



Industriens Pension

INVESTERINGSBERETNING

2003

# Indhold

Indledning	3
Investeringsstrategi	4
Markedsudviklingen	19
Investeringer og afkast	24

# Indledning

2003 blev året, hvor de senere års negative udvikling på de globale aktiemarkeder blev vendt. For Industriens Pension blev det et godt år investeringsmæssigt med et afkast helt i top blandt danske pensionsselskaber. Det befæster Industriens Pensions position som et af de selskaber, der over en årrække har haft det højeste afkast set i forhold til investeringsrisikoen.

Industriens Pension blev i 2003 for andet år i træk prisbelønnet af det anerkendte tidsskrift Investment & Pension Europe. I 2002 blev Industriens Pension belønnet for sin investeringsstrategi, mens prisen i 2003 var som bedste danske pensionsinstitut. Industriens Pension vandt bl.a. på grund af det vellykkede samspil mellem investerings- og forretningsstrategierne. Det vil sige sammenhængen mellem kapitalforvaltningen, produkter, serviceydelser, omkostninger og kommunikation.

I årets løb har der været særlig fokus på at udbygge risikostyringen. Dette gælder ikke mindst modellering af samspillet mellem værdien af aktiver og passiver under de nye regnskabsregler, ifølge hvilke både aktiver og passiver skal opgøres til markedsværdi. Desuden har 2003 været kendetegnet ved, at de interne ressourcer inden for unoterede investeringer er blevet øget, og managerstrukturen for især de eksternt forvaltede udenlandske aktier er blevet udbygget.

I takt med det stigende omfang af investeringsaktiviteterne både internt og hos eksterne portefølje managere bliver opgørelse og styring af investeringsomkostninger stadig vigtigere. Derfor har også dette område haft særlig fokus i 2003.

# Investeringsstrategi

## Målsætning

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 en afvejning af forventet afkast og risiko. Dette gøres i praksis med udgangspunkt i Industriens Pensions investeringsfilosofi.

## 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 tabellen ses det gennemsnitlige årlige afkast før skat af forskellige investeringer over de seneste 10 år. Det ses f.eks., at det gennemsnitlige årlige afkast af danske aktier har været 11,0%, men har ligget mellem plus 56,1% og minus 20,3% og været negativt i 3 af de 10 år. I den anden ende af risikoskalaen har indeksobligationer kun givet 5,9% i gennemsnitligt afkast, men med betydeligt mindre udsving.

Det er dog muligt at øge det forventede afkast uden en tilsvarende forøgelse

Afkast og risiko 1994–2003

	Danske indeksobligationer	Danske nominalobligationer	Udenlandske aktier	Danske aktier
Årligt afkast i %	5,9	7,8	6,6	11,0
Årlig risiko i %	4,4	4,7	14,7	19,1
Afkast bedste år i %	10,9	20,8	26,3	56,1
Afkast dårligste år i %	-7,1	-4,3	-25,2	-20,3
Antal år med negativt afkast	1	1	4	3

*Afkast: Det historiske, årlige gennemsnitlige afkast i lokal valuta før pensionsafkastbeskatning.*

*Risiko: Den historiske, årlige standardafvigelse i lokal valuta. 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.*

se af risikoen. 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 forbedre forholdet mellem forventet afkast og risiko. Det betyder samtidig, at man i det enkelte år aldrig vil opnå det teoretisk

bedst mulige afkast, men heller ikke det dårligst mulige.

Den optimale investeringsstrategi er 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.

## 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:

- Forholdet mellem afkast efter skat og risiko kan optimeres ved løbende at analysere samvariation mellem afkast på forskellige aktivtyper og tilrettelægge investeringerne derefter – risikospredning ved investering i flere aktivklasser.
- 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 på aktivklasser end udvælgelsen af de enkelte værdipapirer, der er afgørende for resultatet af investeringsvirksomheden. Men samtidig løbes de største risici ved at tage aktive positioner på aktivfordelingen.
- Aktiv porteføljevaltning giver langsigtet et højere afkast end passiv forvaltning. Ved aktiv porteføljevaltning forsøges det at opnå et investeringsafkast, der overstiger et indeks for den generelle markedsudvikling, mens man ved passiv porteføljevaltning systematisk følger et sådant indeks. Det højere afkast ved aktiv forvaltning mere end opvejer de højere omkostninger, der er forbundet med dette, sammenlignet med passiv porteføljevaltning.
- Det er muligt at forbedre forholdet mellem forventet afkast og risiko ved at vælge porteføljemanagere, der komplementerer hinanden med hensyn til investeringsstil.
- På grund af en vis samvariation mellem aktie- og valutakurser vil optimering af afkast/risikoforholdet ved investeringer i udenlandske aktier medføre, at valutarisikoen skal afdækkes delvist. Valutarisiko ved investering i udenlandske obligationer udgør derimod 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.
- Den investeringsmæssige målsætning er på langt sigt sammenfaldende med at foretage etisk og miljømæssigt rigtige investeringer. Industriens Pension investerer ikke i virksomheder, der bevidst bryder regler, der er fastsat af nationale myndigheder i de lande, hvor virksomheden arbejder, eller af internationale organisationer med Danmarks tiltrædelse.
- Langsigtede renterisici på passiverne bør afdækkes mekanisk. Der bør tages hensyn til, at renten forventes at have et langsigtet gennemsnitsniveau.

## Etik

Lovgivningen fastslår, at pensionsforsikringsselskaber 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 pensionsydelse.

Der vil 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 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, 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.

Industriens Pension har formuleret følgende etiske retningslinjer:

- Industriens Pension finder, at det enkelte selskab, hvori Industriens Pension investerer, må udvise evne til at tilpasse sig den løbende udvikling i holdning til miljø og etik på de markeder, hvor det virker, idet det er afgørende for selskabets succes, og dermed Industriens Pensions afkast ved at investere i selskabet.
- Derfor vil selskabets tilpasning til lokale etiske og miljømæssige standarder indgå i investeringsbeslutningerne, og derfor er Industriens Pensions ønske om at opnå det højst mulige afkast af investeringerne på langt sigt sammenfaldende med at foretage etisk og miljømæssigt rigtige investeringer.
- Industriens Pension køber ikke aktier i virksomheder, der bevidst bryder regler, der er fastsat af nationale myndigheder i de lande, hvor virksomheden arbejder, eller af internationale organisationer med Danmarks tiltrædelse.
- Industriens Pension praktiserer fuld åbenhed om alle investeringer. Aktuelle beholdninger af alle investeringer fremgår af [www.ipf.dk](http://www.ipf.dk), således at både medlemmer og andre løbende kan følge, hvilke virksomheder der investeres i.

## Danske nominalobligationer

På nominalobligationer (nominelt forrentede obligationer) er rente og afdrag uafhængige af udviklingen i inflationen. Den pålydende rente er oftest fast i hele løbetiden, men kan være variabel.

Kursen på fastforrentede 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 kursrisikoen på obligationer med lang løbetid større end på obligationer med kort løbetid.

Til gengæld er afkastet på langtløbende obligationer højere på langt sigt, 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 langt sigt og reducere 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 2003 var 33% af Industriens Pensions portefølje placeret i danske nominalobligationer.

## Strategi

Industriens Pensions investeringsvirksomhed kan så at sige deles i to: Dels den passive mekaniske afdækning af passivernes renterisiko og dels den aktive forvaltning af investeringsaktiverne.

### *Passiv afdækning af overordnede aktiv/passiv risici*

Fra den 1. januar 2003 skulle såvel aktiver som passiver opgøres til markedsværdi. Det vil i hovedtræk sige, at Industriens Pensions aktier, obligationer og forpligtelser over for medlemmerne i regnskabet skal værdiansættes ud fra gældende markedskurser og renteniveau.

For aktiverne skete der ingen ændringer i forhold til 2002, idet disse allerede indgik i regnskabet med deres aktuelle markedsværdi. Obligationer indgik til og med 2001 med matematisk kursværdi, mens aktier i Industriens Pension altid har indgået med markedsværdien.

Det nye i 2003 var altså, at passiverne skulle ansættes til markedsværdi. Forenklet kan passiverne opfattes som en meget langtløbende obligation (om end med et betalingsforløb, der afviger betydeligt fra en traditionel obligation), hvor betalingerne er de fremtidige forventede ind- og udbetalinger fra og til medlemmerne. Værdien af denne lange "obligation" vil ligesom for traditionelle obligationer svinge ved ændringer i det generelle renteniveau.

Industriens Pensions regnskabsmæssige reserver påvirkes altså nu af både ændringer i aktivernes værdi forårsaget af ændringer i aktie- og valutakurser og renteniveau (samt renter og udbytter) og ændringer i passivernes værdi som følge af ændringer i renteniveauet (samt ændringer i dødelighed, invaliditetsrisiko og omkostningsniveau). Der er derfor behov for en yderligere kvantificering og styring af de samlede risici på aktiv- og passivside.

Dette gælder ikke mindst renterisikoen. Med den langtløbende karakter af Industriens Pensions forpligtelser over for medlemmerne følger en meget høj varighed. Varigheden er det risikomål for rentefølsomheden på obligationer, der

anvendes i den daglige styring af obligationsbeholdningen. Hvis forskellen i obligationsbeholdningens og passivernes varighed ikke opgøres og styres, vil ændringer i renteniveauet kunne bevirke store utilsigtede påvirkninger af reserverne. Det skyldes, at selv de længst løbende obligationer kun har en modificeret varighed<sup>1</sup> på ca. 15% (30-årige statsobligationer), mens den modificerede varighed på Industriens Pensions passiver til sammenligning aktuelt er ca. 25%. Traditionelle obligationer vil altså ikke alene kunne afdække renterisikoen på passiverne.

Hvis man skulle opnå en fuldstændig neutralisering af reserverne over for ændringer i renteniveauet, ville det kræve, at rentefølsomheden på aktiver og passiver var ens. Industriens Pension har dog valgt ikke at afdække renterisikoen på aktiver og passiver fuldstændigt. Det aktuelle renteniveau er historisk lavt, og sandsynligheden på længere sigt for et markant højere renteniveau end i dag må antages at være større end sandsynligheden for et markant lavere renteniveau.

Der anvendes derfor en model for afdækning af renterisikoen, hvor der tages hensyn til både det aktuelle reserveniveau og det aktuelle renteniveau. Modellen er passiv og mekanisk, det vil sige, at det på forhånd er fastlagt, hvor meget der ved et givent rente- og reserveniveau skal afdækkes. Der tages altså ikke aktive positioner i forventning om en bestemt renteutvikling.

