



Industriens Pension

INVESTERINGSBERETNING

2004

Indhold

Indledning	3
Investeringsstrategi	4
Markedsudviklingen	20
Investeringer og afkast	24
Udvikling i 2005	30

Indledning

2004 blev ligesom 2003 et godt investeringsår. Aktier gav globalt set generelt gode afkast, og danske aktier gav endnu en gang et afkast helt i top blandt verdens aktiemarkeder. Et fortsat rentefald på obligationsmarkederne bidrog til, at også obligationer gav pæne afkast i 2004. For Industriens Pension blev 2004 et godt år investeringsmæssigt med et tocifret afkast ligesom i 2003. Industriens Pension er dermed fortsat blandt de selskaber, der over en årrække har haft det højeste afkast, også set i forhold til investeringsrisikoen.

I 2004 er der sket en fortsat udbygning af risikostyringen, blandt andet med hensyn til modellering af samspillet mellem aktiver og passiver under de i 2003 indførte regnskabsregler, ifølge hvilke både aktiver og passiver skal opgøres til markedsværdi. Antallet af samarbejdspartnere i formueforvaltningen er blevet øget betydeligt gennem en fortsat udbygning af porteføljemanagerstrukturen, både inden for

noterede aktier og obligationer og inden for unoterede investeringer. Udbygningen vil sikre en fortsat forbedring af porteføljens afkast/risikoforhold under hensyntagen til investeringsomkostningerne.

I takt med det stigende omfang af investeringsaktiviteterne både internt og via eksterne porteføljemanagere bliver opgørelse og styring af investeringsomkostninger stadig vigtigere. Det gælder både de direkte målbare omkostninger, som for eksempel kurtage og gebyrer for ekstern forvaltning, og de mindre synlige omkostninger, som for eksempel handelsspread på aktier, obligationer og valuta. Derfor har der været særlig fokus på investeringsomkostninger i 2004.

Der er desuden gennemført en vellykket udskiftning af Industriens Pensions fondsregnskabsystem, og sammenhængende hermed er blandt andet samarbejdet med depotbanken blevet udbygget.

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 14,2%, men har ligget mellem plus 56,1% og minus 20,3% og været negativt i 2 af de 10 år. I den anden ende af risikoskalaen har indeksobligationer kun givet 6,7% i gennemsnitligt afkast, men med betydeligt mindre udsving.

Afkast og risiko 1995–2004

	Danske indeksobligationer	Danske nominalobligationer	Udenlandske aktier	Danske aktier
Årlig afkast i %	6,7	9,0	8,3	14,2
Årlig risiko i %	4,3	3,6	17,2	18,8
Afkast bedste år i %	10,9	20,8	26,3	56,1
Afkast dårligste år i %	0,6	0,8	-25,2	-20,3
Antal år med negativt afkast	0	0	3	2

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

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 et eller flere år.

Ved at sprede investeringerne på forskellige typer af værdipapirer og forskellige lande, brancher og virksomheder kan man forbedre forholdet mellem forventet afkast og risiko i porteføljen, fordi markederne ikke svinger i samme takt. Det betyder dog også, 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

Industriens Pensions investeringsfilosofi fastslår, hvilke faktorer Industriens Pension mener er betydende for investeringsafkast og -risiko, og hvordan porteføljeforvaltningen bør tilrettelægges med henblik på at maksimere det forventede afkast under hensyn til risiko og omkostninger. Investeringsfilosofien udtrykker således eksplicit en holdning til forhold, der er fundamentale for formueforvaltningen.

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

- Forholdet mellem afkast efter skat og risiko kan optimeres ved løbende at analysere samvariation mellem afkast på forskellige aktivtyper og tilrettelægge investeringerne derefter – det vil sige 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 taktiske positioner på aktivfordelingen.
- Aktiv porteføljeforvaltning giver langsigtet et højere afkast end passiv forvaltning. Ved aktiv porteføljeforvaltning forsøges det at opnå et investeringsafkast, der overstiger et indeks for den generelle markedsudvikling, mens man ved passiv porteføljeforvaltning systematisk følger et sådant indeks og dermed får markedsafkastet. Det højere forventede afkast ved aktiv forvaltning mere end opvejer de højere omkostninger, der er forbundet med dette, sammenlignet med passiv porteføljeforvaltning.
- Det er muligt at forbedre forholdet mellem forventet afkast og risiko ved at vælge porteføljemanagere, hvis

investeringsstil er tilpasset de enkelte markeders karakteristika, og som har komplementerende investeringsstile.

- 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, hvis der ikke aktivt indgås positioner baseret på den forventede valutaudvikling. 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, og der ikke aktivt indgås positioner baseret på den forventede valutakursudvikling.
- Den investeringsmæssige målsætning er på langt sigt sammenfaldende med at foretage etisk og miljømæssigt rigtige investeringer.
- Langsigtede renterisici på passiverne bør afdækkes mekanisk. Der bør tages hensyn til, at renten forventes at have et langsigtet gennemsnitsniveau.

Etik

Lovgivningen fastslår, at pensionselskaber skal 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.

Guldrandede nominalobligationer

At obligationer betegnes som guldrandede betyder, at de frembyder særlig høj sikkerhed.

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 oftest højere på langt sigt, og langtløbende obligationer matcher bedre de langsigtede pensionsforpligtelser. Derfor vil en stor del af pensionsopsparingen typisk være placeret i langtløbende obligationer for at opnå det bedste afkast på langt sigt og reducere den langsigtede risiko.

Alle danske statsobligationer og de fleste realkreditobligationer er guldrandede nominalobligationer. En stor del af realkreditobligationerne er konverterbare, det vil sige, at de kan udtrækkes førtidigt til kurs 100.

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, således at både medlemmer og andre løbende kan følge, hvilke virksomheder der investeres i.

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 guldrandede nominalobligationer omfatter både statsobligati-

oner og obligationer udstedt af visse finansieringsinstitutter.

Ved udgangen af 2004 var 29% af Industriens Pensions portefølje placeret i danske guldrandede nominalobligationer og 14% i udenlandske guldrandede nominalobligationer.

Strategi

Industriens Pensions investeringsvirksomhed er todelt: Dels den passive mekaniske afdækning af passivernes renterisiko og dels den aktive forvaltning af investeringsaktiverne.

Passiv afdækning af passivernes renterisiko

Siden den 1. januar 2003 har såvel aktiver som passiver skullet 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.

Forenklet kan forpligtelserne opfattes som en meget langt-løbende 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). Derfor skal der foretages en samlet kvantificering og styring af risici på aktiv- og passivsiden.

Den væsentligste risikofaktor er renterisikoen. Med den langt-løbende karakter af Industriens Pensions forpligtelser overfor medlemmerne følger en meget høj varighed. Varigheden er et 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 30-årige obligationer

kun har en modificeret varighed¹ på ca. 16%, 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 (lidt forenklet) kræve, at rentefølsomheden målt i kroner 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. Hertil kommer, at Industriens Pension har et højt reserveniveau.

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 så stor forskel i varigheden på obligationer og Industriens Pensions passiver, at det vil være nødvendigt at tage andre renteinstrumenter end traditionelle 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 foreløbigt valgt at anvende renteswaps og strippede obligationer til at foretage afdækningen. Renteswaps er aftaler om udveksling af fast og variabel rente i en nærmere fastsat periode, mens strippede obligationer er statsobligationer uden løbende rentebetalinger (såkaldte nul kupon-obligationer), hvorfor de har højere varighed end traditionelle obligationer.

¹ Modificeret varighed angiver den procentvise ændring i kursværdien ved en renteændring på 1 %-point.

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 – 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 aktiverne og passiverne under forskellige antagelser om udviklingen i risikofaktorerne, herunder rente og aktiekurser. Industriens Pension arbejder løbende med udvikling af sådanne beslutningsgrundlag.

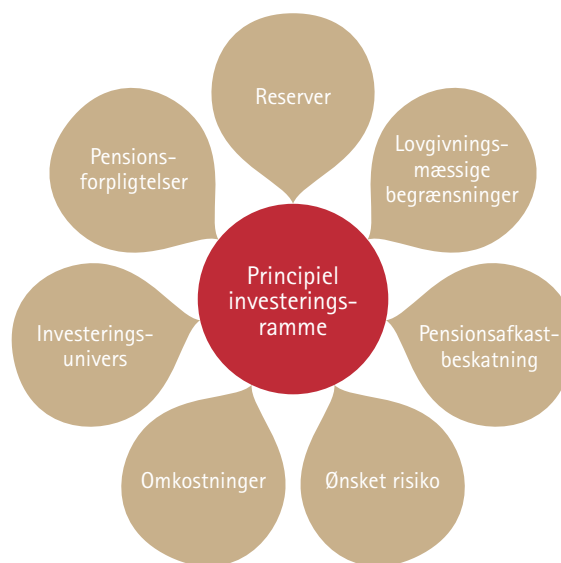
Det langsigtede forventede afkast kan øges ved at øge investeringerne i de aktivklasser, der giver det højeste forventede afkast, men også er forbundet med de største risici. Det gælder først og fremmest aktier, men også f.eks. virksomhedsobligationer og emerging markets obligationer.

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

Den principielle ramme fastlægger det overordnede niveau for den samlede investeringsrisiko – risikobudgettet.

Omkring den principielle investeringsramme fastlægger bestyrelsen for hver aktivtype et råderum, inden for hvilket aktivtypens andel af de samlede investeringsaktiver kan

Figur 1 Fastsættelse af den principielle investeringsramme



Mange faktorer indgår i beslutningen om den principielle investeringsramme.

variere. Inden for disse råderum kan tages taktiske beslutninger om over- eller undervægt af de forskellige aktivtyper i forhold til den principielle ramme. Disse beslutninger foretages løbende ud fra den forventede udvikling på de forskellige værdipapirmarkeder. Den taktiske allokering besluttet af en investeringskomite bestående af direktør, finansdirektør, ansvarshavende aktuar og investeringschef.

Industriens Pensions principielle investeringsramme for 2004 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 således 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 positive eller negative positioner i de enkelte aktier i forhold

til benchmark-andelen, mens andre managere, som følge af deres investeringsstil, kun vil bidrage med lidt risiko til den samlede portefølje.

