



Industriens Pension



INVESTERINGSVIRKSOMHED

2002



# Indhold

3	Nye dimensioner i risikostyringen
5	Investeringsstrategi
20	Markedsudviklingen
25	Investeringer og afkast
30	Bilag

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

# Nye dimensioner i risikostyringen

Investeringsrisici og håndtering af disse er kommet i stærkt stigende fokus de senere år. Der kan peges på flere årsager til dette.

For det første har de seneste års markedsudvikling været karakteriseret ved store tab på aktiemarkederne samt et lavt og fortsat faldende renteniveau.

For det andet har tilsynsmyndigheden Finanstilsynet strammet kravene til pensionselskabernes opgørelse og indberetning af risici – givetvis i lyset af markedsudviklingen og de konsekvenser, som denne måtte kunne få for visse selskaber.

Og for det tredje er markedsværdiregnskabet i den samme periode blevet implementeret i pensionselskabernes regnskaber, således at der senest fra 2003 skal ske værdiansættelse af både aktiver og passiver i regnskabet. Dette stiller ændrede krav til risikostyringen.

Investeringsrisiko kan generelt defineres som sandsynligheden for at realisere et afkast, der er markant ringere end det forventede, hvilket i praksis oftest vil være forstået som negativt. Konkret opstår investeringsrisiko i flere dimensioner: Renterisiko ved obligationsinvesteringer, aktierisiko, valutarisiko, kreditrisiko og operationel risiko ved formueforvaltningen.

For de fleste – men ikke alle – typer af risici gælder, at højere risiko ledsages af højere forventet afkast. Derfor er det nødvendigt for en langsigtet investor som Industriens Pension at løbe investeringsrisici på et vist niveau med henblik på at sikre et højt langsigtet afkast til medlemmernes pensioner.

Et mål for risikostyringen er derfor at identificere de risici, der giver det bedste forhold mellem forventet afkast og risiko af investeringsaktiverne, og vælge den rette "dosering" af disse risici. Der er med andre ord tale om risikobudgettering, når Industriens Pensions målsætning – at sikre det størst mulige afkast efter omkostninger og pensionsafkastskat under hensyntagen til investeringsrisikoen – skal forfølges.

Risici, der ikke influerer positivt på forholdet mellem forventet afkast og risiko, skal så vidt muligt undgås eller i hvert fald begrænses. Det gælder i vidt omfang valutarisici og selvfølgelig også modparts- og operationelle risici. Det er alle risici, som man ikke bliver betalt for – i form af højere forventet afkast – at pådrage sig.

På ganske få år er risikobilledet for pensionselskaber blevet ændret fundamentalt – i hvert fald hvis der ses på den regnskabsmæssige risiko.

Obligationer blev tidligere værdiansat til matematisk kursværdi, hvilket gav en meget stabil udvikling i den regnskabsmæssige værdi uden den store indvirkning fra markedsudviklingen. I dag optages de ligesom aktier til aktuel markedsværdi. Og for passiverne er der nu også indført et markedsværdiprincip, således at alle aktiver og passiver nu ansættes til markedsværdi i regnskabet.

Den reelle – eller økonomiske – risiko for selskabet er naturligvis den samme, uanset hvilket regnskabsprincip der anvendes. Men markedsværdiregnskabet har den fordel, at det i højere grad bringer selskabernes samlede risici på balancen frem i lyset. Dermed bliver det også tydeligere, hvor vigtige de enkelte risici er, og hvilke krav der stilles til håndtering af dem.

Der er næppe tvivl om, at de pensionselskaber, der på længere sigt gør det bedst, vil være dem, der er bedst til at håndtere risici og løbe de rette risici i det rigtige omfang set i forhold til passiverne. Og til det formål er det nødvendigt at anvende relativt komplicerede redskaber til styring af de overordnede risici, så som aktiv/passiv modeller og Value at Risk i kombination med gængse risikomål og begrænsninger i form af f.eks. varighed og kvantitative restriktioner.

Industriens Pension har gennem flere år anvendt mange ressourcer på dette område, således at selskabet er vel rustet til at håndtere de nye dimensioner i risikostyringen og dermed sikre medlemmerne et langsigtet konkurrencedygtigt afkast af de opsparede midler.

## 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 11,8%, 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 6,8% i gennemsnitligt afkast, men med betydeligt mindre udsving.

Det er dog muligt at øge det forventede afkast uden en tilsvarende forøgelse af risikoen. Det skyldes, at

Afkast og risiko 1993–2002

	Danske indeksobligationer	Danske nominalobligationer	Udenlandske aktier	Danske aktier
Årligt afkast i %	6,8	9,1	7,5	11,8
Årlig risiko i %	5,6	6,3	17,8	18,9
Afkast bedste år i %	25,2	28,4	45,7	56,1
Afkast dårligste år i %	-7,1	-4,3	-32,5	-20,3
Antal år med negativt afkast	1	1	4	3

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

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

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.

# 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. Hvordan dette udmøntes i praksis, følger af Industriens Pensions investeringsfilosofi.