Der er dog så stor forskel i varigheden på obligationer og Industriens Pensions passiver, at det vil være nødvendigt at tage andre renteinstrumenter end obligationer i brug for at opnå den ønskede afdækningsgrad. Der findes en række finansielle instrumenter til dette formål, der alle har det til fælles, at de kan have en højere rentefølsomhed end obligationer. Industriens Pension har valgt at anvende renteswaps og strippede obligationer til at foretage afdækningen. Renteswaps er aftaler om udveksling af fast og variabel

<sup>1</sup> *Modificeret varighed angiver den procentvise ændring i kursværdien ved en renteændring på 1 %-point.*

rente i en fremtidig periode, mens strippede obligationer er statsobligationer uden løbende rentebetalinger, hvorfor de har højere varighed end traditionelle obligationer.

Det skal i øvrigt bemærkes, at selve overgangen til markedsværdi på passivside regnskabsmæssigt frigjorde reserver (bonuspotentiale på fripolicydelser) i Industriens Pension. Det skyldes, at det aktuelle renteniveau var – og fortsat er – højere end grundlagsrenten for pensionsydelse. Hermed vil der alt andet lige skulle afsættes færre reserver for at opfylde de fremtidige forpligtelser, end hvis reservekravet som hidtil blev opgjort ud fra den lave grundlagsrente.

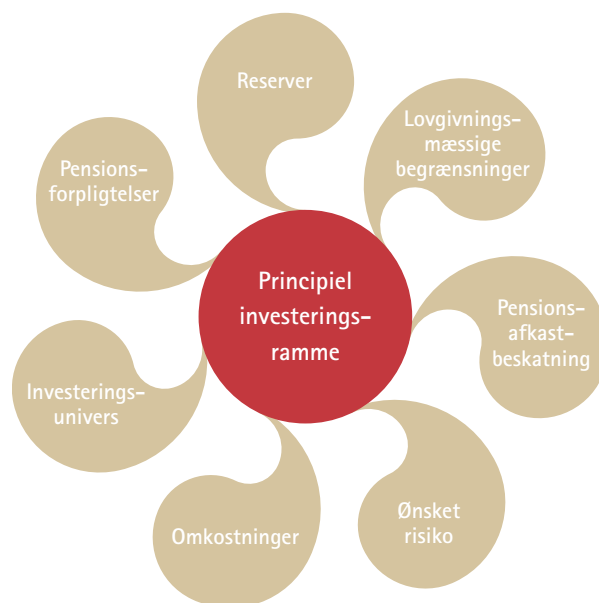
### Aktiv forvaltning af investeringsaktiver

Investeringsstrategien for de aktivt forvaltede investeringsaktiver 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 aktivtype.

Den overordnede fordeling på aktier og obligationer – det vil sige den principielle investeringsramme – fastlægges ud fra forventninger til afkast og risiko, herunder samvariation, for de forskellige aktivtyper. Den fastlægges ud fra størrelsen af Industriens Pensions samlede reserver, pensionsforpligtelser og en række andre faktorer, se figur 1.

Den principielle investeringsramme fastlægges af bestyrelsen og gælder normalt for et kalenderår. Som beslutningsgrundlag anvendes bl.a. analyser fra aktiv-passivmodeller, det vil sige modeller, der gør det muligt at analysere samspillet mellem aktivside (investeringsaktiverne) og passivside (pensionsforpligtelserne). Industriens Pension arbejder løbende med udvikling af sådanne beslutningsgrundlag.

Det langsigtede forventede afkast kan øges ved at øge investeringerne i de aktivklasser, der giver det højeste forventede afkast, men også er forbundet med de største risici. Det gælder først og fremmest aktier, men også f.eks. virksomhedsobligationer og emerging markets obligationer.



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

Investeringsaktivernes samlede risiko reduceres gennem en hensigtsmæssig spredning på forskellige aktivtyper. Muligheden for at øge risikospredningen vurderes løbende ved at analysere konsekvensen for forventet afkast og risiko af at inddrage nye aktivtyper i porteføljen.

Det overordnede niveau for den samlede investeringsrisiko – risikobudgettet – bliver fastlagt ved den principielle investeringsramme.

Omkring den principielle investeringsramme fastlægger bestyrelsen for hver aktivtype et råderum, inden for hvilket aktivtypens andel af de samlede investeringsaktiver kan variere. Taktiske beslutninger om, hvor i råderummet de forskellige aktivtyper skal befinde sig, foretages løbende ud fra den forventede udvikling på de forskellige værdipapirmarkeder. Den taktiske allokering beslutes af en komite bestående af direktør, finansdirektør, ansvarshavende aktuar og investeringschef efter oplæg fra investeringsafdelingen.



Industriens Pensions principielle investeringsramme for 2003 og den faktiske fordeling gennem året fremgår af tabel 1. Desuden ses hvilket referenceafkast (benchmark), afkastet af de enkelte aktivklasser holdes op imod, når investeringsresultatet skal vurderes.

De sidste elementer i investeringsstrategien er udvælgelsen af porteføljemanagere for de forskellige 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.

Dette gælder først og fremmest forvaltning af udenlandske aktier, hvor managere f.eks. kan have større eller mindre fokus på aktier med vækstpotentiale versus lavt prissatte aktier og store selskaber versus små selskaber, ligesom omfang og karakter af analyseinput kan være meget forskelligt. Nogle managere er endvidere karakteriseret ved et højt risikoniveau som følge af, at de tager relativt store positioner i de enkelte aktier, mens andre managere som følge af deres investeringsstil kun vil bidrage med lidt risiko til den samlede portefølje.

Tabel 1 Investeringsramme for 2003

Aktivtype	Benchmark	Principiel investeringsramme 2003 %	Faktisk fordeling 2003 (min.-max.) %	Faktisk fordeling ultimo 2003 %
Nominalobligationer, danske	Referenceportefølje <sup>1)</sup>	40	32,3 – 47,2	33,2
Nominalobligationer, udenlandske guldrandede	Referenceportefølje <sup>2)</sup>	10	10,7 – 19,3	16,1
Indeksobligationer, danske	Referenceportefølje <sup>3)</sup>	7,5	6,8 – 9,3	6,8
Obligationer, udenlandske, high yield virksomhedsobligationer	J.P.Morgan Global High Yield Index valutaafdækket, opgjort i danske kroner	5	3,9 – 5,9	5,8
Obligationer, udenlandske, emerging markets	J.P.Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified, valutaafdækket, opgjort i danske kroner	5	4,6 – 6,0	6,0
Aktier, danske	Københavns Fondsbørs total-indeks KAX inkl. udbytte	10	6,1 – 9,0	8,3
Aktier, udenlandske	MSCI <sup>4)</sup> World ekskl. Danmark inkl. udbytte, 75% valutaafdækket, opgjort i danske kroner	20	12,0 – 20,5	20,5
Aktier, unoterede	- <sup>5)</sup>	2,5	1,5 – 1,7	1,6
Ejendomme	-	0	0,3 – 0,5	0,3
Kontant	-	0	0,8 – 3,0	1,4
I alt	Vægtet gennemsnit <sup>6)</sup>	100	-	100

1) Udvalgt portefølje af stats- og realkreditobligationer.

2) Udvalgt portefølje af tyske statsobligationer opgjort i danske kroner.

3) Udvalgt portefølje af realkredit- og skibskreditobligationer.

4) Morgan Stanley Capital International.

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

6) Gennemsnit baseret på aktivklassernes vægte i den principielle investeringsramme.

Tabel 2 Industriens Pensions porteføljemanagerstruktur for børsnoterede værdipapirer		
Aktivtype	Porteføljemanager	Investeringsstil
<i>Obligationer</i>		
Nominalobligationer, danske	Industriens Pension	-
Nominalobligationer, udenlandske, guldrandede	Industriens Pension	-
Indeksobligationer, danske	Industriens Pension	-
Obligationer, udenlandske, high yield	T. Rowe Price	Fundamental
Obligationer, udenlandske, emerging markets	Morgan Stanley Dean Witter	Makrobaseret, værdibias
<i>Aktier</i>		
Aktier, danske	Alfred Berg (fra januar 2003)	Fundamental, aktieudvælgelse, medium/høj risiko
	Industriens Pension	Lav risiko
Aktier, udenlandske	Nordea Investment Management (globalt)	Tematisk, vækstbias, medium risiko
	Fidelity Investments (globalt)	Fundamental, aktieudvælgelse, lav risiko
	Invesco (USA, større selskaber) (fra oktober 2003)	Kvantitativ, aktieudvælgelse, lav risiko
	AXA Rosenberg (USA, mindre og mellemstore selskaber) (fra oktober 2003)	Fundamental, aktieudvælgelse, medium/høj risiko
	Capital International (Europa)	Fundamental, aktieudvælgelse, medium risiko
	Pictet (emerging markets)	Fundamental, aktieudvælgelse, værdiorienteret, medium/høj risiko

Nogle porteføljemanagere investerer globalt med de store muligheder, det giver for taktiske geografiske positioner, mens andre dækker et givet geografisk område med mulighed for dybere indsigt i netop dette område. Der kan generelt identificeres fordele ved både globale og regionale managere, hvorfor Industriens Pension har valgt at anvende begge typer i en struktur, der tillige giver mulighed for enten at være neutralt positioneret geografisk eller indgå over- eller undervægte i udvalgte geografiske områder.

Omkostningselementet er en væsentlig faktor ved tilrettelæggelse af porteføljemanagerstrukturen. Kravet til bl.a. analyseressourcer og dermed omkostningerne afhænger af managerens investeringsstil, og også størrelsen af de enkelte managers mandater har betydning for omkostningerne.

Industriens Pension anvender både intern og ekstern forvaltning af børsnoterede værdipapirer. Internt administreres guldrandede danske og udenlandske obligationer og hovedparten af de danske aktier, mens eksterne porteføljemanagere forvalter de resterende danske aktier, udenlandske aktier og øvrige udenlandske obligationer. Industriens Pensions managerstruktur er beskrevet i tabel 2.

Unoterede investeringer sker udelukkende gennem fonde eller investeringsselskaber og altså ikke direkte i de enkelte selskaber. Det er målet, at ca. 20% af de unoterede investeringer skal være i Danmark, mens resten fordeles på Europa og USA med en overvægt af Europa. Der investeres både i "buy outs" (køb af eksisterende virksomheder) og "venture" (investering i nye virksomheder) med mål om overvægt af førstnævnte. I Europa vil der være overvægt af buy out investeringer, mens der i USA vil være overvægt af venture investeringer. Desuden investeres en mindre andel i andre typer, f.eks. mezzanin kapital.