Industriens Pension er i færd med at opbygge en managerstruktur, der udelukkende indeholder managere, der kun dækker et givent geografisk område, eventuelt også kun en nærmere specificeret del af aktierne inden for dette område, for eksempel de største selskaber. Fordelen ved en sådan regional struktur er blandt andet, at porteføljemanagerne kan udvælges således, at der for hver region anvendes netop den type manager, hvis investeringsfilosofi og -proces for-

Tabel 1 Investeringsramme for 2004

Aktivtype	Benchmark	Principiel investeringsramme 2004 %	Faktisk fordeling 2004 (min.-max.) %	Faktisk fordeling ultimo 2004 %
Nominalobligationer, danske guldrandede	Referenceportefølje ¹⁾	37,5	27,8 – 37,4	27,8
Nominalobligationer, udenlandske guldrandede	Referenceportefølje ²⁾	15	11,0 – 15,4	14,4
Indeksobligationer, danske guldrandede	Referenceportefølje ³⁾	5	6,2 – 9,7	9,7
Obligationer, udenlandske, investment grade virksomhedsobligationer	-	0	-	-
Obligationer, udenlandske, high yield virksomhedsobligationer	J.P. Morgan High Yield Index valutaafdækket, opgjort i danske kroner	5	5,0 – 6,1	6,0
Obligationer, udenlandske, emerging markets	J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified, valutaafdækket, opgjort i danske kroner	5	4,8 – 6,0	5,9
Aktier, danske	Københavns Fondsbørs totalindeks KAX inkl. udbytte	10	8,2 – 10,4	10,4
Aktier, udenlandske	MSCI ⁴⁾ World ekskl. Danmark inkl. udbytte, 75% valutaafdækket, opgjort i danske kroner	20	20,3 – 22,4	22,4
Unoterede investeringer	- ⁵⁾	2,5	1,6 – 2,1	2,0
Ejendomme	-	0	0,2 – 0,3	0,2
Kontant	-	0	1,2 – 3,5	1,2
I alt	Vægtet gennemsnit ⁶⁾	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 virksomhedsobligationer	T. Rowe Price	Fundamental
Obligationer, udenlandske, high yield virksomhedsobligationer	MacKay Shields (fra juli 2004)	Fundamental
Obligationer, udenlandske, emerging markets	Morgan Stanley	Makrobaseret, værdibias
<i>Aktier</i>		
Aktier, danske	Alfred Berg (til september 2004)	Fundamental, aktieudvælgelse, medium/høj risiko
	Industriens Pension	Lav risiko
Aktier, udenlandske	Nordea Investment Management (globalt) (til december 2004)	Tematisk, vækstbias, medium risiko
	Fidelity Investments (globalt)	Fundamental, aktieudvælgelse, lav risiko
	Invesco (USA, større selskaber)	Kvantitativ, aktieudvælgelse, lav risiko
	Quantitative Management (USA, større selskaber) (fra januar 2005)	Kvantitativ, aktieudvælgelse, lav risiko
	AXA Rosenberg (USA, mindre og mellemstore selskaber)	Kvantitativ, aktieudvælgelse, medium/høj risiko
	Capital International (Europa)	Fundamental, aktieudvælgelse, medium risiko
	State Street Global Advisors (Japan) (fra juli 2004)	Kvantitativ, aktieudvælgelse, medium risiko
Pictet (emerging markets)	Fundamental, aktieudvælgelse, værdiorienteret, medium/høj risiko	

ventes at resultere i det bedste resultat med hensyn til afkast og risiko. Dermed opnås den bedste udnyttelse af det samlede risikobudget. For eksempel viser erfaringerne, at det er svært at skabe merafkast i forhold til markedsafkastet ved investering i de største amerikanske selskaber. Derfor vælges der porteføljemanagere, hvis filosofi kun indebærer små risici i forhold til benchmark (markedet), til at investere i disse aktier. Da der omvendt er ganske gode muligheder for at skabe merafkast ved investering i aktier i de såkaldte emerging markets, anvendes der porteføljemanagere med en højere risikoprofil på disse markeder.

Også omkostningerne er en væsentlig faktor ved tilrettelæggelse af porteføljemanagerstrukturen. Arten og omfanget af analyseressourcer er afgørende for managernes

omkostninger, og disse afhænger af investeringsprocessen. Omkostningerne ved ekstern forvaltning kan derfor være meget forskellige for forskellige typer af porteføljemanagere, og også størrelsen af de enkelte manageres mandater har betydning for omkostningerne.

Industriens Pensions aktiver har nu nået en størrelse, der muliggør en sådan regional struktur. Den begrænsede størrelse af investeringsaktiverne har hidtil betydet, at det ikke har været muligt at sprede aktiverne på så mange mandater, da mange af de eksterne mandater ville blive ganske små og dermed uforholdsmæssigt dyre.

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 noterede investeringer skal være i Danmark, mens resten fordeles på Europa og USA med en overvægt af Europa. Der investeres både i "buyouts" (køb af eksisterende virksomheder) og "venture" (investering i nye virksomheder) med mål om overvægt af førstnævnte. I Europa vil der være overvægt af buyout investeringer, mens der i USA vil være overvægt af venture investeringer. Desuden investeres en mindre andel i andre typer, f.eks. mezzanin kapital. På lidt længere sigt er det målet, at noterede inve-

steringer skal udgøre 5% af de samlede aktiver, hvilket betyder, at der skal gives tilsagn på ca. 1 mia. kr. om året.

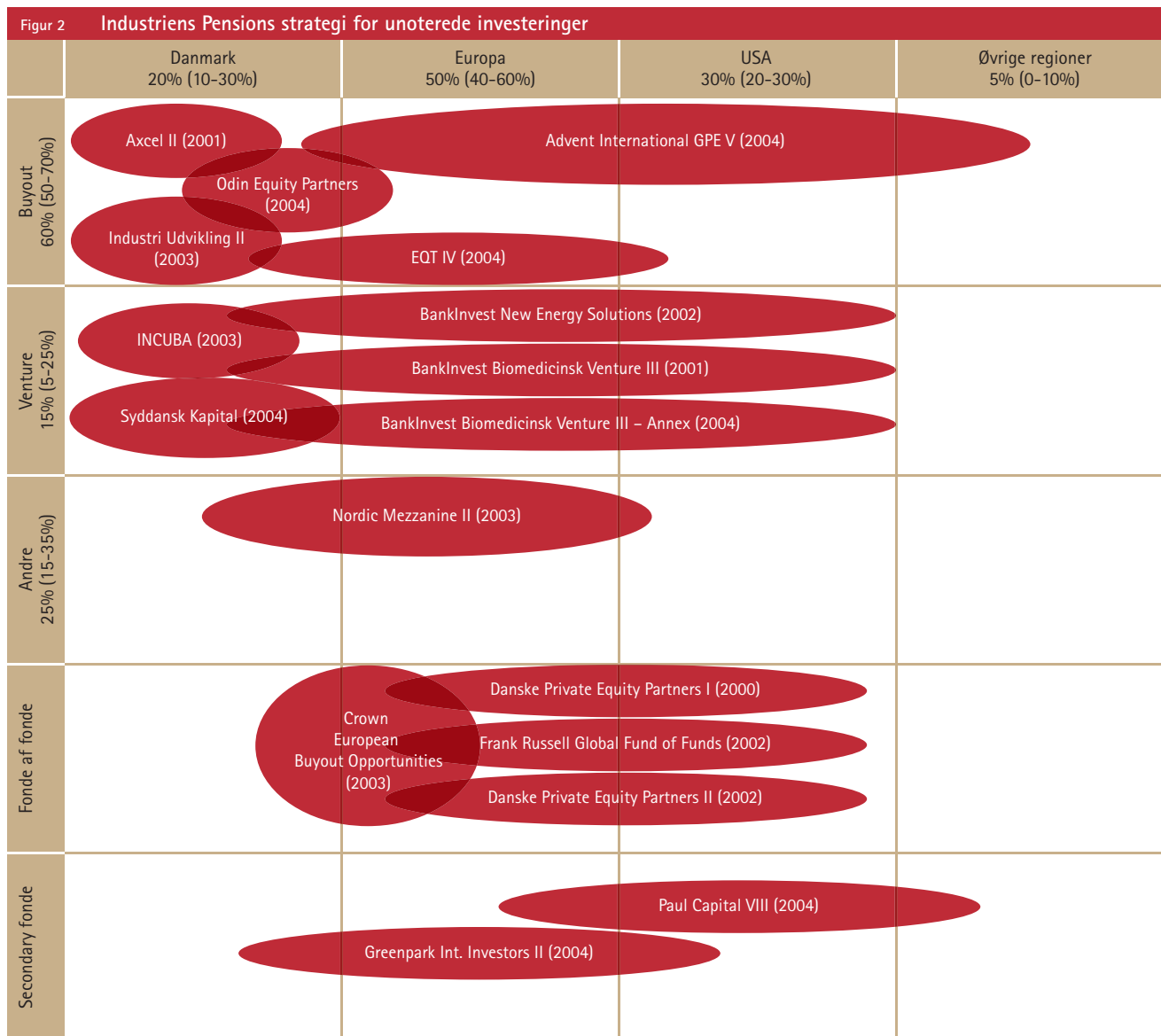
Tidligere – i opbygningsfasen – har Industriens Pension i et vist omfang investeret gennem fonde af fonde, det vil sige i fonde, der investerer den indskudte kapital i en række fonde, med henblik på allerede fra starten at opnå en fornuftig risikospredning. Denne investeringsform indebærer imidlertid et højt omkostningsniveau, og efter at investeringerne har fået et større omfang, sker investeringer gennem fonde af fonde kun på udvalgte markedssegmenter. En del af de således sparede omkostninger er anvendt på at sikre et højt internt kompetenceniveau på området, således at der nu er intern kompetence til at investere direkte i fonde.

Ultimo 2004 samarbejdede Industriens Pension med de i tabel 3 nævnte fonde og investeringsselskaber.