## Filosofi

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

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

- Det er muligt at optimere forholdet mellem forventet afkast og risiko ved løbende at analysere, hvordan afkastet mellem forskellige aktivtyper varierer sammen, og tilrettelægge investeringerne derefter.
- Det langsigtede afkast kan øges ved løbende at være på forkant med viden om den økonomiske udvikling og strukturelle forandringer i samfundet.
- Som langsigtet investering giver aktier et højere afkast end obligationer, men også en højere risiko.
- Det er i højere grad fordelingen af porteføljen på forskellige aktivtyper end valget af de enkelte værdipapirer, der er afgørende for afkastet.
- Aktiv 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.

## Etik

Forsikringslovgivningen fastslår, at pensionsforsikrings-selskaber 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 pensions-ydelser.

Industriens Pension har besluttet ikke at pålægge investeringsbeslutningerne en politisk begrænsning i form af etiske retningslinjer. Der ville være betydelige problemer med at afgrænse, hvad der er uetisk, når man som Industriens Pension investerer i det meste af verden. Det skyldes, at lovgivning, økonomi, kultur og dermed normer er vidt forskellige i de lande, der indgår i Industriens Pensions investeringsunivers.

Derfor kan man ikke blot anvende et sæt etiske spille-regler opstillet efter danske forhold på alle markeder. Selv om det havde været muligt at foretage en sådan entydig afgrænsning, ville det i praksis næppe have været muligt at kontrollere, om et sæt etiske regler var overholdt i hvert enkelt selskab og alle dets eventuelle datterselskaber og ejerinteresser.

Det enkelte selskabs evne til at tilpasse sig den løbende udvikling i holdning til miljø og etik på de markeder, hvor det virker, er afgørende for selskabets succes og dermed afkastet ved at investere i selskabet.

Derfor vil selskabets tilpasning til lokale etiske og miljømæssige standarder indirekte indgå i investeringsbeslutningerne, og derfor er Industriens Pensions ønske om at opnå det højst mulige afkast af investeringerne ikke i modstrid med at foretage etisk og miljømæssigt rigtige investeringer.



Figur 1:  
Mange faktorer indgår i beslutningen om den principielle investerings-ramme.

## Strategi

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

Den overordnede fordeling på aktier og obligationer – det vil sige den principielle investeringsramme – fastlægges ud fra forventninger til afkast og risiko under hensyntagen til sikkerhed for at kunne levere de ydelser (forsikringer og pension), som indgår i medlemmernes pensionsordning. Den fastlægges ud fra størrelsen af Industriens Pensions samlede reserver, den størrelses- og tidsmæssige fordeling af forsikrings- og pensions-ydelserne samt en række andre faktorer, se figur 1.

### 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 langt-løbende obligationer højere på langt sigt, og langt-løbende obligationer matcher bedre de langsigtede pensionsforpligtelser. Derfor vil en stor del af pensionsopsparingen være placeret i langt-løbende 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 2002 var 46% af Industriens Pensions portefølje placeret i danske nominalobligationer.

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

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 risiko – risikobudgettet – er fastlagt ved den principielle investeringsramme.

Omkring den principielle investeringsramme har bestyrelsen for hver aktivtype fastlagt 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 besluttet af en komite bestående af direktør, finansdirektør, ansvarshavende aktuar og investeringschef efter oplæg fra investeringsafdelingen.

Tabel 1 Investeringsramme for 2002

Aktivtype	Benchmark	Principiel investeringsramme 2002 %	Faktisk fordeling 2002 (min.-max.) %	Faktisk fordeling ultimo 2002 %
Nominalobligationer, danske	Referenceportefølje <sup>1)</sup>	35	38,4 – 46,5	46,4
Nominalobligationer, guldrandede eurodenominerede	Referenceportefølje <sup>2)</sup>	10	11,6 – 12,5	12,0
Indeksobligationer, danske	Referenceportefølje <sup>3)</sup>	10	9,3 – 10,0	9,3
Obligationer, udenlandske, emerging markets (nye markeder)	J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global valutaafdækket opgjort i danske kroner	2,5	2,4 – 4,6	4,6
Obligationer, udenlandske, high yield virksomhedsobligationer	J.P.Morgan Global High Yield Index valutaafdækket opgjort i danske kroner	2,5	3,2 – 4,4	3,9
Aktier, danske	Københavns Fondsbørs total-indeks KAX inkl. udbytte	12,5	6,7 – 10,3	6,7
Aktier, udenlandske	MSCI <sup>4)</sup> World ekskl. Danmark inkl. udbytte opgjort i danske kroner	25	13,0 – 21,2	13,0
Aktier, unoterede	- <sup>5)</sup>	2,5	1,2 – 1,5	1,5
Ejendomme	-	0	0,4 – 0,5	0,5
Kontantindestående	-	0	0,8 – 3,2	2,1
Total	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.

Industriens Pensions principielle investeringsramme for 2002 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.

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 på næste side.