I opbygningsfasen har Industriens Pension i et vist omfang investeret gennem fonde af fonde, det vil sige i fonde, der investerer den indskudte kapital i en række fonde, med henblik på allerede fra starten at opnå tilstrækkelig risikospredning. Denne investeringsform indebærer imidlertid et

## Udenlandske nominalobligationer

Udenlandske nominalobligationer 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.

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 2003 var 16% af Industriens Pensions portefølje placeret i guldrandede udenlandske obligationer, alle statsobligationer fra lande i den europæiske monetære union.

højere omkostningsniveau, og efter at investeringerne nu har nået et større omfang, vil investeringer gennem fonde af fonde kun ske på udvalgte markedssegmenter. I stedet er Industriens Pensions ressourcer på området blevet styrket, således at der nu er intern analysekapacitet til at investere direkte i fonde.

Ultimo 2003 samarbejdede Industriens Pension med de i tabel 3 nævnte fonde og investeringselskaber.

Industriens Pension har endnu kun investeret i en enkelt ejendom, men forventer at øge investeringerne inden for denne aktivklasse i de kommende år. Strategien vil i første omgang være at investere i en række danske kontorejendomme og derefter at investere i ejendomme udenfor Danmark. Sidstnævnte vil ske indirekte gennem fonde.

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 kurtage, kurstillæg og -fradrag mv., så disse kan opgøres for de enkelte porteføljemanagere, for aktivklasser og i alt.

Industriens Pensions direkte omkostninger i form af gebyrer til porteføljemanagere, kurtage, børsskatter og depotgebyrer udgjorde 0,14% af investeringsaktiverne i 2003.

Tabel 3 Industriens Pensions managere for unoterede aktier

Porteføljemanager	Type	Investeringsområde	Geografisk dækning
Danske Private Equity Partners	Fond af fonde	Buy out, venture, flere brancher	USA, Europa
Danske Private Equity Partners II	Fond af fonde	Buy out, venture, flere brancher	USA, Europa
Frank Russell Private Equity	Fond af fonde	Buy out, venture, flere brancher	Globalt
BankInvest Biomedicinsk Venture III	Fond	Venture, biomedicin	Europa
BankInvest New Energy Solutions	Fond	Venture, alternativ energi	Europa
Nordic Mezzanine II	Fond	Mezzanin kapital	Europa, især Norden
Axcel II	Investeringselskab	Buy out, flere brancher	Nordeuropa, især Danmark
Industri Udvikling II	Fond	Buy out, flere brancher, mindre selskaber	Danmark
INCUBA (tilsagn primo 2004)	Fond	Venture, flere brancher	Danmark

## Risikostyring

Risikostyringen skal sikre, at der til enhver tid er overblik over Industriens Pensions samlede risici, og at disse befinder sig på det ønskede niveau.

### Overordnede risici

Industriens Pension anvender Value at Risk som risikonøgletal for den samlede risiko på alle investeringsaktiverne. Dette nøgletal udtrykker, hvor meget der med en given sandsynlighed – i Industriens Pension 97,5% - maksimalt kan tabes på porteføljen inden for en given tidshorisont (i Industriens Pension 3 måneder). 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 dels samspillet mellem aktiverne i porteføljen og dels samspillet mellem aktiver og passiver.

Det overordnede principielle risikoniveau for Industriens Pensions investeringsaktiver, der følger af den strategisk fastlagte principielle investeringsramme for 2003, udgjorde ultimo 2003 beskrevet ved Value at Risk 1.190 mio. kr., jævnfør tabel 4. Dette kan siges at være det neutrale risikoniveau i og med, at det svarer til, at porteføljen var investeret fuldstændigt som benchmark.

Renterisiko måles som den procentvise ændring i kursværdien ved en renteændring på 1 %-point. Den totale renterisi-

ko for alle nominalobligationer (inkl. strategisk afdækning af passivernes renterisiko) i den principielle ramme udgjorde ultimo 2003 7,8% svarende til 1.090 mio. kr. ved den aktuelle størrelse af investeringsaktiverne ultimo 2003. Som ovenfor kan dette siges at være den neutrale renterisiko.

Value at Risk for den aktuelle portefølje udgjorde ca. 1.070 mio. kr. ultimo 2003, altså lidt under den principielle ramme.

Den samlede renterisiko på den aktuelle portefølje inkl. den strategiske renteaftækning udgjorde 7,9% svarende til 1.107 mio. kr., altså lidt højere end den principielle ramme.

Da der som følge af markedsværdireglerne er renterisiko på både aktiver og passiver, vil risikoen på de frie reserver afhænge af både aktivernes og passivernes risiko. De frie reserver udgjorde ultimo 2003 8.162 mio. kr. Renterisikoen for de frie reserver udgjorde inkl. strategisk afdækning af renterisiko 1.700 mio. kr. ultimo året, jævnfør tabel 5. Det vil sige, at et rentefald på 1 %-point ville reducere de frie reserver med 1.700 mio. kr.

Value at Risk for de frie reserver udgjorde 1.600 mio. kr. ultimo 2003, hvilket kan oversættes til, at der statistisk set kun var 2,5% sandsynlighed for et reserveniveau under 6.562 mio. kr. i løbet af 1. kvartal 2004.

Tabel 4 Risiko på principiel ramme og aktuel portefølje

	Principiel ramme			Aktuel portefølje		
	<i>mio. kr.</i>	<i>Andel af aktiver %</i>	<i>Varighed %</i>	<i>mio. kr.</i>	<i>Andel af aktiver %</i>	<i>Varighed<sup>1)</sup> %</i>
VaR (3 mdr.) inkl. strategisk afdækning	1.190	5,3	-	1.070	4,8	-
Total renterisiko inkl. strategisk afdækning	1.090	4,8	7,8	1.107	4,9	7,9
- Heraf nominalobligationer	587	2,6	4,9	604	2,7	5,0
- Heraf strategisk afdækning	503	2,2	27,5	503	2,2	27,5

Anm.: Alle nøgletal er før skat

1) Modifieret varighed (dvs. procentvis ændring i kursværdi ved renteændring på 1%-point).

Tabel 5 Aktiv/passiv risiko

	Mio. kr.	Andel af frie reserver %
VaR frie reserver	1.600	20
Renterisiko frie reserver	1.700	21
Tab af basiskapital i rødt scenarie	307	-
Overdækning basiskapital i rødt scenarie	1.409	-
Tab af basiskapital i gult scenarie	552	-
Overdækning basiskapital i gult scenarie	1.164	-

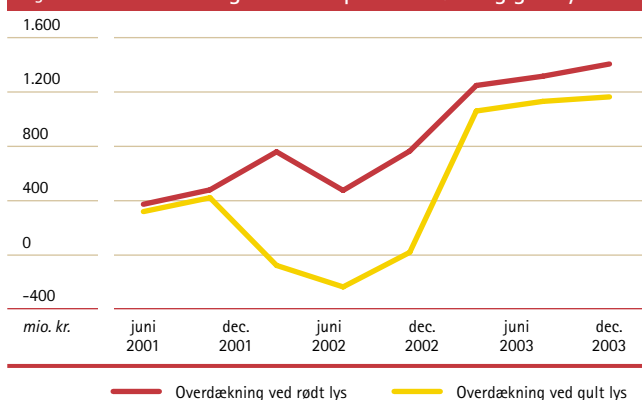
Anm.: Alle nøgletal er efter skat.

Tilsynsmyndigheden for Industriens Pension, Finanstilsynet, stiller krav om, at alle pensionselskaber skal indberette risici for alle aktivtyper i to scenarier, de såkaldte røde og gule risikoniveauer. Risiciene omfatter både rente-, aktie-, valuta- og kreditrisici.

Hvis basiskapitalen, det vil sige egenkapital og særlige bonushensættelser, ifølge indberetningsskemaet er utilstrækkelig i "rødt lys"-scenariet, der bl.a. omfatter et aktiekursfald på 12% og en ændring 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", der bl.a. indeholder et aktiekursfald på 30% og en ændring i renten på langtløbende obligationer på 1,0 %-point, skal ses som en intern advarsel om, at de påtagne risici bør tages op til vurdering.

I den kontinuerlige overvågning af risici har Industriens Pension kombineret Value at Risk nøgletallene og renterisikoberegningerne med opgørelserne af positionen i forhold til det gule og røde lys. Hermed er det muligt løbende at vurdere et eventuelt behov for justering af risikoen ud fra

Figur 2 Overdækning af basiskapital ved rødt og gult lys



den statistiske udvikling i værdipapir- og valutakurser og det aktuelle reserveniveau.

Det ses i tabel 5 og figur 2, at Industriens Pension er langt fra at være i såvel rødt som gult lys.

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

### Specifikke risici

På en række områder er der lovmæssigt fastsat grænser for maksimale risici. For eksempel må der højst investeres 70% af de forsikringsmæssige hensættelser i ikke guldrandede aktiver. Til ikke guldrandede aktiver hører f.eks. aktier, virksomhedsobligationer og obligationer fra de nye markeder. Der er ligeledes begrænsninger på, hvor meget der må investeres i en enkelt virksomhed, i fremmed valuta og i lande uden for OECD-området.

For at begrænse risici har Industriens Pension fastsat grænser for maksimale rente-, valuta- og modpartsrisici, der er strammere end lovgivningens krav.

## Investment grade virksomhedsobligationer

Investment grade obligationer er obligationer udstedt af virksomheder, som af de internationale kreditvurderingsbureauer vurderes at have en meget lille sandsynlighed for at misligholde deres gældsforpligtelser.

På grund af den trods alt minimale risiko for, at de udstedende virksomheder ikke overholder deres betalingsforpligtelser, vil en investering i investment grade obligationer give et lidt højere forventet afkast end en investering i guldrandede obligationer, men risikoen vil også være lidt større. Det lidt højere forventede afkast er altså betaling for den lidt større risiko.

Ved udgangen af 2003 havde Industriens Pension portefølje ikke investeret i investment grade obligationer.

Risikoen på obligationsporteføljerne styres bl.a. ved hjælp af begrebet modificeret varighed, der angiver den procentvise ændring i kursværdien ved en renteændring på 1 %-point, jævnfør ovenfor. Den modificerede varighed afhænger bl.a. af obligationens løbetid, jo længere løbetid, des større modificeret varighed og des større renterisiko.