Tabel 3 Industriens Pensions noterede investeringer

Porteføljemanager	Type	Investeringsområde	Geografisk dækning
Axcel II	Investeringsselskab	Buyout, flere brancher	Nordeuropa, især Danmark
BankInvest Biomedicinsk Venture III	Fond	Venture, biomedicin	Globalt
BankInvest Biomedicinsk Venture III – Annex	Fond	Venture, biomedicin	Globalt
BankInvest New Energy Solutions	Fond	Venture, alternativ energi	Europa
INCUBA Venture I	Fond	Venture, flere brancher	Danmark
Industri Udvikling II	Fond	Buyout, flere brancher, mindre selskaber	Danmark
Odin Equity Partners	Fond	Buyout, flere brancher	Danmark
Syddansk Kapital I	Fond	Venture, flere brancher	Danmark
Advent International GPE V	Fond	Buyout, flere brancher	USA, Europa
Crown European Buyout	Fond af fonde	Buyout, flere brancher	Europa
Danske Private Equity Partners	Fond af fonde	Buyout, venture, flere brancher	USA, Europa
Danske Private Equity Partners II	Fond af fonde	Buyout, venture, flere brancher	USA, Europa
EQT IV	Fond	Buyout, flere brancher	Nordeuropa
Frank Russell Private Equity	Fond af fonde	Buyout, venture, flere brancher	Globalt
Greenpark International Investors II	Fond	Buyout, venture, flere brancher (secondary) ¹⁾	Globalt
Nordic Mezzanine Fund II	Fond	Mezzanin kapital	Europa, især Norden
Paul Capital Partners VIII	Fond	Buyout, venture, flere brancher (secondary) ¹⁾	Globalt

1) En secondary fond investerer i andele af fonde, der sælges af andre investorer, som ikke længere ønsker den pågældende investering.



De hidtidige noterede investeringer dækker bredt indenfor den formulerede strategi.

I figur 2 er vist, hvordan de enkelte fonde udfylder rammerne i Industriens Pensions strategi for noterede investeringer.

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

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 balancen. Dette nøgletal udtrykker, hvor meget der med en given sandsynlighed – i Industriens Pension 97,5% – maksimalt kan tabes inden for en given tidshorisont (i Industriens Pension 3 måneder). Nøgletallet er blandt andet 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 2004, udgjorde ved den aktuelle størrelse af investeringsaktiverne ultimo 2004 1.340 mio. kr. beskrevet ved Value at Risk, 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 renterisiko

for alle nominalobligationer (inkl. strategisk afdækning af passivernes renterisiko) i den principielle ramme udgjorde, ved den aktuelle størrelse af investeringsaktiverne ultimo 2004, 7,6% svarende til 1.252 mio. kr.. Som ovenfor kan dette siges at være den neutrale renterisiko.

Value at Risk for den aktuelle portefølje udgjorde ca. 1.240 mio. kr. ultimo 2004, altså lidt under den principielle ramme.

Den samlede renterisiko på den aktuelle portefølje inkl. den strategiske renteaftækning udgjorde 7,3% svarende til 1.098 mio. kr., altså også lidt under den principielle ramme.

Da der som følge af markedsværdireglerne er renterisiko på både aktiver og passiver, vil udviklingen i de frie reserver ved renteændringer afhænge af både kursændringer på obligationer på aktivsiden og ændring i markedsværdien af forpligtelserne på passivsiden. De frie reserver udgjorde ultimo 2004 7.700 mio. kr.. Renterisikoen for de frie reserver udgjorde inkl. strategisk afdækning af renterisiko 2.500 mio. kr. ultimo året, jævnfør tabel 5. Det vil sige, at et rentefald på 1 %-point ville reducere de frie reserver med 2.500 mio. kr.

Value at Risk for de frie reserver udgjorde 2.250 mio. kr. ultimo 2004, hvilket kan oversættes til, at der statistisk set kun var 2,5% sandsynlighed for et reserveniveau under 5.450 mio. kr. i løbet af 1. kvartal 2005.

Tabel 4 Risiko på principiel ramme og aktuel portefølje

	Principiel ramme			Aktuel portefølje		
	mio. kr.	Andel af aktiver %	Varighed %	mio. kr.	Andel af af aktiver %	Varighed ¹⁾ %
Ultimo 2004						
VaR (3 mdr.) inkl. strategisk afdækning	1.340	4,8	–	1.240	4,4	–
Total renterisiko inkl. strategisk afdækning	1.252	4,5	7,6	1.098	3,9	7,3
– Heraf nominalobligationer	655	2,4	4,3	501	1,8	3,9
– Heraf strategisk afdækning	597	2,1	27,5	597	2,1	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		
		Andel af frie reserver
Ultimo 2004	mio. kr.	%
VaR frie reserver ¹⁾	2.250	29
Renterisiko frie reserver ¹⁾	2.500	32
Tab af basiskapital i rødt scenarie	398	-
Overdækning basiskapital rødt scenarie	1.977	-
Tab af basiskapital i gult scenarie	735	-
Overdækning basiskapital gult scenarie	1.640	-

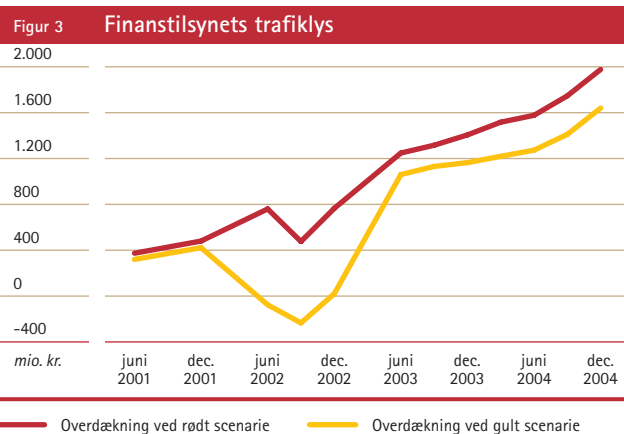
Anm.: Alle nøgletal er efter skat.

1) Effekt efter påvirkning af både aktiv- og passiv siden.

Tilsynsmyndigheden for Industriens Pension, Finanstilsynet, stiller krav om, at 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 indberetningskemaet 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 investeringsstrategien.



Industriens Pension har stor overdækning af basiskapital ved både rødt og gult lys.

Det ses i tabel 5 og figur 3, at Industriens Pension er langt fra at være i såvel rødt som gult lys. Hvis Industriens Pension var overgået til markedsværdiprincippet allerede i 2002 og ikke først i 2003, ville selskabet ikke have været i gult lys i 2002. Det er endvidere værd at bemærke, at afstanden til de røde og gule lys bliver endnu større, når Industriens Pension forventeligt i 2005 begynder at anvende en rentestruktur til at diskontere passiverne i stedet for finanstilsynets diskonteringsrente (ved en stigende rentestruktur, som først i 2005).

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 såkaldte emerging markets. 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 investeringsrisiciene har Industriens Pension fastsat grænser for maksimale rente-, valuta- og modpartsrisici, der er strammere end lovgivningens krav.

Risikoen på obligationsporteføljerne styres bl.a. ved hjælp af begrebet modificeret varighed, der angiver den procentvise ændring i obligationernes kursværdi ved en renteændring på 1 %-point. 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.

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 viser, hvordan den samlede aktivt forvaltede renterisiko har udviklet sig i 2004.

Lovgivningen fastslår, at højst et beløb svarende til 40% af de forsikringsmæssige hensættelser må være investeret i samme obligationsudstedende institut. I tabel 7 ses Industriens Pensions investeringer i de største obligationsudstedende institutter ultimo 2004.

Tabel 7 Største obligationsinvesteringer fordelt på udstedende institutter

Ultimo 2004		
Udstedende institut	Markedsværdi mio. kr.	Andel af samlede investeringsaktiver %
Nykredit	3.595	12,9
Realkredit Danmark	3.141	11,3
BRFKredit	1.175	4,2
Nordea Kredit	1.121	4,0
KommuneKredit	466	1,7

Tabel 8 Største statsobligationsinvesteringer i emerging markets

Ultimo 2004		
Land	Markedsværdi mio. kr.	Andel af samlede investeringsaktiver %
Brasilien	244	0,9
Mexico	223	0,8
Rusland	196	0,7

Obligationinvesteringer 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. I tabel 8 ses kursværdien af de største obligationsinvesteringer i emerging markets ved udgangen af 2004.

Tabel 6 Renterisiko på obligationer

	Ultimo 2003	Ultimo marts 2004	Ultimo juni 2004	Ultimo sept. 2004	Ultimo 2004
<i>Nominalobligationer</i>					
Varighed/risiko (%) ¹⁾	7,9	7,5	7,4	7,3	7,3
Gevinst/tab ved renteændring ²⁾ på 1 %-point (mio. kr.)	1.074/1.140	1.082/1.193	1.083/1.068	1.045/1.051	1.120/1.075
<i>Indeksobligationer</i>					
Varighed/risiko (%)	6,5	6,5	7,4	9,1	9,3
Gevinst/tab ved realrenteændring på 1 %-point (mio. kr.)	100	98	135	222	251

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.

For aktieporteføljerne anvender Industriens Pension bl.a. tracking error 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 ligger tracking error samlet set typisk i niveauet 2-4%, hvilket betyder, at afkastet statistisk set kun hvert tredje år vil ligge mere end 2-4 %-point fra benchmarkafkastet. I 2004 var tracking error for Industriens Pensions udenlandske aktier 2,4% og for de danske aktier 1,6%.

De 10 største aktieinvesteringer i Danmark og udlandet ultimo 2004 fremgår af tabel 9 og 10.

Valutarisikoen er begrænset af lovgivningens kongruensregler, og Industriens Pension har derudover fastsat maksimale grænser for den samlede ikke afdækkede 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. For udenlandske aktieinvesteringer afdækkes 75% af valutarisikoen fra de betydende valutaer, med henblik på at minimere den samlede risiko fra aktie- og valutaeksponeringen (aktie- og valutakursbevægelser ophæver i et vist omfang hinanden).