## 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 real-kreditobligationer.

Ved udgangen af 2002 var 12% af Industriens Pensions portefølje placeret i guldrandede udenlandske obligationer, alle statsobligationer fra lande i den europæiske monetære union.

Investering i noterede aktier sker udelukkende gennem fonde eller investeringsselskaber og altså ikke direkte i de enkelte selskaber. Der investeres i såvel Danmark som i resten af Europa og USA og både i "buy outs" (køb af eksisterende virksomheder) og "venture" (investering i nye virksomheder) med mål om overvægt af førstnævnte.

Ultimo 2002 samarbejdede Industriens Pension med de i tabel 3 viste fonde og investeringsselskaber.

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 0,16% af investeringsaktiverne i 2002.

**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, i nye markeder	Morgan Stanley Dean Witter	Makrobaseret (top down), værdibias
Obligationer, udenlandske, high yield virksomhedsobligationer	T. Rowe Price	Fundamental
<i>Aktier</i>		
Aktier, danske	Nordea Investment Management (til december 2002)	Tematisk, vækstbias, medium risiko
	Gudme-Raaschou (til december 2002)	Fundamental, vækstbias, medium risiko
	Alfred Berg (fra januar 2003)	Fundamental, aktieudvælgelse (stock picking), medium/høj risiko
	Industriens Pension	Lav risiko
Aktier, udenlandske	Nordea Investment Management (globalt)	Tematisk, vækstbias, medium risiko
	Fidelity Investments (globalt)	Fundamental, aktieudvælgelse, lav risiko
	Credit Agricole Asset Management (Europa) (til oktober 2002)	Fundamental, aktieudvælgelse, vækstbias, medium risiko
	Capital International (Europa) (fra november 2002)	Fundamental, aktieudvælgelse, medium risiko
	Pictet (nye markeder)	Fundamental, aktieudvælgelse, værdiorienteret, medium/høj risiko

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
Axcel II	Investeringselskab	Buy out, flere brancher	Nordeuropa, især Danmark
BankInvest Biomedicinsk Venture III	Fond	Venture, biomedicin	Europa
BankInvest New Energy Solutions	Fond	Venture, alternativ energi	Europa
Frank Russell Private Equity	Fond af fonde	Buy out, venture, flere brancher	Globalt

### Udenlandske obligationer i nye markeder

Udenlandske obligationer fra de nye markeder 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 disse nye markeder vil investering i obligationer herfra give et højere forventet afkast end guldrandede obligationer, men risikoen vil også være tilsvarende større. Det højere forventede afkast er altså betaling for den større risiko.

Investering i obligationer fra nye markeder vil dog medvirke til at forbedre forholdet mellem forventet afkast og risiko i den samlede portefølje, da kursbevægelserne for disse typisk vil være forskellige fra øvrige obligationer og aktier.

Ved udgangen af 2002 var 5% af Industriens Pensions portefølje placeret i obligationer i nye markeder.

### Risikostyring

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

På en række områder er der endvidere 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.

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 tidshorizont. Nøgletallet er baseret på historiske data om de forskellige aktivtypers afkast. Ved anvendelse af Value at Risk bliver det på en enkel måde muligt at vurdere risikoen under hensyntagen til samspillet mellem aktiverne i porteføljen.

**Tabel 4 Industriens Pensions risici udtrykt ved Value at Risk ultimo 2002**

	Markedsværdi Mio. kr.	Maksimalt tab inden for 30 dage med 97,5% sand- synlighed Mio. kr.	Maksimalt tab inden for 90 dage med 97,5% sand- synlighed Mio. kr.
Aktier	3.668	166	288
Obligationer	11.582	100	174
Indeksobligationer	1.608	2	3
Ejendomme <sup>1)</sup>	79	-	-
Konti <sup>1)</sup>	369	-	-
Total portefølje	17.306	268	465
- heraf valutarisiko	4.429	14	25

1) Der foretages ikke beregninger på ejendomme og konti.

Tabel 4 viser Industriens Pensions samlede risici udtrykt ved Value at Risk ultimo 2002.

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

I den kontinuerlige overvågning af risici har Industriens Pension kombineret Value at Risk nøgletallene 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 den statistiske udvikling i værdipapir- og valutakurser samt det aktuelle reserveniveau.

Industriens Pension har i en periode fra midt i 2002 til sidst på året befundet sig i det gule lys. Ultimo 2002 var selskabet hverken i gult eller rødt lys. Bufferen til gult henholdsvis rødt lys kunne opgøres til 20 mio. kr. henholdsvis 765 mio. kr.

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.

Risikoen på obligationsporteføljerne styres bl.a. ved hjælp af begrebet varighed, der er et udtryk for, hvor meget ændringer i markedsrenten påvirker kursværdien af en obligation. Varigheden afhænger bl.a. af obligationsens løbetid, jo længere løbetid, des større varighed og des større renterisiko.

Ved hjælp af varigheden kan beregnes, hvor stor kursgevinsten henholdsvis -tabet er ved et fald henholdsvis en stigning på 1 %-point i markedsrenten. For indeksobligationer udtrykker varigheden følsomhed for ændringer i den reale markedsrente, dvs. forskellen mellem markedsrente og inflation.