For indeksobligationer udtrykker den modificerede varighed følsomhed for ændringer i den reale markedsrente, dvs. forskellen mellem markedsrente og inflation.

På grund af den langsigtede karakter af pensionsforpligtelserne, der kun delvis afdækkes ved den strategiske renteafdækning, 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. På langt sigt må en portefølje med høj varighed endvidere forventes at give et højere afkast end en portefølje med kort varighed, fordi de lange renter typisk er højere end de korte.

Industriens Pension har besluttet, at den samlede modificerede varighed på de aktivt forvaltede obligationer højst må afvige plus/minus 3 %-point fra den samlede modificerede varighed på de benchmark, der er fastsat for obligationsinvesteringerne.

Tabel 6 Renterisikotal i 2003

	Ultimo 2002	Ultimo marts 2003	Ultimo juni 2003	Ultimo sept. 2003	Ultimo 2003
<i>Nominalobligationer</i>					
Varighed/risiko (%) <sup>1)</sup>	4,8	7,5	8,7	8,1	7,9
Gevinst/tab ved renteændring <sup>2)</sup> på 1%-point (mio. kr.)	488/670	894/992	1.028/1.122	1.057/1.141	1.074/1.140
<i>Indeksobligationer</i>					
Varighed/risiko (%)	6,0	6,6	6,8	6,6	6,5
Gevinst/tab ved realrenteændring på 1%-point (mio. kr.)	97	103	109	102	100

1) Modificeret varighed korrigeret ud fra forventede konverteringer af realkreditobligationer. Fra 2003 inkl. strategisk afdækning af passivside.

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

Tabel 6 viser, hvordan den samlede renterisiko har udviklet sig i 2003.

Det følges løbende, hvor store investeringerne er i hvert af de obligationsudstedende institutter. I tabel 7 ses Industriens Pensions investeringer i de største obligationsudstedende institutter ultimo 2003.

Obligationsinvesteringer i lande, der indgår i emerging markets, er ikke guldrandede, og der løbes en risiko med hensyn til den økonomiske og politiske udvikling i de enkelte lande. Positionerne overvåges derfor løbende. I tabel 8 ses kursværdien af de største obligationsinvesteringer i emerging markets ved udgangen af 2003.

For aktieporteføljerne anvender Industriens Pension bl.a. tracking error og information ratio som mål for risikoen. Tracking error er et statistisk udtryk for risiko i forhold til benchmark. Jo højere tracking error, jo højere sandsynlighed for, at afkastet vil afvige 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 er en porteføljes merafkast i forhold til benchmark divideret med tracking error. Herved fås et udtryk for, hvor stort merafkastet er vurderet i forhold til den risiko, der er løbet i forhold til benchmark.

Desuden følges løbende, hvor store investeringer, der foretages i et enkelt selskab. De 10 største aktieinvesteringer i Danmark og udlandet ultimo 2003 fremgår af tabel 9 og 10.

For valutaer er der fastsat maksimale grænser for den samlede ikke afdækkede position i hver valuta.

**Tabel 7 Største obligationsinvesteringer fordelt på udstedende institutter ultimo 2003**

<i>Udstedende institut</i>	<i>Markedsværdi mio. kr.</i>	<i>Andel af samlede investeringsaktiver %</i>
Nykredit	3.160	14,1
Realkredit Danmark	1.746	7,8
Nordea Kredit	904	4
BRFkredit	466	2,1
DLR Kredit	186	0,8

**Tabel 8 Største obligationsinvesteringer i emerging markets**

<i>Land</i>	<i>Markedsværdi mio. kr.</i>	<i>Andel af samlede investeringsaktiver %</i>
Brasilien	255	1,1
Mexico	211	0,9
Rusland	208	0,9

**Tabel 9 De 10 største aktieinvesteringer i danske selskaber ultimo 2003**

<i>Selskab</i>	<i>Markedsværdi mio. kr.</i>	<i>Andel af danske aktier %</i>	<i>Andel af samlede investeringsaktiver %</i>
AP Møller	470	25,2	2,1
Danske Bank	302	16,2	1,3
Novo Nordisk	152	8,2	0,7
TDC	94	5,0	0,4
H. Lundbeck	85	4,6	0,4
Danisco	61	3,3	0,3
Jyske Bank	49	2,7	0,2
William Demant Holding	48	2,6	0,2
Carlsberg	47	2,5	0,2
ISS	34	1,8	0,1
<b>I alt</b>	<b>1.342</b>	<b>72,1</b>	<b>6,0</b>

**Tabel 10 De 10 største aktieinvesteringer i udenlandske selskaber ultimo 2003**

Selskab	Markedsværdi mio. kr.	Andel af	Andel af samlede
		udenlandske aktier %	investeringsaktiver %
Pfizer	90	2,0	0,4
Microsoft	89	2,0	0,4
Citigroup	88	2,0	0,4
General Electric	79	1,8	0,4
Johnson & Johnson	47	1,0	0,2
Wells Fargo	47	1,0	0,2
Vodafone	42	0,9	0,2
Home Depot	40	0,9	0,2
Nordea	40	0,9	0,2
Abbott Laboratories	40	0,9	0,2
<b>I alt</b>	<b>562</b>	<b>12,5</b>	<b>2,5</b>

**Tabel 11 Valutarisici ultimo 2003**

Selskab	Markedsværdi mio. kr.	Andel af samlede	Maksimal andel
		investerings- aktiver %	af samlede investeringsaktiver %
USD	1.008	4,5	20,0
EUR	4.199	18,7	30,0
GBP	109	0,5	10,0
JPY	72	0,3	10,0
Emerging markets	375	1,7	5,0
Øvrige valutaer	413	1,8	5,0
<i>Heraf største position (CHF)</i>	<i>160</i>	<i>0,7</i>	<i>2,0</i>

**Tabel 12 Modpartsrisici ultimo 2003**

Pengeinstitut	Indestående og tilgodehavende mio. kr.	Andel af forsik-	Ramme for
		ringsmæssige hensættelser %	modpartsrisici %
Nordea	401	1,9	5,0
Danske Bank	26	0,1	5,0
Jyske Bank	361	1,7	2,0
Øvrige danske	17	0,1	0,1
Øvrige udenlandske	1	0,0	0,1

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. For udenlandske aktieinvesteringer afdækkes 75% af valutarisikoen fra de betydende valutaer med henblik på maksimering af forholdet mellem forventet afkast og risiko.

De fastsatte grænser for valutaeksponering fremgår af tabel 11, hvoraf også fremgår de aktuelle uafdækkede valutapositioner ultimo 2003.

For pengeinstitutter er der fastsat maksimale grænser for det samlede engagement med et enkelt institut. De aktuelle engagementer ultimo 2003 og grænserne for de pågældende pengeinstitutter fremgår af tabel 12.

## Investeringsramme 2004

Rammen for den mekaniske passive afdækning af renterisiko er uændret i 2004 i forhold til 2003, hvorfor afdækningsniveauet primo 2004 var det samme som ultimo 2003.

Den principielle ramme for 2004 for de aktivt forvaltede investeringsaktiver indeholder ligesom i 2003 30% noterede aktier fordelt med 10% danske og 20% udenlandske samt 2,5% unoterede investeringer.

Inden for obligationer er der mindre forskydninger mellem de forskellige typer guldrandede obligationer i forhold til 2003. Andelen af danske nominalobligationer er reduceret med 2,5 %-point til 37,5%, andelen af udenlandske guldrandede obligationer er øget med 5 %-point til 15%, og andelen af danske indeksobligationer er reduceret med 2,5% til 5%. Endvidere er der åbnet mulighed for at investere i investment grade virksomhedsobligationer, hvis dette skulle vise sig hensigtsmæssigt.

For summen af danske og udenlandske aktier samt unoterede investeringer er der ligesom for 2003 fastsat et råderum på 17,5-37,5%.



Tabel 13 Investeringsramme for 2004

Aktivtype	Principiel investeringsramme %	Råderum %	Benchmark
Nominalobligationer, danske	37,5	17,5-47,5	Referenceportefølje af danske stats- og realkreditobligationer
Nominalobligationer, udenlandske guldrandede	15	0-30	Referenceportefølje af tyske statsobligationer opgjort i danske kroner
Indeksobligationer, danske	5	0-10	Referenceportefølje af danske indeksobligationer
Obligationer, udenlandske, investment grade virksomhedsobligationer	0	0-7,5	-
Obligationer, udenlandske, high yield, virksomhedsobligationer	5	2,5-7,5	J.P.Morgan Global High Yield Index, valutaafdækket, opgjort i danske kroner
Obligationer, udenlandske, emerging markets	5	2,5-7,5	J.P.Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified, valutaafdækket, opgjort i danske kroner
Aktier, danske	10	5-15	Københavns Fondsbørs totalindeks KAX inkl. udbytte
Aktier, udenlandske	20	12,5-27,5	MSCI <sup>1)</sup> World ekskl. Danmark inkl. udbytte, 75% valutaafdækket, opgjort i danske kroner
Unoterede investeringer	2,5	0-5	- <sup>2)</sup>
Ejendomme	0	0-2,5	-
Kontant	0	0-5	-
<b>I alt</b>	<b>100</b>	<b>-</b>	<b>Vægtet gennemsnit af ovenstående</b>

For summen af danske og udenlandske aktier samt og unoterede investeringer fastsættes et råderum på 17,5-37,5%.

Den principielle ramme for 2004 indebærer omtrent samme overordnede risikoniveau som rammen for 2003 målt ved Value at Risk, renterisiko og overdækning i Finanstilsynets lys-scenarier.

De taktiske muligheder, der er bestemt af bredden på aktivtypernes råderum, vil være på niveau med 2003.

### Danske indeksobligationer

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

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

- 1) Morgan Stanley Capital International.
- 2) Da der ikke beregnes og offentliggøres anvendelige benchmark for en relativt nyetableret portefølje af unoterede aktier, anvendes der indtil videre intet benchmark for denne aktivklasse.

Ved udgangen af 2003 var 7% af Industriens Pensions formue placeret i danske indeksobligationer.

Tabel 14. Budgetteret afkast og budgetrisici for 2004

	Afkast af investeringsaktiver %	Ændring i bonuspotentiale på fripoliceydelse mia. kr.	Investeringsaktivers effekt på frie reserver (efter skat) mia. kr.	Effekt på frie reserver <sup>3)</sup> mia. kr.
Budgetteret afkast af investeringsaktiver	+5,5	+0,8	+0,6	+1,4
Effekt af fald i nominel obligationsrente på 1%-point <sup>1)</sup>	+4,4	-2,6	+0,8	-1,8
Effekt af aktiekursfald på 12%	-3,5	0,0	-0,8	-0,8
Effekt af kursfald på amerikanske dollar på 10% <sup>2)</sup>	-0,3	0,0	-0,1	-0,1

1) Indeksobligationer forudsat upåvirket. Inklusive den passive mekaniske afdækning af passivernes renterisiko.