De fastsatte grænser for valutaeksponering fremgår af tabel 11, hvoraf også fremgår de aktuelle uafdækkede valutapositioner ultimo 2004.

Der kan etableres aktive valutamandater med den principielle afdækning som benchmark. Dette har ikke været tilfældet i 2004.

For pengeinstitutter har Industriens Pension fastsat maksimale grænser for det samlede engagement med et enkelt institut, der er strammere end lovgivningens. De aktuelle engagementer ultimo 2004 og grænserne for de pågældende pengeinstitutter fremgår af tabel 12.

Tabel 9 De 10 største aktieinvesteringer i danske selskaber

Ultimo 2004	Markedsværdi mio. kr.	Andel af danske aktier %	Andel af samlede investeringsaktiver %
Selskab			
A.P. Møller - Mærsk	708	24,4	2,5
Danske Bank	424	14,6	1,5
Novo Nordisk	306	10,6	1,1
TDC	181	6,2	0,6
Danisco	100	3,4	0,4
ISS	91	3,1	0,3
Vestas Wind Systems	71	2,4	0,3
Coloplast	70	2,4	0,3
Codan	64	2,2	0,2
GN Store Nord	56	1,9	0,2
I alt	2.071	71,3	7,4

Tabel 10 De 10 største aktieinvesteringer i udenlandske selskaber

Ultimo 2004	Markedsværdi mio. kr.	Andel af uden- landske aktier %	Andel af samlede investeringsaktiver %
Selskab			
Nordea	96	1,6	0,3
General Electric	75	1,3	0,3
Exxon Mobil	75	1,2	0,3
Vodafone	71	1,2	0,3
Microsoft	65	1,1	0,2
Citigroup	55	0,9	0,2
Royal Dutch Petroleum	54	0,9	0,2
Toyota Motor	52	0,9	0,2
Johnson & Johnson	52	0,9	0,2
Bank of America	47	0,8	0,2
I alt	642	10,7	2,3

Tabel 11 Valutarisici			
Ultimo 2004	Andel af samlede investeringsaktiver		Maksimal andel af samlede investeringsaktiver
Selskab	Markedsværdi mio. kr.	%	%
USD	1.375	4,9	20,0
EUR	3.598	12,9	30,0
GBP	100	0,4	10,0
JPY	317	1,1	10,0
Emerging markets	638	2,3	5,0
Øvrige valutaer	390	1,4	5,0
- Heraf største position (CHF)	187	0,7	2,0

Tabel 12 Modpartsrisici			
Ultimo 2004	Andel af forsikringsmæssige hensættelser		Ramme for modpartsrisici
Pengeinstitut	Indestående og tilgodehavende mio. kr.	%	%
Nordea	473	1,8	5,0
Danske Bank	24	0,1	5,0
Jyske Bank	378	1,4	2,0
Øvrige danske	33	0,1	0,1
Øvrige udenlandske	3	0,0	0,1

Guldrandede indeksobligationer

At obligationer betegnes som guldrandede betyder, at de frembyder særlig høj sikkerhed.

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, i Danmark oftest 2,5%.

Da indeksobligationers værdi i modsætning til nominalobligationers værdi ikke udhules af inflationen, bidrager de til at sprede risikoen i porteføljen. I Danmark er indeksobligationer primært udstedt af realkreditinstitutter, mens en række lande har udstedt statsobligationer i form af indeksobligationer. Der udstedes ikke nye indeksobligationer i Danmark i dag.

For danske indeksobligationer udstedt før den 1. januar 1999 er det kun kurs-

gevinster, der beskattes, hvis obligationerne er erhvervet til pensionsopsparing. For indeksobligationer udstedt efter denne dato og udenlandske indeksobligationer beskattes både kursgevinster, indeksopskrivning og renter.

Ved udgangen af 2004 var 10% af Industriens Pensions formue placeret i danske guldrandede indeksobligationer. Der var ikke investeret i udenlandske indeksobligationer ultimo 2004.

Omkostningsstyring

Både eksterne og interne investeringsomkostninger overvåges kontinuerligt, da et lavt omkostningsniveau betyder ganske meget for den langsigtede værdi af medlemmernes opsparing. Investeringsomkostningerne kan opdeles i administrations- og transaktionsomkostninger.

Administrationsomkostninger dækker over interne omkostninger til f.eks. investeringspersonale, informations-, rapporterings- og risikostyringssystemer og investeringsfunktionens andel af fællesudgifter, samt over eksterne omkostninger som f.eks. forvaltningsgebyr til porteføljemanagere og gebyr for opbevaring af værdipapirer i depotbanken.

Transaktionsomkostninger indeholder omkostninger ved at købe og sælge værdipapirer, f.eks. kurtage, handelstillæg og -fradrag ved valutahandler og afviklingsgebyr til depotbanken.

Som en del af omkostningsstyringen vurderes det løbende, om 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 både disse og administrationsomkostningerne opgøres for de enkelte porteføljemanagere, for hver aktivklasse og i alt.

Kreditobligationer

Betegnelsen kreditobligationer dækker bredt over obligationer, der ikke anses for guldrandede og altså indebærer en kreditrisiko, det vil sige risiko for, at udstederen ikke overholder sine betalingsforpligtelser. I Industriens Pensions investeringsramme indgår tre typer af kreditobligationer.

Investment grade virksomhedsobligationer 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 at der dog er en kreditrisiko, 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.

High yield virksomhedsobligationer er obligationer udstedt af udenlandske virksomheder, der af de internationale kreditvurderingsbureauer ikke har opnået en topkarakter. På grund af en relativ høj risiko 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 investment grade obligationer, men risikoen vil også være tilsvarende større.

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 også investering i obligationer herfra give et højere for-

ventet afkast end investment grade obligationer, men risikoen vil også være tilsvarende større.

For alle tre typer af kreditobligationer gælder, at det generelt højere forventede afkast er betaling for at påtage sig en større risiko end ved investering i guldrandede obligationer. Investering i kreditobligationer vil desuden 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 2004 var 6% af Industriens Pensions portefølje placeret i high yield virksomhedsobligationer og 6% i emerging markets obligationer, mens der ikke var investeret i investment grade virksomhedsobligationer.

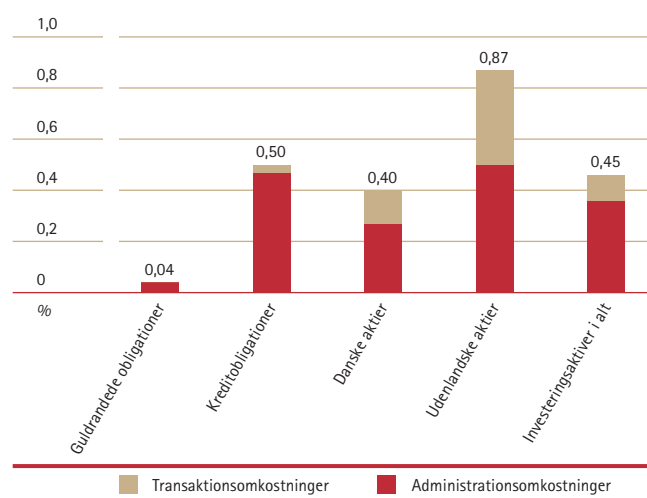
I figur 4 er Industriens Pensions investeringsomkostninger i forhold til den forvaltede formue illustreret, både for de totale investeringsaktiver og for hver aktivtype. Omkostningerne er opdelt i administrations- og transaktionsomkostninger, og det skal bemærkes, at sidstnævnte allerede er modregnet i investeringsafkastet, i og med at de har reduceret porteføljens værdi ved transaktionernes gennemførelse.

Det ses, at de samlede investeringsomkostninger udgjorde 0,45% af den gennemsnitlige portefølje i 2004. Heraf var 0,35% administrationsomkostninger og 0,10% transaktionsomkostninger.

Det ses endvidere, at der er ganske store forskelle på investeringsomkostningerne for de forskellige aktivklasser, idet aktiver, der administreres internt, generelt er forbundet med den laveste omkostningsprocent. Derfor vurderes det også løbende, om de generelt lavere omkostninger ved intern forvaltning overstiger værdien af at anvende eksterne porteføljemanagere, med de fordele det har for det forventede afkast og risiko. Konklusionen på dette afhænger af aktivernes størrelse, men i høj grad også af hvilken aktivklasse, der er tale om, idet der f.eks. ved udenlandske aktier er åbenlyse fordele ved at kombinere en række porteføljemanagere, hver med deres geografiske område og investeringsfilosofi. Relativt dyre eksterne managere kan således blive anvendt, hvis det forventede afkast af disse mere end opvejer den højere omkostning. Jo større Industriens Pensions investeringsaktiver bliver, jo vigtigere bliver disse overvejelser.

Omkostninger i forbindelse med Industriens Pensions unoterede investeringer kan endnu ikke vurderes på samme måde som omkostninger ved noterede værdipapirer. Det skyldes, at Industriens Pensions unoterede investeringer endnu befinder sig i en opbygningsfase, hvor der anvendes mange ressourcer på at investere et relativt lille beløb. Det forstærkes af, at der ved investering gennem fonde oftest forløber flere år, før et givent tilsagn er blevet investeret. Industriens Pensions tilsagn på området udgjorde f.eks. ca. 5 gange det investerede beløb ved udgangen af 2004.

Figur 4 Investeringsomkostninger i forhold til investeringsaktiver



Der er stor forskel i både transaktions- og administrationsomkostninger mellem aktivtyperne.

Markedsudviklingen

Den økonomiske udvikling

2004 var præget af god aktivitet i verdensøkonomien. Aktiviteten var dog ulige fordelt, idet Asien med Kina i spidsen og USA havde ganske høj økonomisk vækst, mens Europa haltede bagefter. Samtidig var året påvirket af en kraftig stigning i olieprisen, som dog ikke påvirkede væksten nær så mærkbart, som det sås ved oliekriserne i 70'erne.

Den amerikanske handelsbalance blev løbende forværret igennem 2004. Dette var medvirkende årsag til, at kursen på amerikanske dollar i den sidste del af året faldt i forhold til de europæiske valutaer.