På grund af den langsigtede karakter af pensionsforpligtelserne er varigheden for Industriens Pensions obligationsbeholdning forholdsvis høj. Det kan på kort sigt give udsving i kursværdien ved ændringer i markedsrenten, men er hensigtsmæssigt set i forhold til sikring af pensionsforpligtelserne. Historisk har en høj varighed endvidere givet et højere afkast på langt sigt.

I Industriens Pension må den samlede varighed på obligationsbeholdningerne højst afvige plus/minus 3 %-point fra den samlede varighed på de benchmark, der er fastsat for obligationsinvesteringerne. Tabel 5 viser, hvordan varigheden på Industriens Pensions obligationsbeholdning har udviklet sig i 2002.

Tabel 5 Obligationsrisikotal i 2002

	Ultimo 2001	Ultimo marts 2002	Ultimo juni 2002	Ultimo sept. 2002	Ultimo 2002
<i>Nominalobligationer</i>					
Varighed/risiko (%) <sup>1)</sup>	5,8	6,1	5,9	5,4	4,8
Gevinst/tab ved rentændring <sup>2)</sup> på 1 %-point (mio. kr.)	419/487	467/524	462/548	394/570	362/594
<i>Indeksobligationer</i>					
Varighed/risiko (%)	7,2	6,1	5,9	6,0	6,0
Gevinst/tab ved realrentændring på 1 %-point (mio. kr.)	111	89	93	93	97

1) Modificeret varighed korrigeret ud fra forventede konverteringer af realkreditobligationer.

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

Det følges løbende, hvor store investeringerne er i hvert af de obligationsudstedende institutter. I tabel 6 ses Industriens Pensions investeringer i de største obligationsudstedende institutter ultimo 2002.

Obligationsinvesteringer i lande, der indgår i de nye markeder, 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 7 ses kursværdien af de største obligationsinvesteringer i lande inden for nye markeder ved udgangen af 2002.

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.

Tabel 6 Største obligationsinvesteringer fordelt på udstedende institutter ultimo 2002

Udstedende institut	Markedsværdi Mio. kr.	Andel af samlede investeringsaktiver %
Nykredit	2.602	17,5
Realkredit Danmark	2.283	15,4
Totalkredit	983	6,6
Nordea Kredit	645	4,3
BRFKredit	473	3,2

Tabel 7 Største obligationsinvesteringer i nye markeder

Land	Markedsværdi Mio. kr.	Andel af samlede investeringsaktiver %
Mexico	151	1,0
Brasilien	124	0,8
Rusland	122	0,8

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 5 største aktieinvesteringer i Danmark og udlandet ultimo 2002 fremgår af tabel 8. Yderligere information om Industriens Pensions største investeringer findes i bilaget.

For valutaer er der 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.

Valutarisiko på udenlandske aktieinvesteringer har frem til ultimo 2002 ikke været afdækket. Fra 2003 afdækkes 75% af valutarisikoen på de mest betydende valutaer ved udenlandske aktieinvesteringer med henblik på maksimering af forholdet mellem forventet afkast og risiko.

De fastsatte grænser for valutaeksponering fremgår af tabel 9, hvoraf også fremgår de aktuelle uafdækkede valutapositioner ultimo 2002.

For pengeinstitutter er der fastsat maksimale grænser for det samlede engagement med et enkelt institut. Disse grænser samt de aktuelle engagementer ultimo 2002 fremgår af tabel 10.

Tabel 8 Største aktieinvesteringer ultimo 2002

Selskab	Markedsværdi Mio. kr.	Andel af samlede investeringsaktiver %
<i>Danske aktier</i>		
AP Møller	232	1,3
Danske Bank	171	1,0
Novo Nordisk	129	0,7
H. Lundbeck	89	0,5
TDC	86	0,5
<i>Udenlandske aktier</i>		
Citigroup	52	0,3
Pfizer	51	0,3
Microsoft	45	0,3
Nestlé	44	0,3
Wells Fargo	34	0,2

Tabel 9 Valutarisici ultimo 2002

Valuta	Markedsværdi Mio. kr.	Andel af investerings- aktiver ultimo 2002 %	Maksimal andel af samlede investerings- aktiver %
Amerikanske dollar	1.225	7,1	20
Euro	2.456	14,2	30
Engelske pund	224	1,3	10
Japanske yen	119	0,7	10
Nye markeder	151	0,9	5
Øvrige	253	1,5	5
-heraf største (Schweizerfranc)	112	0,6	2

Tabel 10 Modpartsrisici ultimo 2002

Pengeinstitut	Indestående og tilgodehavende Mio. kr.	Andel af forsikringsmæssige hensættelser %	Ramme for modpartsrisici %
Nordea	419	2,5	5,0
Danske Bank	7	0,0	5,0
Jyske Bank	90	0,5	1,0
Sydbank	0	0,0	1,0
Øvrige danske	17	0,1	0,5
Øvrige udenlandske	2	0,0	0,5

### Udenlandske high yield virksomhedsobligationer

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

På grund af risikoen for at de udstedende virksomheder viser sig ikke at kunne overholde deres betalingsforpligtelser, vil investering i high yield virksomhedsobligationer give et højere forventet afkast end guld-randede obligationer, men risikoen vil også være tilsvarende større. Det højere forventede afkast er altså betaling for den større risiko.