2) Amerikanske dollar er den betydende valuta, der historisk har udvist de største udsving. På den største del af investeringsaktiverne i amerikanske dollar er valutarisikoen afdækket, hvorfor ændringer i dollarkursen ikke påvirker afkastet af disse aktiver.

3) De frie reserver udgjorde 8,2 mia. kr. ultimo 2003.

## Budgetteret afkast 2004

Industriens Pension har for 2004 budgetteret med et afkast af investeringerne på 5,5% før skat. Som forudsætning herfor er bl.a. antaget uændrede obligationsrenter og valutakurser og et merafkast af aktier i forhold til obligationer på 3 %-point. Konsekvensen af ændringer i afkastforudsætningerne er illustreret i tabel 14, der viser både den isolerede effekt på afkastet for 2004 og effekten på de samlede reserver af ændringer i de enkelte budgetforudsætninger.

Det ses, at ændringer i renteniveauet umiddelbart udgør den største risiko for de frie reserver, hvilket skyldes opgørelsen til markedsværdi af passiverne og den lange varighed af disse.

Et rentefald påvirker bufferen positivt i form af kursgevinst på obligationsbeholdningen, men negativt ved at markedsværdien af passiverne stiger (bonuspotentialet på fripoliceydelse falder).

Effekten af ændringer i dollarkursen er begrænset af, at langt hovedparten af dollareksponeringen er afdækket.

I 2004 forventes fokusområderne på investeringsområdet at være

- udbygning af risikostyring, især aktiv/passiv modellering
- udbygning af managerstrukturen for eksternt forvaltede værdipapirer
- opbygning af organisationen inden for unoterede investeringer
- udbygning af omkostningsmåling og -styring på investeringsområdet
- anvendelse af derivater som led i den daglige styring af investeringsaktiverne.

# Markedsudviklingen

## High yield virksomhedsobligationer

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 og investment grade 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 2003 var 6% af Industriens Pensions portefølje placeret i high yield virksomhedsobligationer.

## Den økonomiske udvikling

2003 blev ligesom de foregående år økonomisk turbulent for finansmarkederne. Starten af året var præget af usikkerheden omkring den forestående krig i Irak samt usikkerhed omkring udviklingen i den amerikanske økonomi. Da krigen i Irak blev relativt hurtigt overstået, steg optimismen på markederne.

Markedets forventninger til den amerikanske økonomi var relativt lave ved indgangen til 2003, og man frygtede, at den amerikanske økonomi ville ende i recession. Dette ændredes dog hurtigt, og økonomiske opgørelser viste, at væksten i realøkonomien fra midten af året begyndte at stige med blandt andet svagt faldende arbejdsløshed og stigende produktion. Den stigende vækst i økonomien skyldtes til dels de meget omfattende finanspolitiske lempelser, herunder store skattelettelser. Den førte finanspolitik førte til en forværring af de i forvejen store ubalancer i den amerikanske økonomi og medvirkede til svækkelsen af den amerikanske dollar.

I første halvår af 2003 var også den amerikanske centralbanks syn på den amerikanske økonomi relativt pessimistisk, hvilket medførte, at centralbanken sænkede den korte rente med 0,25 %-point i juni. Dermed var den korte rente ultimo 2003 nede på 1,0%.

Væksten i den europæiske økonomi har i hele 2003 været lav. Den styrkede euro medførte, at den positive vækst i den amerikanske økonomi ikke havde en afsmittende effekt på den europæiske vækst, og at euroland i 2003 kun akkurat opnåede en positiv vækst. Den lave vækst medførte, at Den europæiske Centralbank sænkede den korte rente med 0,75 %-point i løbet af 2003.

Den internationale vækstnedgang fik i 2003 stor indflydelse på den danske økonomi, som i 2. og 3. kvartal oplevede negativ vækst. Det var blandt andet faldende eksport og et lavt offentligt forbrug, som trak ned i væksten. På trods af den stigende arbejdsløshed forblev forbrugertilliden høj, hvilket formentlig skyldtes gode muligheder for omlægninger og optagelse af boliglån.

## Emerging markets obligationer

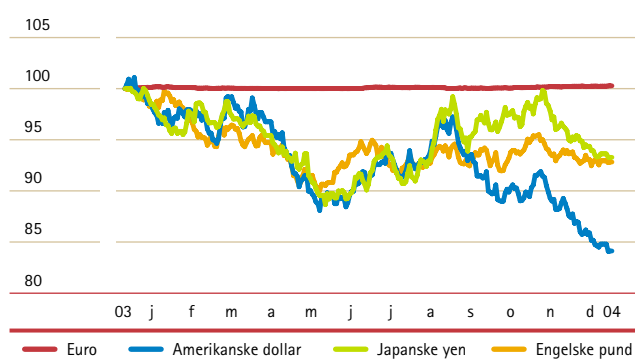
Emerging markets obligationer består af obligationer fra Asien, Latinamerika, Afrika, Rusland og Østeuropa. Hovedparten er statsobligationer, men obligationer udstedt af virksomheder forekommer.

På grund af den generelt større økonomiske usikkerhed i emerging markets 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 emerging markets vil dog medvirke til at forbedre forholdet mellem forventet afkast og risiko i den samlede portefølje, da kursbevægelserne for disse typisk vil være forskellige fra øvrige obligationer og aktier.

Ved udgangen af 2003 var 6% af Industriens Pensions portefølje placeret i emerging markets obligationer.

Figur 3 Udviklingen i de vigtigste valutakurser i 2003, indekseret



Figur 3: Danske kroner og euro blev styrket over for de fleste valutaer i 2003.

Nationalbanken har i løbet af året indsnævret det korte rentespænd til euroland med 0,05 %-point til 0,15 %-point som følge af en stærk dansk krone. Den danske krone blev dog svækket lidt i forhold til euro i slutningen af 2003.

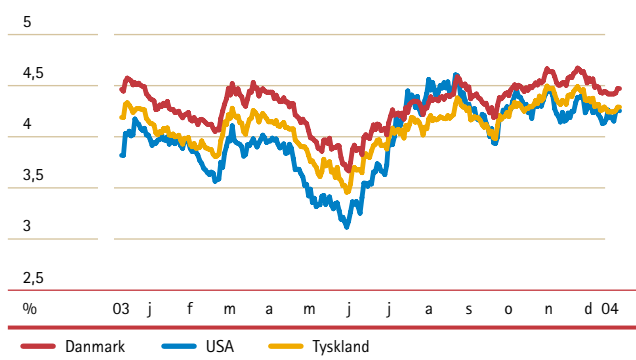
Den stigende vækst i verdensøkonomien, det lave renteniveau samt de stigende råvarepriser har været positiv for de fleste emerging markets lande. I løbet af 2003 er den politiske risiko i mange af landene ligeledes blevet mindre.

## Obligationsmarkederne

Renteudviklingen har i første halvdel af 2003 været præget af markedets vurdering af, hvor omfattende og langvarig krigen i Irak ville blive, og om den amerikanske økonomi ville ende i recession. Renteudviklingen i anden halvdel af året har til gengæld været præget af optimisme omkring den økonomiske udvikling i den amerikanske økonomi.

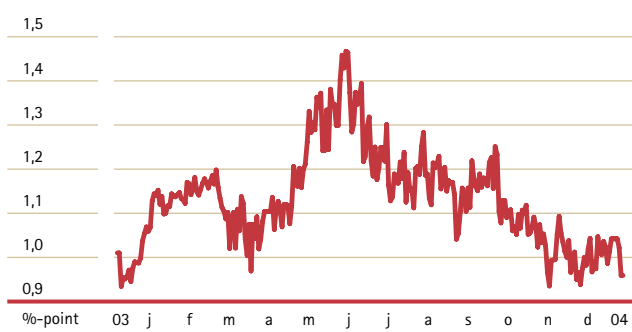
Dette førte til faldende renter på langtløbende danske, europæiske og amerikanske obligationer i 1. halvår, efterfulgt af stigende renter i 3. kvartal. I 4. kvartal, hvor vækstindikatorerne aftog lidt, mens inflationen fortsatte

Figur 4 Renteudvikling for 10-årige statsobligationer i Danmark, Tyskland og USA i 2003



Figur 4: Den økonomiske udvikling førte til store renteusving, men set over året som helhed var renterne i Europa næsten uforandrede, mens USA oplevede svagt stigende renter.

Figur 5 Udvikling i renteforskel mellem realkredit- og statsobligationer (målt på 30-årige realkredit- og 10-årige statsobligationer)



Figur 5: Set over året som helhed er renteforskellen mellem realkredit- og statsobligationer næsten uændret.

med at falde, var renteniveauet næsten uændret i forhold til 3. kvartal.

Der har været store udsving i renten på langtløbende amerikanske obligationer i 2003. Renten har ligget mellem 3,1% og 4,6% i årets løb og var ultimo året 4,3%.

Renten på langtløbende tyske obligationer har i perioden svinget mellem 3,5% og 4,5%, mens renten på langtløbende danske statsobligationer har svinget mellem 3,7% og 4,7%. Ultimo året var renten 4,5% i Danmark og 4,3% i Tyskland. Renteforskellen mellem danske og tyske langtløbende obligationer har ligget mellem 0,1 og 0,3 %-point.

Renten på langtløbende realkreditobligationer havde svært ved at følge renten på langtløbende statsobligationer ned i 1. halvår af 2003, hvorfor rentespændet mellem disse obligationer blev udvidet. I 2. halvår medførte rentestigningen samt en lavere udstedelse af langtløbende realkreditobligationer, at rentespændet mellem danske stats- og realkreditobligationer blev mindre igen. Rentespændet har ligget mellem 0,9 og 1,5 %-point og lå ultimo året på knap 1,0 %-point.

Danske indeksobligationer var et af de bedste guldrandede europæiske papirer i 2003. Indeksopskrivningen, som er skattefri for pensionsinvestorer, var relativt høj set i forhold til renteniveauet, og realrenten på indeksobligationer faldt 0,1 %-point til 2,7%.