Den europæiske økonomi var præget af relativ lav økonomisk vækst, men dog en stigning i forhold til 2003. Den økonomiske vækst i ØMU-området lå på ca. 1,7% i 2004. Arbejdsløsheden forblev derfor på et højt niveau. Det var især det lave private forbrug i Europa og de relativt lave investeringer, som holdt den økonomiske vækst nede, mens eksporten bidrog positivt. Eksporten blev dog dæmpet af stigningen i euro-kursen. Inflationen i Europa lå på et moderat niveau i 2004, især når energi og fødevarer korrigeres ud. De offentlige finanser i ØMU-området viste fortsat et underskud i 2004.

Dansk økonomi udviste med 2,0% i 2004 en højere vækst end den europæiske generelt. Dansk økonomi blev drevet af privatforbruget, der blev underbygget af skattelettelserne, de fortsatte stigninger i ejendomsmarkedet og nye typer af boliglån. Væksten i investeringerne lå også på et højere niveau end i resten af Europa. De offentlige finanser viste fortsat et overskud i 2004.

Danske kroner lå stabilt i forhold til euroen igennem 2004 og fulgte dermed euroen op i forhold til amerikanske dollar, japanske yen og engelske pund.

Emerging market landene har i 2004 fortsat den positive udvikling underbygget af lave renter, stigende global økonomisk vækst og fortsat høje råvarepriser.

Obligationsmarkederne

Den solide økonomiske vækst i USA fik renterne til at stige i 1. halvår af 2004, men bl.a. en uventet lille stigning i nye arbejdspladser i USA og de stigende oliepriser gjorde, at de amerikanske obligationsrenter faldt i 2. halvår, og den 10-årige statsobligationsrente sluttede i samme niveau som ved årets start. Medvirkende til rentefaldet i 2. halvår var også, at de japanske og kinesiske centralbanker løbende købte amerikanske statsobligationer op for at mindske yenens stigning overfor US-dollar, og begrænse presset for en revaluering af den kinesiske renminbi. For at hæmme inflationen satte den amerikanske centralbank fra juni og frem den ledende officielle rente op 5 gange, således at den sluttede året i 2,25% mod 1% ved årets start.

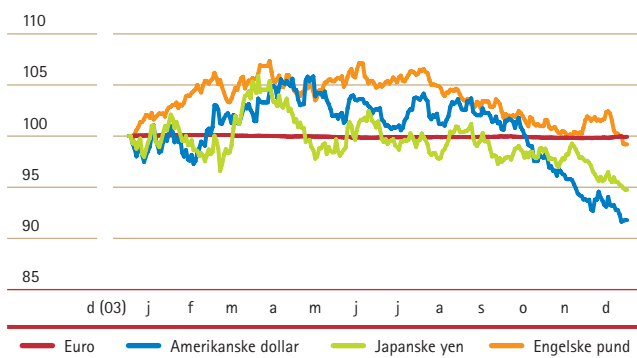
Obligationsrenterne i Europa steg en smule i 1. halvår af 2004, men den lave økonomiske vækst og begrænsede inflation gjorde, at obligationsrenterne faldt i årets 2. halvdel og sluttede på et lavere niveau end ved årets start. Den europæiske centralbank ECB holdt da også de officielle renter uændrede igennem året.

Den solide danske økonomi betød, at Nationalbanken kunne fastholde den lille renteforskel på 0,15 %-point til ØMU-området.

Renten på langtløbende tyske obligationer har i 2004 svinget mellem 4,3% og 3,7%, mens renten på langtløbende danske statsobligationer har svinget mellem 4,5% og 3,8%. Ultimo året var renten 3,8% i Danmark og 3,7% i Tyskland. Renteforskellen mellem danske og tyske langtløbende obligationer har ligget mellem 0,1 og 0,2 %-point.

Obligationsmarkederne var i 2004 præget af, at renten på obligationer med lang løbetid faldt mere end renten på obligationer med kortere løbetid. Det skyldes, at forhøjelsen af officielle korte renter i USA påvirkede obligationer med kortere løbetider, samtidig med at langsigtede investorer, blandt andet pensionselskaber, købte op i langtløbende obligationer.

Figur 5 Udviklingen i de vigtigste valutakurser i 2004, indekseret



Danske kroner og euro blev styrket over for de fleste valutaer i 2004.

Figur 7 Udvikling i renteforskel mellem realkredit- og statsobligationer (målt på 30-årige realkredit- og 10-årige statsobligationer) i 2004

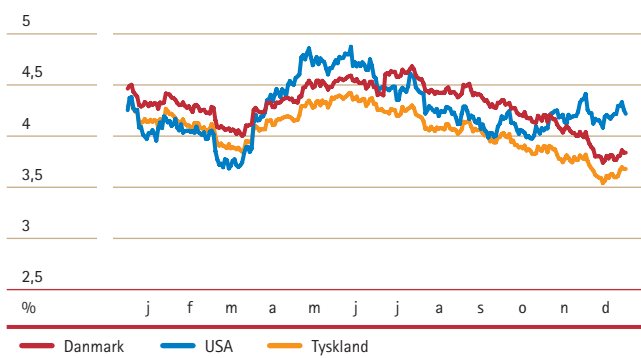


Renteforskellen mellem lange statsobligationer og realkreditobligationer blev forøget i 2. halvår 2004.

Renten på lange danske realkreditobligationer lå i 1. halvdel af 2004 mellem 1,0% og 1,2% over langtløbende danske statsobligationer, men som følge af rentefaldet i 2. halvår blev renteforskellen udvidet til 1,4% -1,5% ved slutningen af 2004.

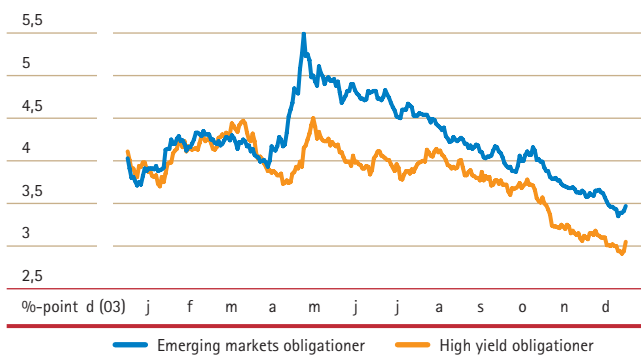
Danske indeksobligationer udviklede sig positivt i 2004. Realrenten på langtløbende indeksobligationer faldt fra 2,8% til 2,1%, og indekstilskrivningen var på 2,1%. Hermed

Figur 6 Renteudvikling for 10-årige statsobligationer i Danmark, Tyskland og USA i 2004



Den økonomiske udvikling i 2004 førte til generelt stigende lange renter i 1. halvår og faldende i 2. halvår.

Figur 8 Renteforskel fra emerging markets – og high yield obligationer til amerikanske statsobligationer i 2004



Risikopræmien på high yield- og emerging markets obligationer blev formindsket gennem 2004.

var lange indeksobligationer blandt de danske obligationer, som gav det bedste afkast i 2004.

Obligationer i emerging markets udviklede sig igen i 2004 positivt. Lave renter, forsat høje råvarepriser og stigende vækst i bl.a. USA betød et fald i den risikopræmie, som markedet krævede for at investere i emerging markets obligationer. Også den stigende outsourcing af opgaver fra de gamle industrilande til emerging markets landene bidrog

til en forbedring af den økonomiske situation for disse. Således faldt merrenten på markedsindekset for emerging markets obligationer i forhold til amerikanske statsobligationer fra 4,0% til 3,4% igennem 2004, hvilket betød et attraktivt afkast for emerging markets obligationer.

Markedet for high yield virksomhedsobligationer var ligeledes positivt i 2004. Også her bidrog kombinationen af lave renter og høj økonomisk vækst til stigende indtjening. Et lavt antal betalingsstandsninger i de virksomheder, som udsteder obligationer i high yield gruppen, påvirkede ligeledes afkastet positivt. Det betød, at merrenten på markedsindekset for high yield obligationer i forhold til amerikanske statsobligationer faldt fra 4,1% til 2,9% igennem 2004, med et højt afkast på high yield obligationer til følge.

Aktiemarkederne

I 2004 sås aktiekursstigninger på samtlige af verdens regioner. Verdensmarkedet målt ved MSCI-indekset steg med 9,7% i lokal valuta. På trods af en ganske forskellig økonomisk situation i USA, Japan og Europa lå afkastene i samme niveau i de tre regioner. Dette kan bl.a. tilskrives forskelle i forventninger og dermed prissætning ved indgangen til året.

Det amerikanske aktiemarked gav et afkast på 8,9%. Aktiekurserne var positivt påvirket af den faldende dollar, som styrkede eksportvirksomhedernes konkurrenceevne, det lave renteniveau og en god indtjeningsvækst. Forventninger om stigende renter og de stigende oliepriser trak dog den modsatte vej.

De europæiske aktier viste en stigning på 9,4%. Markedet var negativt påvirket af faldet i den amerikanske dollar, men fik til gengæld positive input fra vækst i eksporten, og endvidere var markederne relativt lavt prissat ved indgangen til året.

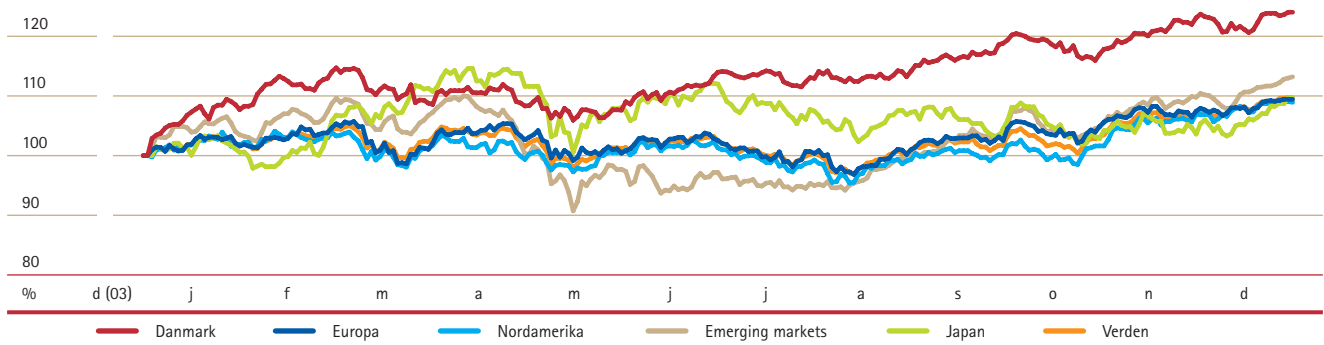
Det japanske marked gav et afkast på 9,7% i 2004. Markedet nød godt af forbedrede makroøkonomiske nøgletal i starten af året, men blev senere dæmpet af de stigende råvarepriser, samt frygt for stigende amerikanske renter og dermed faldende efterspørgsel på det amerikanske marked.