Investering i high yield virksomhedsobligationer 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 2002 var 4% af Industriens Pensions portefølje placeret i high yield virksomhedsobligationer.

### Markedsværdiprincip fra 2003

Fra 2003 vil Industriens Pension regnskabsmæssigt opgøre pensionsforpligtelserne til markedsværdi. Dermed er der fuld anvendelse af markedsværdiprincippet for både aktiver og passiver. Da forpligtelserne er af meget langsigtet karakter, er markedsværdien af disse meget følsom over for ændringer i renteniveauet. Nøgletallet modificeret varighed, der anvendes til at kvantificere renterisikoen på obligationer, kan beregnes til ca. 26% for Industriens Pensions forpligtelser. Til sammenligning er den modificerede varighed for en 30-årig statsobligation ca. 14%.

Overgangen til markedsværdier på passivside frigør regnskabsmæssigt en buffer (i form af en del af bonuspotentialet på fripolicydelser) i Industriens Pension. Det skyldes, at det aktuelle renteniveau er højere end opgørelsesrenterne for pensionsydelse. Kapitalgrundlaget er altså alt andet lige blevet styrket i forhold til den hidtidige opgørelse. Industriens Pensions forpligtelser har opgørelsesrenter på 2,5% og 1,5% med en lille overvægt af 2,5%.

Styrkelsen af kapitalgrundlaget kan illustreres ved, at den samlede buffer ved årsskiftet blev øget fra 1.334 mio. kr. til maksimalt 4.900 mio. Bufferen er defineret som summen af overdækning af egenkapital, kollektivt bonuspotential og den maksimale andel af bonuspotential på fripolicydelser, der vil kunne tjene som investeringsbuffer i markedsværdiregnskabet. Det må dog påregnes, at den faktiske indregning af bonuspotential på fripolicydelser vil være mindre end forudsat i tabellen, hvorfor 4.900 mio. kr. må anses som et maksimum for den samlede buffer.

Tabel 11 giver et indtryk af, hvordan overgangen til markedsværdiregnskab for passiverne vil påvirke Industriens Pensions overordnede risici.

Afstanden til gult henholdsvis rødt lys ifølge Finanstilsynets opgørelse af basiskapital øges ved overgangen til markedsværdiregnskab. Det skyldes, at bonuspotentialet på fripolicydelser i markedsværdiregnskabet dækker tab, der i det hidtidige regnskab er blevet dækket af basiskapitalen, når det kollektive bonuspotentiale er opbrugt.

Det bemærkes, at det, bortset fra Finanstilsynets opgørelse af basiskapitalens risiko, efter overgang til markedsværdiregnskab er rentefald og ikke rentestigning, der udgør en risiko. Det skyldes rentefalds kraftige udhuling af bonuspotentialet på fripolicydelser, der langt overstiger den positive effekt på driftsresultatet. Før markedsværdiregnskabet havde renteændringer kun virkning via effekten på driftsresultatet.

Brugen af risikomålet Value at Risk er som følge af overgangen til markedsværdier udvidet til at inkludere effekten på forpligtelserne, når renteniveauet ændres.

Value at Risk inklusive effekten på markedsværdien af passiverne af renteændringer kunne pr. 1. januar 2003 opgøres til maksimalt 1.300 mio. kr. henholdsvis 2.100 mio. kr. på en og tre måneders sigt.

Industriens Pensions samlede rentefølsomhed for aktiver og passiver var samlet set ved årsskiftet maksimalt 1.800 mio. kr. pr. %-point renteændring. Betydelige rentefald vil altså kunne reducere Industriens Pensions kapitalgrundlag mærkbart.

Det er derfor besluttet at foretage en strategisk afdækning af en del af forskellen i passivernes og aktivernes renterisiko. Denne afdækning kan foretages med renteswaps (kontrakter om udveksling af betalinger med fast og variabel rente) og strippede obligationer (europæiske statsobligationer uden kuponrenter). Begge disse instrumenter kan forøge rentefølsomheden betydeligt uden eller med begrænset brug af likviditet.