Obligationerne i emerging markets oplevede et af de mest positive år nogensinde. Høje råvarepriser, et lavt internationalt renteniveau og stigende vækst i verdensøkonomien mindskede risikoen ved at investere i emerging markets og bidrog dermed til et faldende renteniveau. Samtidig faldt den politiske risiko i mange af landene, og flere lande overraskede positivt med indenlandske økonomiske forbedringer. Dette medførte, at den gennemsnitlige kreditvurdering af landene steg. Endelig valgte mange nye investorer at investere i denne aktivtype med stigende kurser til følge.

Markedet for high yield virksomhedsobligationer var ligeledes meget positivt i 2003. Den stigende tro på et økonomisk opsving i primært USA, samt en faldende andel af misligholdelser bidrog positivt til prisfastsættelsen på markedet for virksomhedsobligationer. Det var primært de virksomheder, som havde den laveste kreditvurdering, som steg. Resultatet var meget store forskelle på afkastene mellem forskellige ratingkategorier.

## 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 obliga-

tioner. Derfor er aktier velegnede til langsigtede 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 investeringer-

ne på flere forskellige selskaber. Markedsrisikoen, der hænger sammen med generelle økonomiske forhold, kan mindskes ved også at investere i udenlandske aktier.

Ved udgangen af 2003 var 8% af Industriens Pensions portefølje placeret i danske aktier.

## Aktiemarkederne

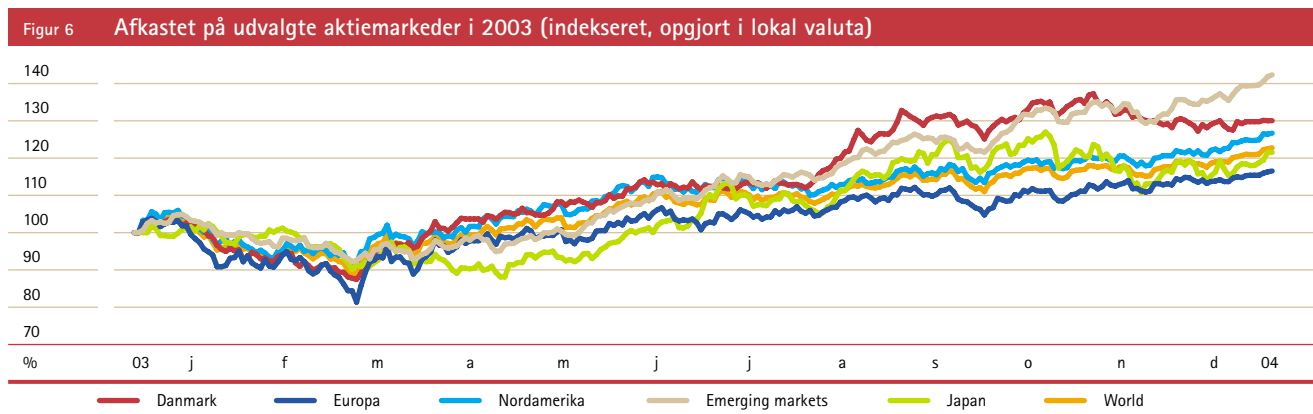
2003 blev året, hvor aktiemarkederne vendte efter næsten 3 års aktiekursfald. Vendingen skyldtes troen på både en hurtigt overstået krig i Irak samt et økonomisk opsving i verdensøkonomien.

Aktiekursstigningerne i 2003 sås inden for alle sektorer. Materialer og IT var de sektorer, der klarede sig bedst, mens mere defensive sektorer som sundhed og forbrugsgoder opnåede afkast tæt på nul.

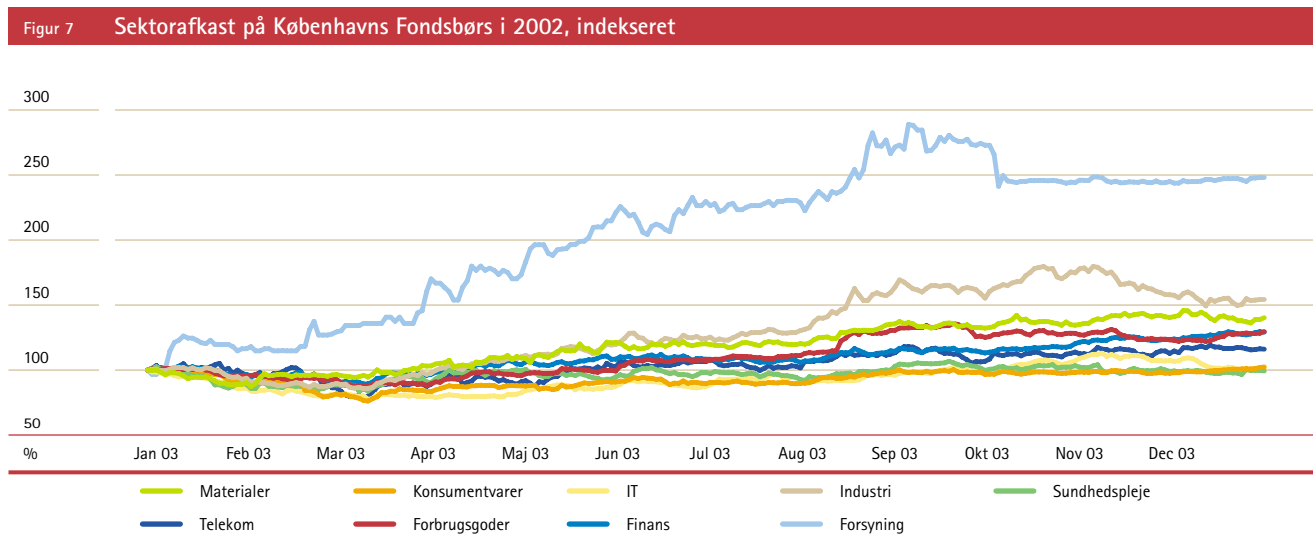
Til illustration af udviklingen på aktiemarkederne i 2003 kan det noteres, at indekset over de 500 største selskaber i USA, Standard & Poor's 500, steg med 26% målt i lokal valuta. Målt i dollar er Standard & Poor's 500 dog fortsat faldet 15% samlet set over de seneste 3 år.

Stigningerne i Europa var noget mere afdæmpede som følge af den generelle økonomiske afmatning i Europa. Målt i lokal valuta steg europæiske aktier med 16,4% i 2003.

Emerging markets steg med 42,3% i lokal valuta i 2003 og var dermed det aktiemarked, der klarede sig bedst. Dette skyldtes en positiv påvirkning fra en stigende vækst i verdensøkonomien, samt at virksomhederne i disse markeder



Figur 6: Der var kursstigninger på alle aktiemarkeder i 2003. Danmark og emerging markets klarede sig bedst målt i lokal valuta.



Figur 7: Sektoren forsyning gav det højeste positive afkast blandt danske aktier i 2003.

løbende gennemfører strukturtilpasninger, som sikrer, at virksomhederne fortsat er meget konkurrencedygtige.

En overraskende positiv udvikling i den japanske økonomi bidrog positivt til afkastet på japanske aktier, som målt i lokal valuta steg med 21,6%.

Det danske aktiemarked udviklede sig også meget positivt i 2003. Samlet set steg danske aktier med 33,1%. At danske

aktier steg mere end verdens aktier som helhed målt i lokal valuta skyldtes primært selskabsspecifikke forhold i A. P. Møller, som udgør over 25% af det danske aktiemarked.

I Danmark er forsyning og industri de sektorer, der har oplevet de største stigninger. Forsyning består stort set udelukkende af NESA, mens A. P. Møller – Mærsk udgør en meget stor del af industrisektoren i Danmark.

# Investeringer og afkast

Resultatet af Industriens Pensions investeringsvirksomhed kan så sige deles i to: Dels resultatet af den aktive forvaltning af investeringsaktiverne, dels det samlede resultat dvs. resultatet af den aktive forvaltning plus resultatet af den strategiske afdækning. Den strategiske afdækning forvaltes ikke aktivt, og afkastet af den vil være bestemt af udviklingen i den lange rente. Derfor bør de investeringsmæssige resultater vurderes ud fra resultatet eksklusive den strategiske afdækning.

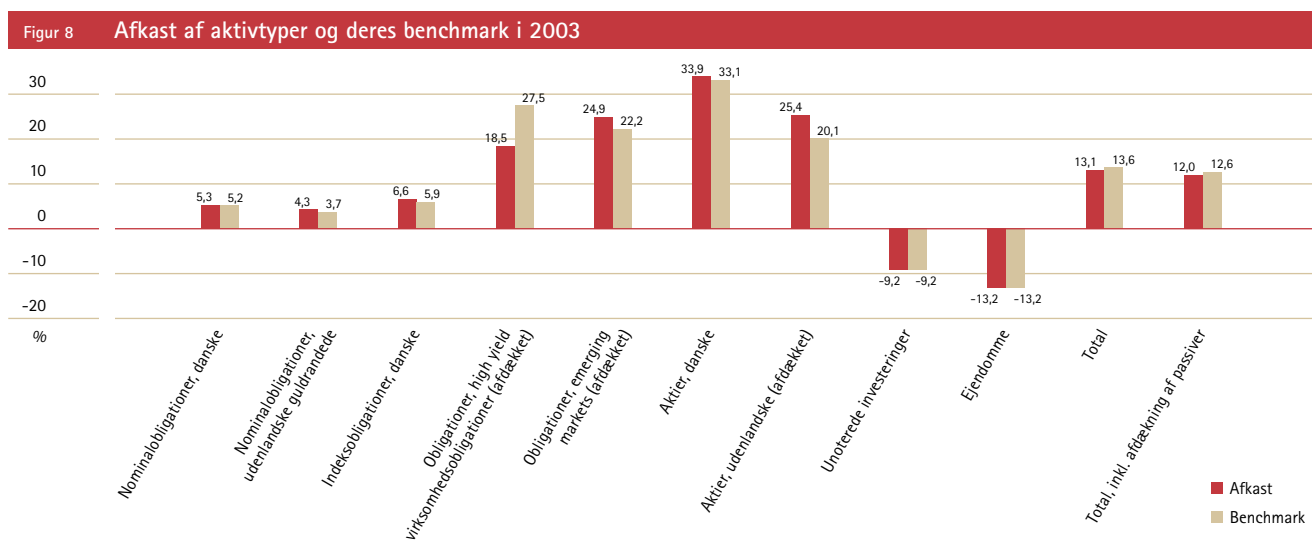
De samlede investeringsaktiver eksklusive den strategiske afdækning af renterisikoen gav i 2003 et afkast på 13,1% før og 11,2% efter pensionsafkastskat. Det i øvrigt gode resultat var lidt mindre end afkastet på benchmark, der var henholdsvis 13,6% og 11,6% før og efter pensionsafkastskat.