Den positive økonomiske udvikling i de fleste emerging markets lande, støttet af den lave rente samt øget appetit på risiko, betød, at aktier fra emerging markets samlet set steg med 13,2% i lokal valuta.

Det danske aktiemarked gav et afkast på 24,0% i 2004. Den gode udvikling på det danske aktiemarked skyldtes en god dansk økonomi, der gavne de indenlandsk eksponerede selskaber, heriblandt finans- og byggerelaterede selskaber. Endvidere var mindre virksomheder, som de fleste danske er i international sammenhæng, generelt i fokus i 2004, og endelig overraskede en række danske virksomheder med positive nyheder.

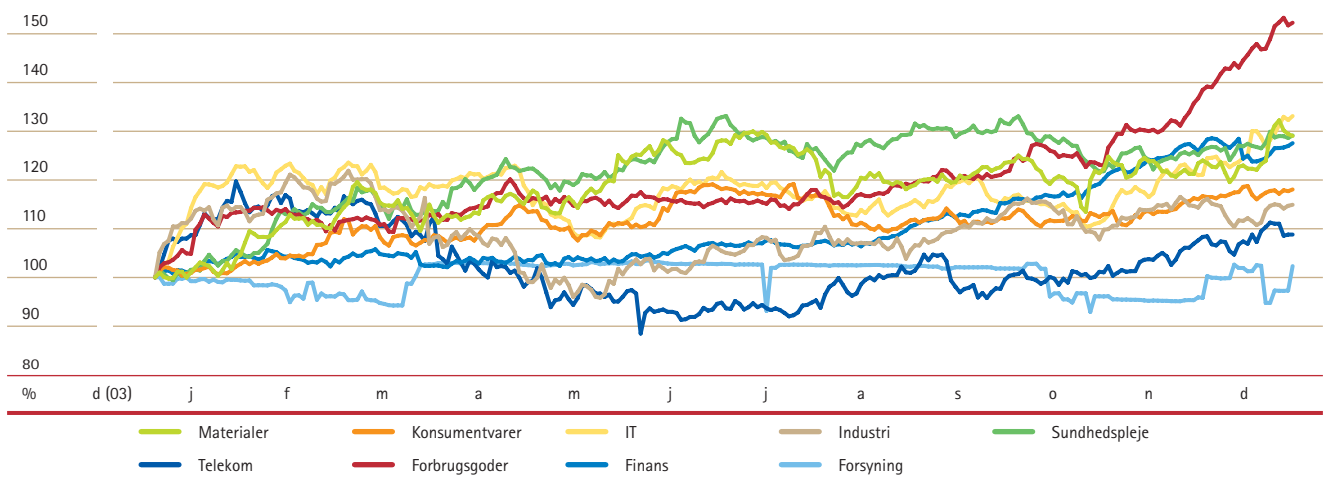
På det danske marked klarede forbrugsgodesektoren sig klart bedst med et afkast på 52,3%, men også IT med 33,1% og sundhedspleje med 29,1% gav høje afkast. Telekommunikation med 8,8% og industrisektoren med 14,9% lå derimod i den lavere ende.

Figur 9 Afkastet på udvalgte aktiemarkeder i 2004 (indekseret, opgjort i lokal valuta)



Der var kursstigninger på alle aktiemarkeder i 2004. Danmark og emerging markets klarede sig bedst målt i lokal valuta.

Figur 10 Sektorafkast på Københavns Fondsbørs i 2004, indekseret



Sektoren forbrugsgoder gav det højeste positive afkast blandt danske aktier i 2004.

Investeringer og afkast

Resultatet af Industriens Pensions investeringsvirksomhed består dels af resultatet af den aktive forvaltning af investeringsaktiverne, dels resultatet af den strategiske afdækning af renterisikoen på passiverne. 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 eksklusiv den strategiske afdækning.

Inklusive strategisk afdækning af renterisiko gav porteføljen et afkast på 10,3% før og 8,7% efter pensionsafkastskat.

Investeringsaktiverne, eksklusiv den strategiske afdækning af renterisikoen, gav i 2004 et afkast på 9,2% før og 7,8% efter pensionsafkastskat. Det i øvrigt gode resultat var lidt mindre end afkastet på benchmark, der var henholdsvis 10,1% og 8,5% før og efter pensionsafkastskat.

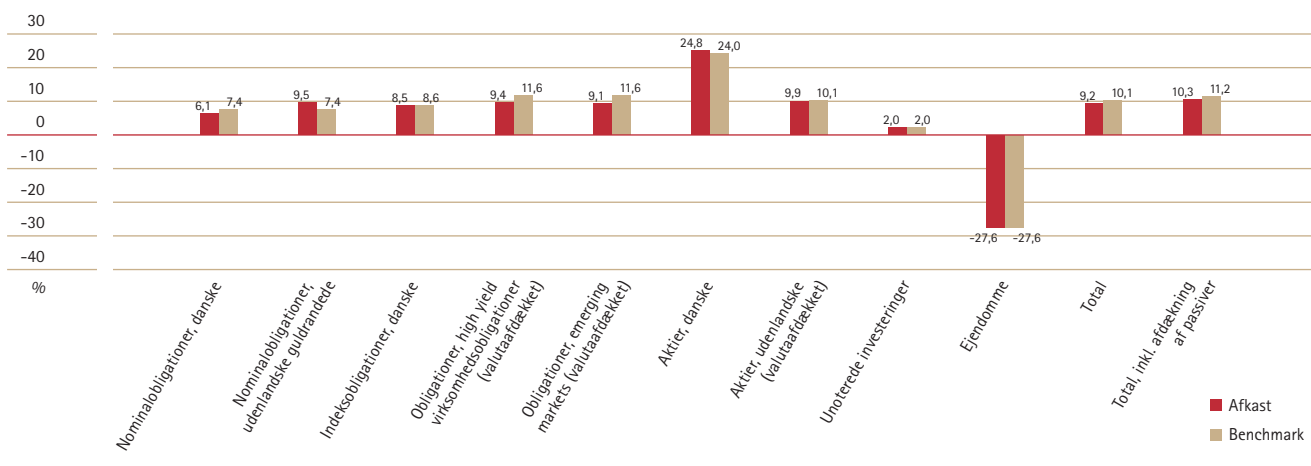
At afkastet inklusive afdækningen var højere skyldes, at faldet i de lange obligationsrenter medførte et højt afkast af den strategiske afdækning.

I de lovpligtige nøgletal i regnskabet er afkastet før og efter pensionsafkastbeskatning henholdsvis 10,0% og 8,4%. Der vil 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), 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.

De officielle nøgletal beregnes inklusive både direkte og indirekte omkostninger, og beregnes på hele balancen (inklusive tilgodehavende bidragsbetalinger). Desuden kan løbende indbetalinger og store kursudsving i løbet af året bevirke, at nøgletallene giver et mindre præcist billede af det opnåede investeringsafkast.

Figur 11 Afkast af aktivtyper og deres benchmark i 2004



Danske aktier gav det højeste afkast i 2004.

I figur 11 ses afkastet af Industriens Pensions investeringer i 2004 sammenholdt med anvendte referenceafkast (benchmark). Det ses, at danske aktier gav det højeste afkast, mens hovedparten af de øvrige aktivklasser gav et pænt og ret ens afkast. Afkastet på ejendomme hidrører alene fra Industriens Pensions domicilejendom, hvor der i 2004 blev udført omfattende forbedrings- og vedligeholdelsesarbejder.

Tabel 13 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 over- eller undervægtning af regioner.
- Timing, der kan opfattes som et residual, der skyldes, at dispositioner ikke kun foretages primo eller ultimo opgørelsesperioden.

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 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 investeringerne på flere forskellige selskaber. Markedsrisikoen, der hænger sammen med generelle økonomiske forhold, kan mindskes ved også at investere i udenlandske aktier, herunder for eksempel emerging markets, og på forskellige sektorer. Markedsrisikoen hænger nemlig sammen med udviklin-

gen i de enkelte lande og sektorer, og rammer aktierne bredt i de pågældende lande og sektorer.

Ved udgangen af 2004 var 10% af Industriens Pensions portefølje placeret i danske aktier og 22% i udenlandske aktier.

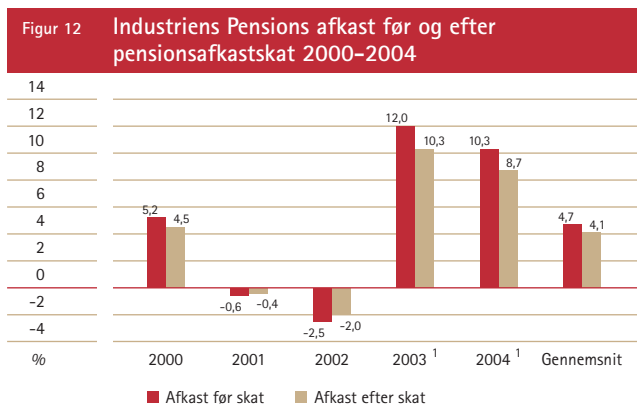
Tabel 13 Væsentlige bidrag til merafkast

2004	Bidrag %-point
Taktisk	-0,53
Undervægt guldrandede obligationer	+0,15
Undervægt danske aktier	-0,19
Øvrige i alt	-0,49
Aktivklassesammensætning	-0,39
Guldrandede obligationer	-0,16
High yield obligationer	-0,11
Emerging markets obligationer	-0,12
Øvrige i alt	0,00
Timing	+0,05
Samlet merafkast	-0,87

De taktiske dispositioner stod for godt halvdelen af forskellen til benchmark-afkastet. På aktivklassesammensætningen skyldtes det moderat lavere afkast end benchmark små underafkast i forhold til benchmark for flere af porteføljemanagerne.

