8	0,4
Nominalobl. i danske kroner og euro <sup>1)</sup>	7,5	0,5	4,7	0,1
Indeksobligationer <sup>1)</sup>	6,6	0,3	4,1	0,4
Udenlandske nominalobligationer ekskl. guldrandede eurodenominerede <sup>2)</sup>	10,8	3,5	16,6	7,5
Morgan Stanley <sup>3), 4)</sup>	19,8	13,5	21,0	3,9
T. Rowe Price <sup>3), 5)</sup>	-1,0	-	-5,7	-
Danske aktier	-16,7	-2,7	12,8	0,9
Nordea	-18,1	-4,1	12,3	0,4
Gudme Raaschou	-15,7	-1,7	12,7	0,8
Industriens Pension <sup>6)</sup>	-15,9	-1,9	12,0	2,7
Udenlandske aktier	-12,3	0,5	15,0	2,0
Nordea	-13,1	-0,3	17,8	4,9
Schroders <sup>7)</sup>	-9,1	-2,7	14,3	-3,2
Fidelity <sup>8)</sup>	-6,3	0,4	-14,4	1,0
Credit Agricole <sup>9)</sup>	-19,1	-3,3	0,2	-3,2
Pictet <sup>10)</sup>	9,0	6,6	9,2	4,2
Samlet portefølje	-0,6	0,3	8,7	0,5

Anm.: Afkastet er opgjort eksklusive kontantbeholdninger.

- 1) Porteføljen blev indtil ultimo april 1999 administreret i Unibank (Nordea)
- 2) Afkastet er opgjort inkl. eventuel valutaafdækning
- 3) Afkastet er opgjort ekskl. eventuel valutaafdækning
- 4) Afkastet for 1999 er opgjort fra porteføljens opstart den 1. december 1999
- 5) Afkastet for 2001 er opgjort fra porteføljens opstart medio november 2001  
Merafkast måles først fra 2002
- 6) Afkastet for 1999 er opgjort fra porteføljens opstart den 1. juni 1999
- 7) Afkastet for 2001 er opgjort frem til den 31. juli 2001
- 8) Afkastet for 2001 er opgjort fra porteføljens opstart den 1. august 2001
- 9) Afkastet for 1999 er opgjort fra porteføljens opstart den 1. februar 1999
- 10) Afkastet for 1999 er opgjort fra porteføljens opstart den 1. april 1999

## Fast ejendom

Ved fast ejendom forstås erhvervs- og beboelsesejendomme, byggegrunde mv. Afkastet af investeringer i fast ejendom består af overskud fra udlejning af ejendomme og af værdistigninger. Investeringer i fast ejendom giver en god sikkerhed mod stigende inflation, fordi både lejeindtægter og ejendomsværdien følger den almindelige pris- og lønudvikling. Der kan dog være store udsving fra år til år.

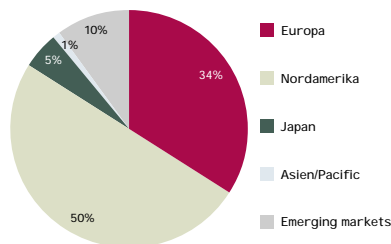
Industriens Pension har i dag ikke investeret i fast ejendom.

Godt 67% af aktierne ultimo 2001 var udenlandske. I figur 10 ses den geografiske fordeling for disse. I løbet af 2001 steg andelen af aktier i Nordamerika og nye markeder, hvilket især skete på bekostning af europæiske og japanske aktier.

Fordelingen af de udenlandske investeringer på sektorer er vist i figur 11.

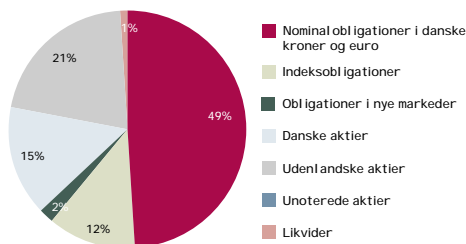
Den danske aktiebeholdning er fordelt på sektorer i figur 12 på næste side.

Geografisk fordeling af udenlandske aktier ultimo 2001

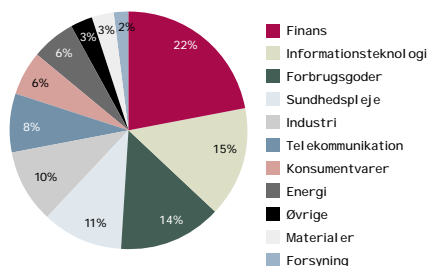


Figur 10: Europa og Nordamerika tegnede sig for mere end 80% af Industriens Pensions udenlandske aktieportefølje.