Inklusive strategisk afdækning af renterisiko gav porteføljen et afkast på 12,0% før og 10,3% efter pensionsafkastskat. At afkastet inklusive afdækningen var lidt lavere skyldes, at afkastet af den strategiske afdækning isoleret set har været lavere end afkastet af investeringsaktiverne i øvrigt.

I de lovpligtige nøgletal i regnskabet er afkastet før og efter pensionsafkastbeskatning henholdsvis 11,5% og 9,9%. Der vil ofte være afvigelser mellem de officielle nøgletal og de opgjorte afkast af investeringerne. Det skyldes forskelle i beregningsmetoder.

Industriens Pension beregner investeringsafkastet på noterede værdipapirer 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 inklusive både direkte og indirekte omkostninger og beregnes på hele balancen (inklusive tilgodehavende bidragsbetalinger). Desuden kan løbende indbetalinger og store kursudsving i



Figur 8: Danske aktier gav det højeste afkast i 2003.



løbet af året bevirke, at nøgletallene giver et mindre præcist billede af det opnåede investeringsafkast.

I figur 8 ses afkastet af Industriens Pensions investeringer i 2003 sammenholdt med anvendte referenceafkast (benchmark). Det ses, at danske og udenlandske aktier samt high yield og emerging markets obligationer gav de højeste afkast.

Tabel 15 viser for de aktivt forvaltede investeringsaktiver, hvorfra afkastets afvigelse fra benchmark stammer.

Merafkast kan hidrøre fra:

- Taktiske dispositioner, det vil sige Industriens Pensions over- eller undervægtning af de forskellige aktivklasser i forhold til benchmark (den principielle investeringsramme).
- Aktivklassesammensætning, det vil sige den konkrete porteføljesammensætning inden for den enkelte aktivklasse i forhold til benchmark for aktivklassen. Der er et positivt bidrag herfra, hvis porteføljemanagerne skaber merafkast i forhold til deres respektive benchmarks. Inden for udenlandske aktier kan et merafkast også skyldes administrationens over- eller undervægtning af regioner.
- Timing, der kan opfattes som et residual, der skyldes, at dispositioner ikke kun foretages primo eller ultimo opgørelsesperioden.

Porteføljemanagernes afkast samlet samt Industriens Pensions vægtning af regioner inden for udenlandske aktier bidrog positivt til afkastet. Når den taktiske undervægt af aktier i forhold til investeringsrammen ikke bidrog mere negativt til afkastet, skyldes det, at Industriens Pension tidligt på året øgede investeringerne i aktier.

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

Det gennemsnitlige årlige afkast siden selskabets start i 1993 har været 9,0% før pensionsafkastbeskatning og 7,7% efter.

Tabel 15 Væsentlige bidrag til merafkast i 2003

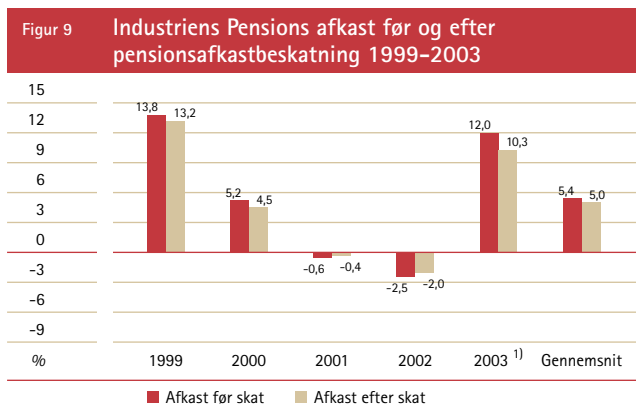
	<i>Bidrag %-point</i>
<b>Taktisk</b>	<b>-1,29</b>
Overvægt guldrandede obligationer	-0,41
Undervægt danske aktier	-0,52
Undervægt udenlandske aktier	-0,24
Øvrige	-0,12
<b>Aktivklassesammensætning</b>	<b>+0,62</b>
High yield (manager merafkast)	-0,36
Emerging markets (manager merafkast)	+0,16
Udenlandske aktier (geografisk vægtning og manager merafkast)	+0,59
Øvrige	+0,23
<b>Timing</b>	<b>+0,12</b>
<b>Samlet merafkast</b>	<b>-0,55</b>

## 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 emerging markets, 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 2003 havde Industriens Pension 21% af porteføljen placeret i udenlandske aktier.



1) I 2003 inkl. afdækning af passivers renterisiko.

Figur 9: Set over de seneste 5 år har investeringerne givet et tilfredsstillende afkast efter pensionsafkastbeskatning.

Set over de seneste 5 år har det gennemsnitlige afkast været 5,4% før pensionsafkastbeskatning og 5,0% efter. I tabel 16 ses afkastet af de forskellige aktivtyper år for år i femårsperioden, og i figur 9 ses det samlede afkast før og efter skat.

En analyse af de danske livs- og pensionsforsikringsselskabers afkast og risiko <sup>2)</sup> viser, at Industriens Pensions afkast i en otteårsperiode har ligget højst sammenlignet med sammenlignelige selskaber. Samtidig har investeringsrisikoen ligget omkring gennemsnittet.

I tabel 17 er vist Industriens Pensions eksterne og interne porteføljemanagers afkast og merafkast i forhold til benchmark i 2003 og de seneste 5 år.

Nettoinvesteringerne <sup>3)</sup> udgjorde 3.118 mio. kr. i 2003. I årets løb blev nye investeringer primært foretaget i strippede obligationer til den strategiske renteafdækning og i udenlandske aktier.

2) Kirstein Finansrådgivning A/S: Liv og Pension 2002.

3) Der vil være forskel mellem nettoinvesteringerne opgjort af investeringsafdelingen og de officielle nettokøb/salg i regnskabet, da blandt andet påløbne renter samt dividende indgår i opgørelsen af nettokøb/salg, men ikke i nettoinvesteringerne.

**Tabel 16 Industriens Pensions afkast 1999–2003**

	1999 %	2000 %	2001 %	2002 %	2003 %	Gennemsnit <sup>1)</sup> %	Benchmark <sup>1)</sup> %
Nominalobligationer, danske	0,6	7,4	7,8	10,8	5,3	6,3	6,4
Nominalobligationer, udenlandske guldrandede	-	-	5,5	12,9	4,3	7,5	5,9
Indeksobligationer, danske	1,8	2,1	6,6	9,9	6,6	5,3	5,2
Obligationer, high yield <sup>2)</sup>	-	-	-	6,7	18,5	12,5	14,1
Obligationer, emerging markets <sup>3)</sup>	3,5	20,0	13,1	15,0	24,9	18,7	15,5
Aktier, danske	26,1	21,2	-16,7	-25,4	33,9	4,9	6,1
Aktier, udenlandske <sup>4)</sup>	62,2	-8,6	-12,3	-34,0	25,4	1,5	-0,8
Unoterede investeringer <sup>5)</sup>	-	-4,5	-8,4	-10,5	-9,2	-10,0	-10,0
Ejendomme <sup>6)</sup>	-	-	-	-0,9	-13,2	-10,6	-10,6
<b>Total <sup>7)</sup></b>	<b>13,8</b>	<b>5,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>12,0</b>	<b>5,4</b>	<b>4,2</b>

1) Geometrisk gennemsnit pro anno for femårsperioden.

2) Virksomhedsobligationer indgik først fra den 14. november 2001. Inkl. Valutaafdækning.

3) Emerging markets obligationer indgik først i porteføljen fra den 1. december 1999. Inkl. Valutaafdækning.

4) Fra 2003 inkl. valutaafdækning.

5) Unoterede investeringer indgik først i porteføljen fra den 1. oktober 2000.

6) Ejendomme indgik først i porteføljen fra den 1. september 2002.

7) Fra 2003 inkl. afdækning af passivers renterisiko.

Tabel 17 Afkast før pensionsafkastbeskatning for Industriens Pensions porteføljemanagere i 2003 og 1999-2003

Aktivtype/manager	2003			Gennemsnit 1999-2003		
	Afkast %	Merafkast %	Inform. ratio	Afkast %	Merafkast %	Inform. ratio
<i>Guldrandede obligationer (alle Industriens Pension)</i>	5,2	0,2	0,19	6,1	0,1	0,12
Danske nominalobligationer	5,3	0,1	0,06	6,3	0,0	-0,05
Udenlandske nominalobligationer <sup>1)</sup>	4,3	0,6	0,30	7,5	1,6	0,48
Indeksobligationer	6,6	0,7	0,22	5,3	0,1	0,07
<i>Ikke guldrandede obligationer <sup>1)</sup></i>	21,4	-3,5	-2,20	16,3	3,9	0,56
Morgan Stanley <sup>1)</sup>	24,9	2,6	1,38	18,7	3,2	0,45
T. Rowe Price <sup>1)</sup>	18,5	-9,0	-3,64	12,5	-1,7	-0,46
<i>Danske aktier</i>	33,9	0,8	0,34	4,9	-1,2	-0,19
Alfred Berg <sup>2)</sup>	42,1	9,0	2,03	42,1	9,0	2,03
Industriens Pension	32,3	-0,7	-0,16	7,2	0,6	0,16
<i>Udenlandske aktier <sup>1)</sup></i>	25,4	5,3	1,75	1,5	2,2	0,47
Nordea	10,0	-1,9	-0,56	-0,8	1,4	0,24
Fidelity	12,6	0,7	0,32	-13,3	0,3	0,09
Capital	15,3	0,5	0,34	5,0	0,6	0,34
Pictet	57,4	26,3	3,55	11,8	8,2	0,61
Invesco <sup>3)</sup>	5,7	1,4	-	4,6	1,1	-
AXA Rosenberg <sup>3)</sup>	10,4	3,4	-	8,2	2,7	-