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 8,2% før pensionsafkastskat og 7,0% efter.



1) I 2003 og 2004 er afkastet inkl. afdækning af passivers renterisiko. Set over de seneste 5 år har investeringerne givet et tilfredsstillende afkast.

Set over de seneste 5 år har det gennemsnitlige afkast været 4,7% før pensionsafkastskat og 4,1% efter. I tabel 14 ses afkastet af de forskellige aktivtyper år for år i femårsperioden, og i figur 12 ses det samlede afkast før og efter skat.

En analyse af de danske livs- og pensionsforsikringssekskabers afkast og risiko² viser, at Industriens Pensions afkast i perioden 1995–2003 har ligget højest sammenlignet med sammenlignelige selskaber, og i top 10 blandt samtlige selskaber. Samtidig har investeringsrisikoen ligget omkring gennemsnittet.

I tabel 15 er vist Industriens Pensions eksterne og interne porteføljemanagers afkast og merafkast i forhold til benchmark i 2004 og i de seneste 5 år.

I 2004 fortsattes investeringsstrategien fra 2003, det vil sige en mindre overvægt af udenlandske aktier og kreditobligationer i forhold til benchmark og en begrænset rentefølsomhed på de aktivt forvaltede obligationer. Andelen af indeksobligationer blev forøget i sidste halvdel af året.

2) Kirstein Finansrådgivning A/S: Liv og Pension 2003.

Tabel 14 Industriens Pensions afkast 2000–2004

	2000 %	2001 %	2002 %	2003 %	2004 %	Gennemsnit ¹⁾ %	Benchmark ¹⁾ %
Nominalobligationer, danske	7,4	7,8	10,8	5,3	6,1	7,5	7,7
Nominalobligationer, udenlandske guldrandede	-	5,5	12,9	4,3	9,5	8,0	6,2
Indeksobligationer, danske	2,1	6,6	9,9	6,6	8,5	6,7	6,5
Obligationer, high yield ²⁾	-	-	6,7	18,5	9,4	11,4	13,3
Obligationer, emerging markets ³⁾	20,0	13,1	15,0	24,9	9,1	16,3	13,8
Aktier, danske	21,2	-16,7	-25,4	33,9	24,8	4,7	6,1
Aktier, udenlandske ⁴⁾	-8,6	-12,3	-34,0	25,4	9,9	-6,3	-6,2
Unoterede investeringer ⁵⁾	-4,5	-8,4	-10,5	-9,2	2,0	-7,3	-7,3
Ejendomme ⁶⁾	-	-	-0,9	-13,2	-27,6	-18,3	-18,3
Total⁷⁾	5,2	-0,6	-2,5	12,0	10,3	4,7	4,3

1) Geometrisk gennemsnit pro anno for femårsperioden.

2) High yield obligationer indgik først fra den 14. november 2001. Inkl. valutaafdækning.

3) Fra 2002 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 15 Afkast før pensionsafkastskat for Industriens Pensions portefølje-managere

Aktivtype/manager	2004			Gennemsnit 2000-2004		
	Afkast %	Merafkast %	Inform. ratio ¹⁾	Afkast %	Merafkast %	Inform. ratio ¹⁾
<i>Guldrandede obligationer (alle Industriens Pension)</i>	7,2	-0,3	-0,50	7,6	0,0	0,07
Nominalobligationer	6,1	-0,5	-0,81	7,5	0,0	0,00
Indeksobligationer	8,5	-0,2	-0,12	6,7	0,2	0,07
<i>Ikke guldrandede obligationer ²⁾</i>	9,2	-2,4	-1,89	10,3	0,1	0,02
Morgan Stanley	9,1	-2,5	-1,81	12,1	1,7	0,33
T. Rowe Price	9,2	-2,3	-1,60	6,5	-1,6	-0,51
MacKay Shields ³⁾	8,0	-1,4	-	8,0	-1,4	-
<i>Danske aktier</i>	24,8	0,8	0,52	4,7	-0,8	-0,25
Alfred Berg ⁴⁾	23,3	3,7	0,89	32,4	6,3	1,69
Industriens Pension	23,7	-0,4	-0,23	5,1	-0,8	-0,24
<i>Udenlandske aktier ²⁾</i>	9,9	-0,3	-0,11	-6,4	0,2	0,05
Nordea	1,0	-5,2	-2,43	-10,8	-2,5	-0,54
Fidelity	6,1	-0,1	-0,08	-6,9	0,2	0,12
Capital	10,3	-1,6	-0,76	-4,8	-0,4	-0,12
Pictet	15,4	-1,0	-0,24	3,3	6,4	0,90
Invesco	2,1	0,4	0,53	3,9	0,9	1,28
AXA Rosenberg	11,8	3,3	0,99	11,1	3,5	1,06
State Street ⁵⁾	-8,0	0,3	-	-8,0	0,3	-

Anm.: Afkastet er opgjort eksklusiv kontantbeholdninger.

1) Information ratio er defineret som 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.

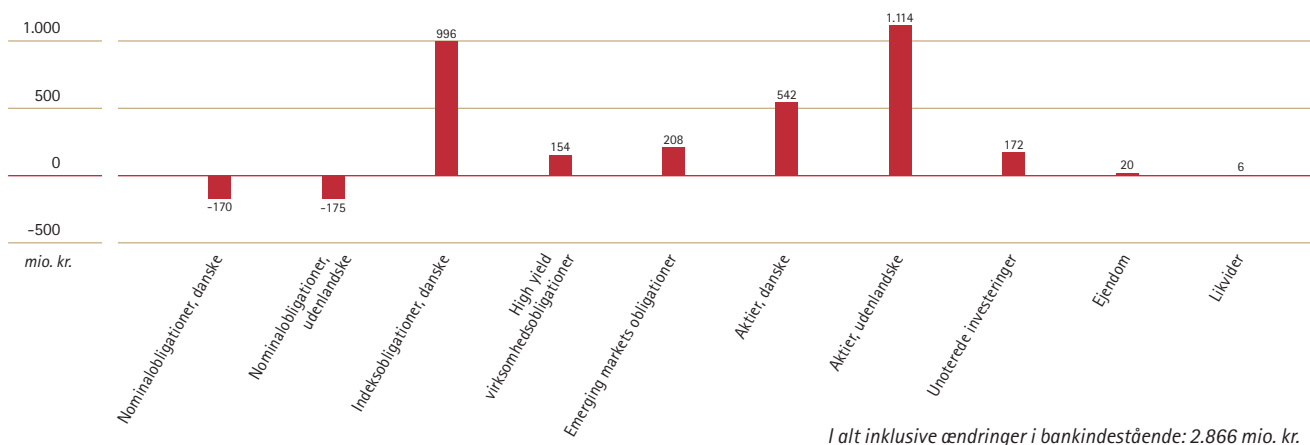
2) Afkastet er opgjort inkl. eventuel valutaafdækning.

3) Afkastet for 2004 er opgjort fra porteføljes opstart den 01.07.2004

4) Afkastet for 2004 er opgjort indtil porteføljes ophør den 30.09.2004

5) Afkastet for 2004 er opgjort fra porteføljes opstart den 01.07.2004

Figur 13 Nettoinvesteringer i 2004



Nettoinvesteringerne blev i 2004 fordelt over en række aktivtyper, hvoraf de største var udenlandske aktier, danske nominal- og indeksobligationer samt danske aktier.

Nettoinvesteringerne³ udgjorde 2.866 mio. kr. i 2004. Ultimo 2004 var der i forhold til benchmark en overvægt af danske indeksobligationer, emerging markets og high yield obligationer, samt udenlandske aktier.

Af figur 14 ses fordelingen på aktivtyper. Andelen af danske og udenlandske aktier samt indeksobligationer er forøget igennem 2004, mens andelen af danske og udenlandske nominelle obligationer er nedbragt.

Industriens Pension har ikke brugt muligheden for at udøve stemmeret, hverken på danske eller udenlandske aktier i 2004.

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.

Unoterede investeringer

Unoterede investeringer dækker bredt over investeringer, der ikke er noteret på en officiel børs. Der kan både være tale om direkte investeringer og fonde eller investeringsselskaber, 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 offici-

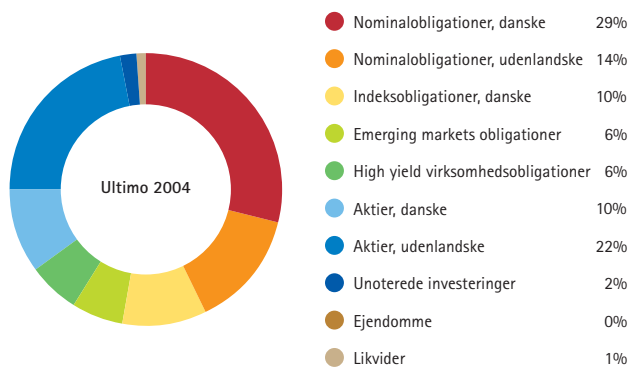
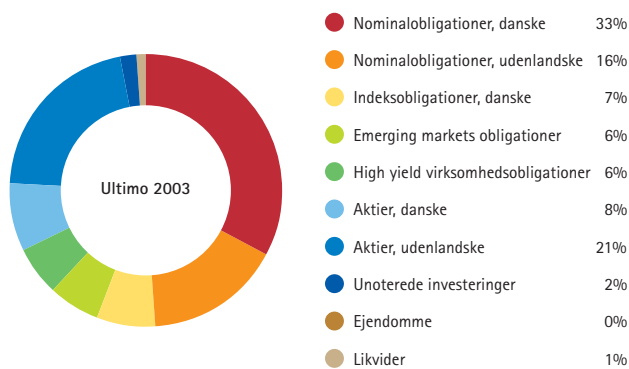
el pris, dvs. vurdering af aktiens værdi. For det andet kan investor ikke umiddelbart afhænde en beholdning af en unoteret investering, da den ikke handles på en markedsplads. For det tredje er der større omkostninger forbundet med at analysere og handle unoterede investeringer.