Tabel 11 Overordnede risici ultimo 2002 før og efter markedsværdiregnskab for passiver

	Før markedsværdiregnskab Mio. kr.	Efter markedsværdiregnskab <sup>1)</sup> Mio. kr.
Samlet buffer	1.334	4.900
Afstand til gult lys – Finanstilsynets opgørelse	20 (rentestigning)	785 (rentestigning)
Afstand til rødt lys – Finanstilsynets opgørelse	765 (rentestigning)	922 (rentestigning)
Samlet buffer ved scenario som gult lys	20 (rentestigning) 997 (rentefald)	5.500 (rentestigning) 2.200 (rentefald)
Samlet buffer ved scenario som rødt lys	765 (rentestigning) 1.070 (rentefald)	5.700 (rentestigning) 3.400 (rentefald)
Value at Risk 1 måned	268 (rentestigning)	1.300 (rentefald)
Value at Risk 3 måneder	465 (rentestigning)	2.100 (rentefald)
Rentefølsomhed pr. %-point renteændring (efter skat) <sup>2)</sup>	570 (rentestigning)	1.800 (rentefald)

1) Bufferen er defineret som summen af overdækning af egenkapital, kollektivt bonuspotentiale og den maksimale andel af bonuspotentialet på fripolicydelser, der vil kunne tjene som investeringsbuffer i markedsværdiregnskabet. Det må dog påregnes, at den faktiske

indregning af bonuspotentialet på fripolicydelser vil være mindre end den i tabellen forudsatte.

2) Eksklusive indeksobligationer.



### Danske indeksobligationer

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

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

Ved udgangen af 2002 var 9% af Industriens Pensions formue placeret i danske indeksobligationer.

### Investeringsramme 2003

Når der er foretaget strategisk afdækning til det ønskede niveau af forskellen mellem passivernes og aktivernes renterisiko, er betragtningerne vedrørende fastsættelse af den principielle investeringsramme de samme som under de hidtidige regnskabsregler.

I investeringsrammen for 2003 er den principielle andel af aktier sænket til 32,5% mod 40% i 2002. Den herskende generelle markedsrisiko tilsiger, at det overordnede risikoniveau begrænses. Hertil kommer, at risikoen ved at investere i aktier vurderes at være steget så meget, at det overordnede risikoniveau ved en uændret principiel andel af aktier på 40% ville være betydeligt højere end ved indgangen til 2002.

Fordelingen mellem noterede danske og udenlandske aktier er uændret. Valutarisikoen på udenlandske aktier afdækkes nu principielt 75%. For den samlede aktieandel, det vil sige summen af danske, udenlandske og noterede aktier, er fastsat et råderum på 17,5-37,5%.

Den principielle andel af obligationer er øget til 67,5%. En del af den risiko, der er taget ud af risikobudgettet gennem reduktionen af den samlede aktieandel, er flyttet til obligationer, idet de principielle andele af high yield virksomhedsobligationer og obligationer fra de nye markeder begge er øget.

Andelen af danske indeksobligationer er sænket, hvilket primært er en tilpasning til et marked, hvor der ikke længere sker nyemissioner. Til gengæld er andelen af danske guldrandede nominalobligationer øget. Endelig er universet for guldrandede nominalobligationer udvidet fra Danmark og Euroland til hele verden.

Tabel 12 Investeringsramme for 2003

Aktivtype	Principiel investeringsramme %	Råderum %	Benchmark
Nominalobligationer, danske	40	25-55	Referenceportefølje af danske stats- og realkreditobligationer
Nominalobligationer, udenlandske, guldrandede	10	0-20	Referenceportefølje af tyske statsobligationer opgjort i danske kroner
Indeksobligationer, danske	7,5	2,5-12,5	Referenceportefølje af danske indeksobligationer
Obligationer, udenlandske, i nye markeder	5	2,5-7,5	J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified, valutaafdækket, opgjort i danske kroner
Obligationer, udenlandske, high yield virksomhedsobligationer	5	2,5-7,5	J.P.Morgan Global High Yield Index, 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
Aktier, unoterede	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 den samlede aktieandel, det vil sige summen af danske, udenlandske og unoterede aktier, fastsættes et råderum på 17,5-37,5%.

1) Morgan Stanley Capital International.

2) Da der ikke beregnes og offentliggøres anvendelige benchmark for en

nyetableret portefølje af unoterede aktier, anvendes der indtil videre intet benchmark for denne aktivklasse.

Set i forhold til den principielle ramme for 2002 vil den samlede risikoprofil for porteføljen være lidt lavere i 2003. Udtrykt ved risikomålet Value at Risk for tre måneder på niveau 2,5% blev risikoen på den principielle ramme ved årsskiftet sænket fra 690 mio. kr. til 597 mio. kr.

De taktiske muligheder, der er bestemt af bredden på aktivtypernes råderum, vil være på niveau med 2002.

### Budgetteret afkast 2003

Industriens Pension har for 2003 budgetteret med et afkast af investeringerne på 5,9% 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 13, der viser både den isolerede effekt på afkastet for 2003 og effekten på de samlede reserver af ændringer i de enkelte budgetforudsætninger.

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

Tabel 13 Budgetteret afkast og budgetrisici for 2003

	Afkast af investeringsaktiver %	Ændring i bonuspotentiale på fripolicy Mia. kr.	Effekt på investeringsaktiver (efter skat) Mia. kr.	Effekt på buffer <sup>3)</sup> Mia. kr.
Budgetteret afkast af investeringsaktiver	5,9	1,2	0,6	1,8
Effekt af fald i nominel obligationsrente på 1 %-point <sup>1)</sup>	2,5	-2,3	0,4	-1,9
Effekt af aktiekursfald på 12%	-2,7	0,0	-0,5	-0,5
Effekt af kursfald på amerikanske dollar på 10% <sup>2)</sup>	-0,2	0,0	0,0	-0,2

1) Indeksobligationer forudsat upåvirket. Før den strategiske afdækning af renterisiko, der er iværksat i 2003.