Investeringer fordelt på aktivtyper ultimo 2000

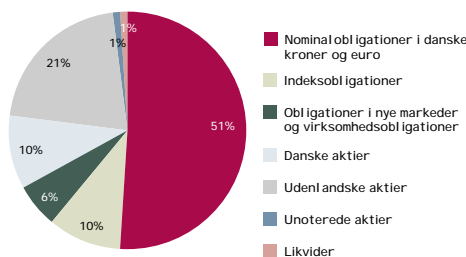


Sektorfordeling af udenlandske aktier ultimo 2001



Figur 11: Sektorfordelingen for udenlandske aktier lå tæt på fordelingen af sektorer i benchmark ultimo 2001.

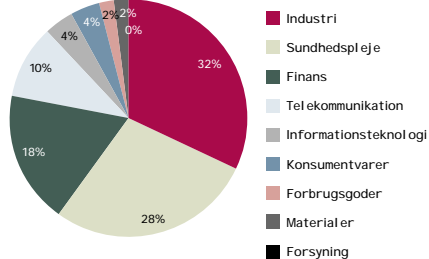
Investeringer fordelt på aktivtyper ultimo 2001



Figur 9: Aktier udgjorde ca. 32% af de samlede aktiver ultimo 2001.



Sektorfordeling af danske aktier ultimo 2001



Figur 12: Industriselskaber udgjorde den største andel af de danske aktieinvesteringer ultimo 2001.

## Kontantindskud

Kontantindskud, det vil sige placering på konto i et pengeinstitut, er uden risiko, bortset fra risikoen for, at pengeinstituttet går konkurs. Afkastet er bestemt af udviklingen i de helt korte rentesatser, og værdien af indskuddet påvirkes ikke af ændringer i renteniveauet. Ved placering i fremmed valuta vil der være valutakursrisiko. Under normale forhold vil renten være lav og ofte ikke meget højere end inflationen. Derfor anvendes kontantindskud oftest kun midlertidigt, indtil der investeres i en af de andre aktivtyper.

Ved udgangen af 2001 havde Industriens Pension 1% af porteføljen i kontantindskud.

Investeringer med markedsværdi over 20 mio. kr. ultimo 2001 i børsnoterede ikke guldrandede aktiver<sup>1)</sup>

Danske aktier	
Selskab	Markedsværdi Mio. kr.
Novo Nordisk	253
AP Møller	233
Danske Bank	226
TDC	148
H. Lundbeck	91
Vestas Wind Systems	72
Group 4 Falck	70
ISS	52
Danisco	49
William Demant Holding	49
GN Store Nord	45
Coloplast	27
Novozymes	20
<b>I alt</b>	<b>1.335</b>

Udenlandske aktier	
Selskab	Markedsværdi Mio. kr.
Microsoft	100
Citigroup	86
Pfizer	80
General Electric	70
Vodafone	70
IBM	66
Tyco International	64
Merrill Lynch	48
UBS	46
Carnival	45
Wal-Mart	45
Wells Fargo & Co	44
Nordea	43
SBC Communications	41
Johnson & Johnson	40
Nestlé	39
TotalFinaElf	37
American International Group	37
GlaxoSmithKline	36
Alleanza Assicuraz	36
AOL Time Warner	35
Philips Electronics	34
Abbott Laboratories	33
Univision	32
Lloyds	32
Shell	30
Bank of America	30
Aventis	29
Cisco Systems	29
Exxon Mobil	29
Alcoa	28
Merck & Co	28

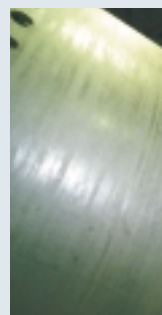
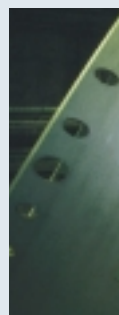
<sup>1)</sup> En oversigt over samtlige Industriens Pensions investeringsaktiver kan ses på vores hjemmeside [www.industripension.dk](http://www.industripension.dk)

Udenlandske aktier fortsat

Selskab	Markedsværdi Mio. kr.
Harley Davidson	27
Applied Materials	27
Fortis	25
Honda Motor Co	25
Telecom Italia	24
AT & T	24
WPP Group	24
Gucci Group	22
Nokia	22
Pepsico	22
China Mobile Hong Kong	20
I alt	1.704

Obligationer i nye markeder

Land	Markedsværdi Mio. kr.
Brasilien	87
Rusland	67
Mexico	57
I alt	211



**Industriens Pensionsforsikring A/S**

H.C. Andersens Boulevard 47

1553 København V

Telefon 3393 4566

Telefax 3393 3556

CVR-nr. 16614130