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.

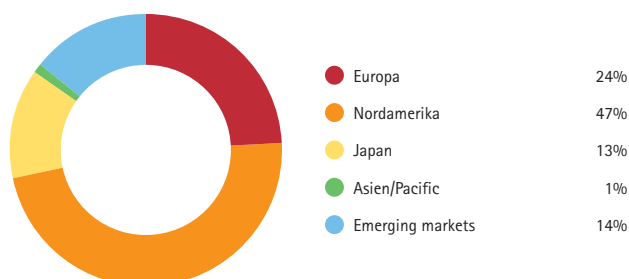
Industriens Pensions unoterede investeringer sker gennem fonde eller investeringsselskaber. Ved udgangen af 2004 var 2% af porteføljen placeret i unoterede investeringer.

Figur 14 Investeringer fordelt på aktivtyper



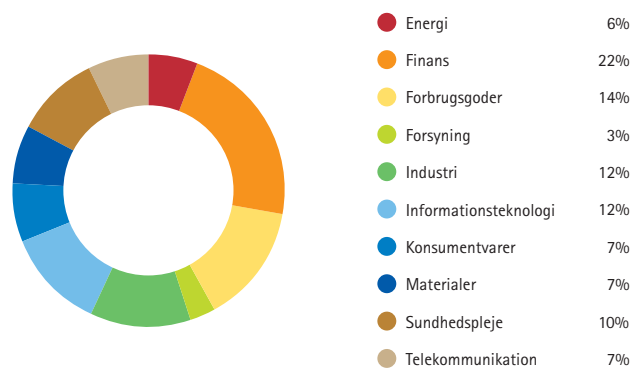
Aktier udgjorde 34% af de samlede aktiver ultimo 2004 mod 31% ultimo 2003.

Figur 15 Geografisk fordeling af udenlandske aktier



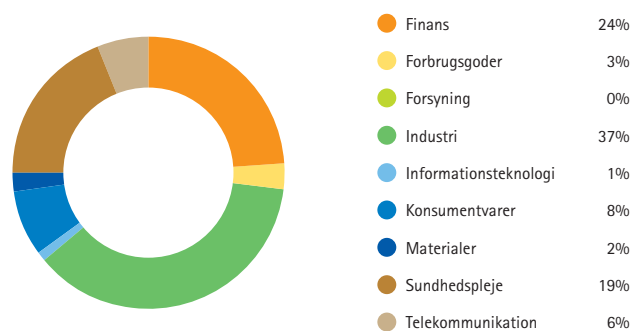
Europa og Nordamerika tegnede sig for 71% af Industriens Pensions udenlandske aktieportefølje.

Figur 16 Sektorfordeling af udenlandske aktier



I beholdningen af udenlandske aktier udgjorde sektorerne finans og forbrugsgoder de største andele.

Figur 17 Sektorfordeling af danske aktier



Industriselskaber udgjorde den største andel af de danske aktieinvesteringer ultimo 2004.

Udvikling i 2005

Investeringsramme 2005

Rammen for den mekaniske passive afdækning af renterisiko indebar ved indgangen til 2005 samme afdækningsniveau som i 2004.

Den principielle ramme for 2005 for de aktivt forvaltede investeringsaktiver indeholder, ligesom i 2004, 30% noterede aktier, fordelt med 10% danske og 20% udenlandske samt 2,5% unoterede investeringer.

For summen af danske og udenlandske aktier samt unoterede investeringer er der, ligesom for 2004, fastsat et råderum på 17,5-37,5%.

Inden for obligationer er der sket mindre udvidelser af råderummene for high yield virksomhedsobligationer og emerging markets obligationer, og der er åbnet mulighed for at investere i udenlandske indeksobligationer, hvis dette skulle vise sig hensigtsmæssigt.

Endelig er der åbnet mulighed for at påbegynde aktiv styring af valutarisici, med henblik på at skabe merafkast gennem aktivt at positionere sig til den forventede valutakursudvikling.

Den principielle ramme for 2005 indebærer omtrent samme overordnede risikoniveau som rammen for 2004 målt ved Value at Risk, renterisiko og overdækning i Finanstilsynets lysscenarioer.

De taktiske muligheder, der er bestemt af bredden på aktivtypernes råderum, vil generelt være på niveau med 2004.

Kontantindskud

Kontantindskud, det vil sige placering på konto i et pengeinstitut, er uden risiko, bortset fra modpartsrisikoen, det vil sige 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 endvidere være valutakursrisiko.

Under normale forhold vil renten være lav og ofte ikke meget højere end inflationen. Derfor anvendes kontantindskud kun som midlertidig placering.

Ved udgangen af 2004 havde Industriens Pension 1% af porteføljen i kontantindskud.

Tabel 16 Investeringsramme for 2005

Aktivtype	Principiel investeringsramme 2004 %	Råderum %	Benchmark
Nominalobligationer, danske guldrandede	37,5	17,5-57,5	Referenceportefølje ¹⁾
Nominalobligationer, udenlandske guldrandede	15	0-30	Referenceportefølje ²⁾
Indeksobligationer, danske guldrandede	5	0-10	Referenceportefølje ³⁾
Indeksobligationer, udenlandske guldrandede	0	0-7,5	-
Obligationer, udenlandske investment grade virksomhedsobligationer	0	0-7,5	-
Obligationer, udenlandske high yield virksomhedsobligationer	5	2,5-10	J.P. Morgan High Yield Index, valutaafdækket, opgjort i danske kroner
Obligationer, udenlandske emerging markets	5	2,5-10	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 ⁴⁾ World ekskl. Danmark inkl. udbytte, 75% valutaafdækket, opgjort i danske kroner
Unoterede investeringer	2,5	0-5	- ⁵⁾
Ejendomme	0	0-2,5	-
Kontant	0	0-5	-
I alt	100	-	Vægtet gennemsnit af ovenstående

Nominalobligationers (inkl. kreditobligationer) samlede rentefølsomhed målt ved den modificerede varighed må højst afvige +/- 3 %-point fra den samlede modificerede varighed på benchmark for nominalobligationer.

Indeksobligationers samlede rentefølsomhed målt ved den modificerede varighed må højst afvige +/- 3 %-point fra den samlede modificerede varighed på benchmark for indeksobligationer.

Råderummet for aktive valutapositioner er 50-100% afdækning af de underliggende udenlandske aktier og obligationer med de ovenfor anførte afdækningsniveauer som benchmark. For EUR er råderummet dog 0-100%, og benchmark er ingen afdækning.

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

- 1) Udvalgt portefølje af stats- og realkreditobligationer.
- 2) Udvalgt portefølje af tyske statsobligationer opgjort i danske kroner.
- 3) Udvalgt portefølje af realkreditobligationer.
- 4) Morgan Stanley Capital International.
- 5) Da der ikke beregnes og offentliggøres anvendelige benchmark for en relativ nyetableret portefølje af unoterede aktier, anvendes der indtil videre intet benchmark for denne aktivklasse.

Budgetteret afkast og fokusområder

Industriens Pension har for 2005 budgetteret med et afkast af investeringerne på 5,2% 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 17, der viser både den isolerede effekt på afkastet for 2005 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 markedsværdiopgørelsen af passiverne og den lange varighed af disse.

Et rentefald påvirker de frie reserver positivt i form af kursgevinst på obligationsbeholdningen, men negativt ved at markedsværdien af passiverne stiger (bonuspotentiallet på fripolicydelserne falder).

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

I 2005 forventes fokusområderne på investeringsområdet at være

- fortsat udbygning af risikostyringen, især aktiv/passiv modellering
- fortsat udbygning af managerstrukturen for eksternt forvaltede værdipapirer, især på aktiesiden
- implementering af aktiv valutastyring
- udbygning af omkostningsmåling og -styring på investeringsområdet
- anvendelse af derivater som led i den taktiske styring af investeringsaktiverne.

Tabel 17 Budgetteret afkast og budgetrisici for 2005

	Afkast af investeringsaktiver %	Ændring i bonuspotentialle på fripolicydelser mia. kr.	Investeringsaktivers effekt på frie reserver (efter skat) mia. kr.	Effekt på frie reserver mia. kr.
Budgetteret afkast af investeringsaktiver	+5,2	+0,6	+0,1 ³⁾	+0,7
Effekt af fald i nominel obligationsrente på 1 %-point ¹⁾	+4,3	-3,0	+1,1	-1,9
Effekt af stigning i nominel obligationsrente på 1 %-point ¹⁾	-4,2	+2,8	-1,1	+1,7
Effekt af aktiekursfald på 12%	-3,7	0,0	-1,0	-1,0
Effekt af aktiekursstigning på 12%	+3,7	0,0	+1,0	+1,0
Effekt af kursfald på amerikanske dollar på 10% ²⁾	-0,3	0,0	-0,1	-0,1
Effekt af kursstigning på amerikanske dollar på 10% ²⁾	+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) Efter fradrag af den fastsatte kontorente for 2005.

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 rentebetaling-er, kaldet renteswaps, eller forskellige former for renteoptioner.

Afdækning af valutarisici vil typisk ske ved hjælp af valutaterminsforretninger, det vil sige aftale om salg af fremmed valuta til en aftalt pris på en fremtidig dato.

Ved udgangen af 2004 havde Industriens Pension solgt 950 mio. amerikanske dollar, 10.104 mio. japanske yen, 29 mio. britiske pund og 1.709 mio. svenske kroner på termin, for at afdække valutarisikoen. Der var ikke positioner i andre finansielle afdækningsinstrumenter.



Industriens Pension

Nørre Farimagsgade 3
1364 København K

Telefon 33 93 45 66
Telefax 33 93 35 56
info@industripension.dk
www.industripension.dk

CVR-nr. 16 61 41 30