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

3) Buffer defineret som summen af overdækning af basiskapital, kollektive bonushensættelser og den maksimale andel af bonuspotentialet på fripolicydelser, der vil kunne tjene som investeringsbuffer. Bufferen udgjorde med denne definition maksimalt 4,9 mia. kr. primo 2003, hvilket altså vil være det maksimale reserveniveau ifølge markedsværdiregnskabet. Kontorenten for 2003 er 2,5%.

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

Effekten af ændringer i aktiekurser er begrænset af den aktuelle taktiske undervægt af disse ved indgangen til året, og effekten af ændringer i dollarkursen er begrænset af, at langt hovedparten af dollareksponeringen er afdækket.

## Danske aktier

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

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

Ved udgangen af 2002 var 7% af Industriens Pensions portefølje placeret i danske aktier.

# Markedsudviklingen

## Den økonomiske udvikling

2002 har generelt været præget af faldende vækst. I starten af året oplevede især USA en høj vækst båret af et højt privatforbrug. Privatforbruget forblev højt indtil sidst i 2002 på trods af stigende arbejdsløshed. Dette skyldtes finanspolitiske lempelser og faldende renter, der blandt andet har resulteret i billige forbrugslån og konvertering af boliglån.

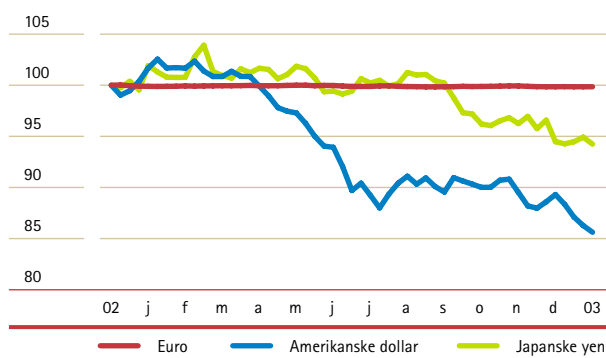
I løbet af foråret 2002 begyndte væksten i den amerikanske økonomi dog at falde som følge af, at virksomhederne skar kraftigt ned på deres investeringer. Nedsættelserne var dels et forsøg på gennem besparelser at forbedre virksomhedernes resultater, dels en reaktion på den stigende usikkerhed omkring væksten i verdensøkonomien og senest en reaktion på den stadig større krigstrussel. Den faldende vækst i USA førte til en faldende dollarkurs.

I andet halvår af 2002 blev den amerikanske centralbanks syn på den amerikanske økonomi derfor mere pessimistisk. Centralbanken sænkede den korte rente med 0,5 %-point i november. Dermed var den korte rente ultimo 2002 kun 1,25%.

Den europæiske økonomi nåede aldrig rigtigt at få gang i væksten i starten af 2002, men investeringerne har fulgt de amerikanske ned, og privatforbruget har været lavt hele året. Derfor har arbejdsløsheden været svagt stigende igennem året, og de statslige budgetter er forværret. Den svage vækst førte til, at den korte eurorente blev sænket med 0,5 %-point til 2,75%.

Den danske økonomi har været overraskende robust i 2002. Arbejdsløsheden er først begyndt at stige fra midten af året, og der er fortsat et pænt overskud på statsfinanserne. Et højt privatforbrug, blandt andet med baggrund i konverteringer af boliglån, har været medvirkende til, at vækstfaldet ikke er blevet større.

Figur 2 Udviklingen i kursen i forhold til danske kroner på amerikanske dollar, japanske yen og euro i 2002, indekseret



Figur 2: Danske kroner og euro blev styrket over for de fleste valutaer i 2002.

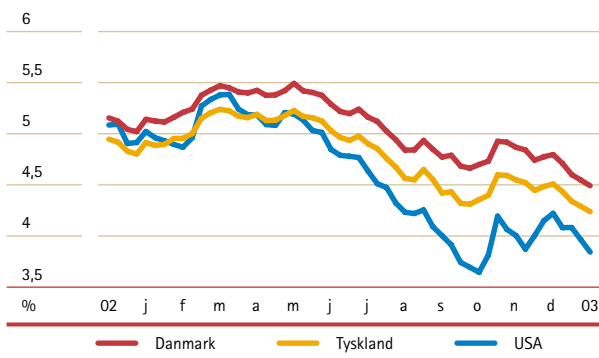
## Udenlandske aktier

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 mindkes ved at sprede investeringerne i aktier i flere lande, herunder for eksempel også de såkaldte nye markeder, og på forskellige sektorer. Markedsrisikoen hænger nemlig sammen med udviklingen i de enkelte lande og sektorer og rammer aktierne bredt i de pågældende lande og sektorer.