Anm.: Afkastet er opgjort eksklusive kontantbeholdninger

1) Afkastet er opgjort inkl. eventuel valutaafdækning

2) Afkastet er opgjort fra porteføljens opstart den 1. januar 2003

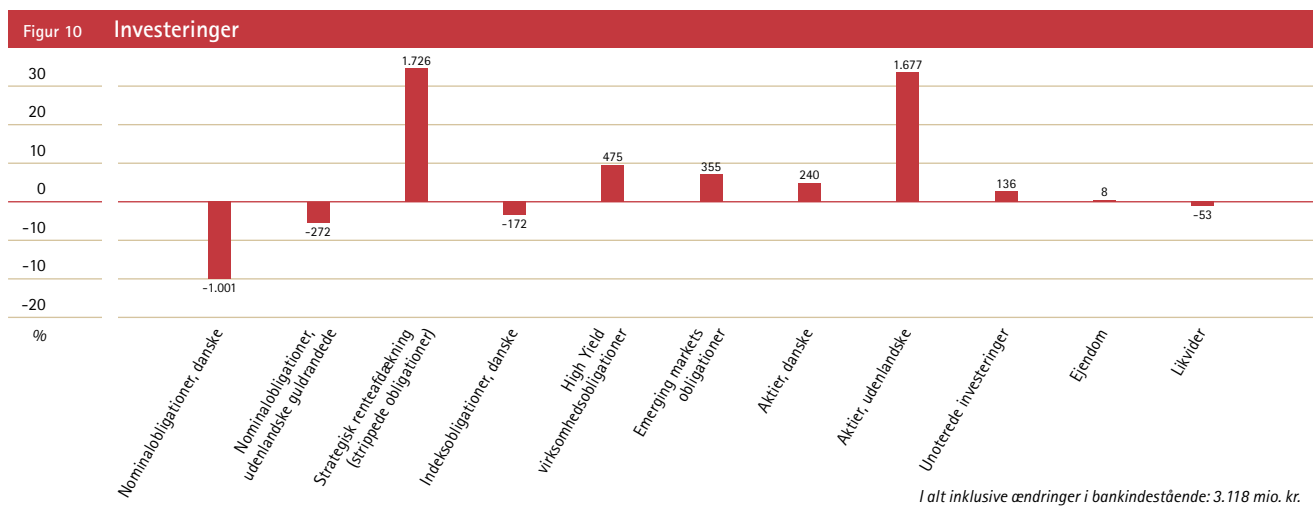
3) Afkastet er opgjort fra porteføljens opstart den 1. oktober 2003, hvorfor datagrundlaget er for lille til at udregne information ratio.

## 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 kun midlertidigt, indtil der investeres i en af de andre aktivtyper.

Ved udgangen af 2003 havde Industriens Pension 1% af porteføljen i kontantindskud.



Figur 10: For hver krone, Industriens Pension investerede i 2003, blev ca. 65 øre investeret i danske og udenlandske aktier.

Investeringerne i udenlandske aktier skete ud fra en vurdering af, at væksten i verdensøkonomien ville begynde at stige i 2003, og at dette ville smitte positivt af på værdifastsættelsen af aktiemarkedet, som vurderedes at være billigt prisfastsat efter aktiekursfaldene i 2001 og 2002.

Resultatet ultimo 2003 var, hjulpet på vej af markedsudviklingen, en næsten neutral vægt af de forskellige aktivtyper.

Godt 70% af aktierne ultimo 2003 var udenlandske. I figur 12 ses den geografiske fordeling af disse. I løbet af 2003 steg andelen af aktier i Nordamerika, hvilket især skete på bekostning af aktier i Europa.

Fordelingen af de udenlandske investeringer på sektorer er vist i figur 13.

Den danske aktiebeholdning er fordelt på sektorer i figur 14.

### Unoterede investeringer

Unoterede investeringer dækker bredt over investeringer, der ikke er noteret på en officiel børs. Der kan både være tale om egentlige aktieselskaber og fonde eller investeringsselskaber, hvor flere investorer i fællesskab investerer i en række virksomheder eller andre fonde. For Industriens Pensions vedkommende vil der primært blive investeret i unoterede aktier, men en mindre andel kan også investeres i f.eks. mezzaninkapital, skov, mv.

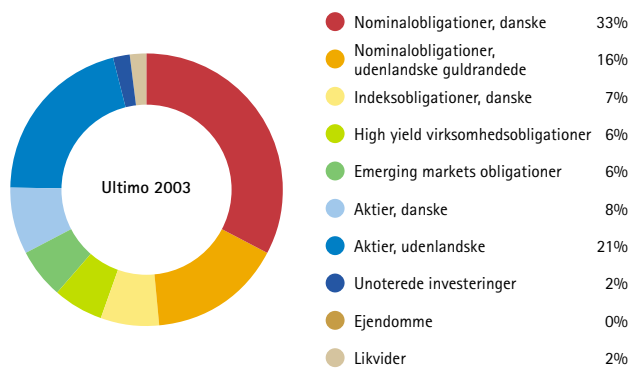
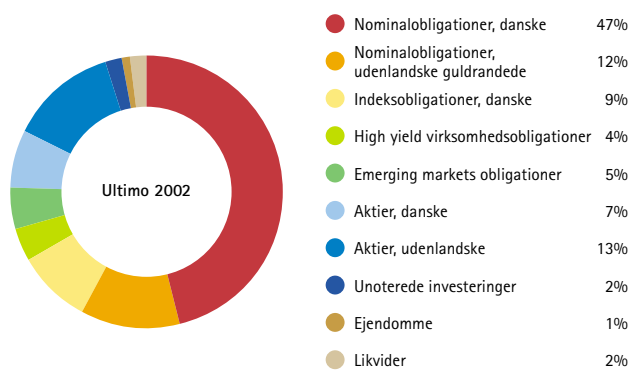
Det forhold, at disse investeringer ikke er børsnoterede, indebærer flere forskelle i forhold til børsnoterede aktier. For det første findes der ikke en officiel pris, dvs. vurdering af aktiens værdi. For det andet kan investor ikke umiddelbart afhænde en beholdning af en unoteret investering, da den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

De nævnte karakteristika for unoterede investeringer betyder, at afkastkravet til

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

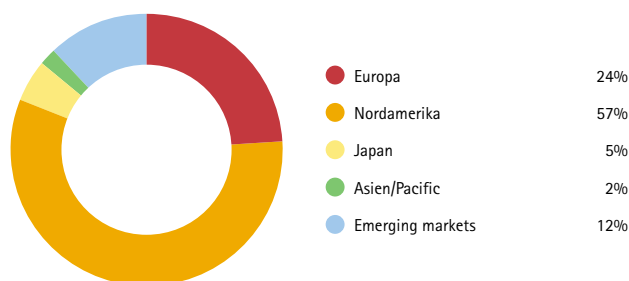
Industriens Pensions investeringer i unoterede investeringer sker gennem fonde eller investeringsselskaber. Ved udgangen af 2003 var 2% af porteføljen placeret i unoterede investeringer.

Figur 11 Investeringer fordelt på aktivtyper



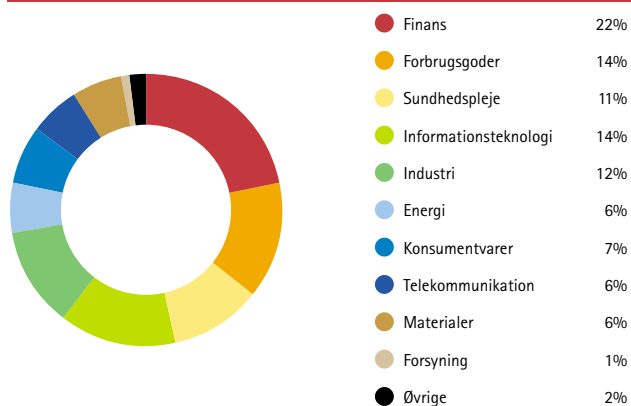
Figur 11: Aktier udgjorde godt 30% af de samlede aktiver ultimo 2003 mod ca. 21% i 2002.

Figur 12 Geografisk fordeling af udenlandske aktier ultimo 2003



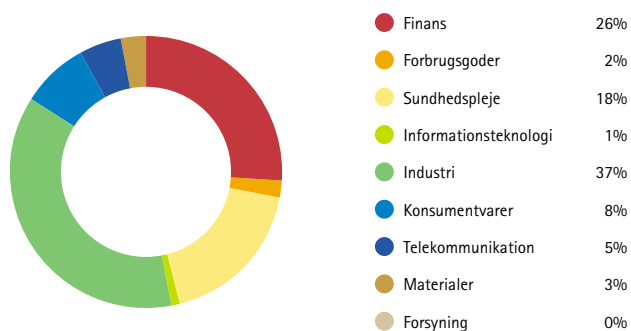
Figur 12: Europa og Nordamerika tegnede sig for godt 80% af Industriens Pensions udenlandske aktieportefølje.

Figur 13 Sektorfordeling af udenlandske aktier ultimo 2003



Figur 13: Sektorfordelingen for udenlandske aktier lå tæt på fordelingen af sektorer i benchmark ultimo 2003.

Figur 14 Sektorfordeling af danske aktier ultimo 2003



Figur 14: Industriselskaber udgjorde den største andel af de danske aktieinvesteringer ultimo 2003.

## 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.

Medmindre ejendomsporteføljen er stor, vil der være relativt store administrationsomkostninger forbundet med investering i fast ejendom. Industriens Pension har endnu ikke investeret i fast ejendom, bortset fra selskabets domicilejendom.

## Finansielle afdækningsinstrumenter

Finansielle afdækningsinstrumenter anvendes til at reducere aktie-, rente- eller valutarisici.


Afdækningsinstrumenterne kan tage mange forskellige former og kan i et vist omfang skræddersyes til investors afdækningsbehov. Der kan f.eks. være tale om køb eller salg af rettigheder til at købe eller sælge givne aktier til en aftalt pris på fremtidige tidspunkter, såkaldte optioner, eller forpligtende aftale om køb eller salg af givne aktier til en aftalt pris på et fremtidigt tidspunkt, såkaldte futures.

Afdækning af langsigtede renterisici på pensionsforpligtelserne kan f.eks. ske ved aftaler om udveksling af fremtidige faste og variable rentebetalinger, såkaldte renteswaps, eller forskellige former for renteoptioner.

Afdækning af valutarisici vil typisk ske ved aftale om salg af fremmed valuta til en aftalt pris på en fremtidig dato, såkaldte terminsforretninger.

Ved udgangen af 2003 havde Industriens Pension solgt 705 mio. amerikanske dollar, 3.050 mio. japanske yen og 20 mio. britiske pund på termin for at afdække valutarisiko. Der var ikke positioner i andre finansielle afdækningsinstrumenter.





**Industriens Pension**

Nørre Farimagsgade 3  
1364 København K

Telefon 3393 4566  
Telefax 3393 3556  
info@industripension.dk  
www.industripension.dk

CVR-nr. 16 61 41 30