Ved udgangen af 2002 havde Industriens Pension 13% af porteføljen placeret i udenlandske aktier.

Figur 3 Renteudviklingen for 10-årige statsobligationer i Danmark, Tyskland og USA i 2002



Figur 3: Den økonomiske afmatning førte til faldende renter.

Nationalbanken har i løbet af året indsnævret det korte rentespænd til euroland med 0,15 %-point til 0,2 %-point som følge af en stærk dansk krone.

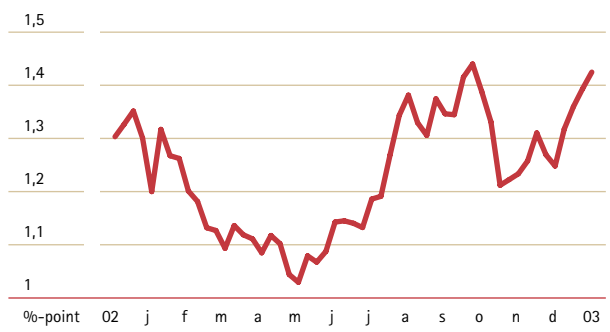
Udviklingen på de nye markeder har været præget af udviklingen i de etablerede økonomier. Den stigende vækst i verdensøkonomien primo året var positiv for de nye markeder, mens den politiske og økonomiske krise i Brasilien senere på året bragte usikkerhed.

### Obligationsmarkederne

Renteudviklingen har i størstedelen af 2002 været præget af markedets vurdering af, om den amerikanske økonomi ender i endnu en recession.

Dette førte til faldende renter på langtløbende danske, europæiske og amerikanske obligationer først på året, efterfulgt af stigende renter i foråret og derefter kraftigt faldende renter igen. De sidste måneder af 2002 blev rentefaldet forstærket som følge af risikoen for en krig mod Irak.

Figur 4 Udvikling i renteforskel mellem realkredit- og statsobligationer (målt på 30-årige realkredit- og 10-årige statsobligationer)



Figur 4: Renteforskellen mellem realkredit- og statsobligationer steg i takt med det faldende renteniveau.

Renten på langtløbende amerikanske obligationer har været faldende i 2002. Den har ligget mellem 3,6% og 5,4% i årets løb og var ultimo året 3,8%.

Renten på langtløbende tyske obligationer har i perioden svinget mellem 4,2% og 5,3%, mens renten på en langtløbende dansk statsobligation har svinget mellem 4,4% og 5,5%. Ultimo året var renten 4,4% i Danmark og 4,2% i Tyskland. Renteforskellen mellem danske og tyske langtløbende obligationer har ligget mellem 0,2 %-point og 0,4 %-point.

Realkreditobligationerne har under rentefaldet haft svært ved at følge renterne ned i samme tempo som statsobligationsrenterne. Rentespændet mellem danske statsobligationer og realkreditobligationer har svinget mellem 1,0 %-point og 1,5 %-point og lå ultimo året på cirka 1,45 %-point.

Realrenten på indeksobligationer er faldet 0,5 %-point i 2002 til 2,8%. I foråret omlagde flere pensionselskaber

en del af deres indeksobligationer til nominalobligationer, hvilket førte til faldende efterspørgsel efter indeksobligationer. Dette vendte sidst i 2002, hvor nye investorgrupper – private investorer og investeringsforeninger – har investeret i aktivklassen.

Obligationerne på de nye markeder har vist store udsving i 2002 som følge af den skiftende vurdering af den generelle udvikling i verdensøkonomien. En strøm af nye investeringer i de nye markeder i starten af året bidrog positivt til kursudviklingen. Senere blev de positive nyheder dog overskygget af specielt den økonomiske og politiske krise i Brasilien. Ultimo året medførte rentenedsættelsen fra den amerikanske centralbank samt en stigende appetit på investeringsrisiko, at renterne faldt på de nye markeder.

Overordnet var udviklingen på markedet for high yield virksomhedsobligationer positiv ind til juni måned på trods af, at andelen af misligholdte obligationer steg. Det var troen, på at den amerikanske recession kun blev kort, der havde en positiv indvirkning på markedet. I juni blev opmærksomheden imidlertid rettet mod regnskabs-skandalerne i de amerikanske virksomheder og senere usikkerheden omkring væksten i den amerikanske økonomi samt de faldende aktiemarkeder, hvilket fik markedet til at falde.

Ultimo 2002 steg markedet som følge af, at investorerne i højere grad betragtede virksomhedsobligationer som et alternativ til aktier med samme afkastpotentiale, men mindre risiko. Der var stor spredning i afkastet inden for forskellige sektorer og ratinggrupper.

## Unoterede aktier

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

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

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

Industriens Pensions investeringer i unoterede aktier sker gennem fonde eller investeringssselskaber. Ved udgangen af 2002 var 2% af porteføljen placeret i unoterede aktier.

## Aktiemarkedene

2002 blev endnu et dårligt år for aktier. Samlet set faldt de globale aktiemarkeder 32% målt i danske kroner i 2002.

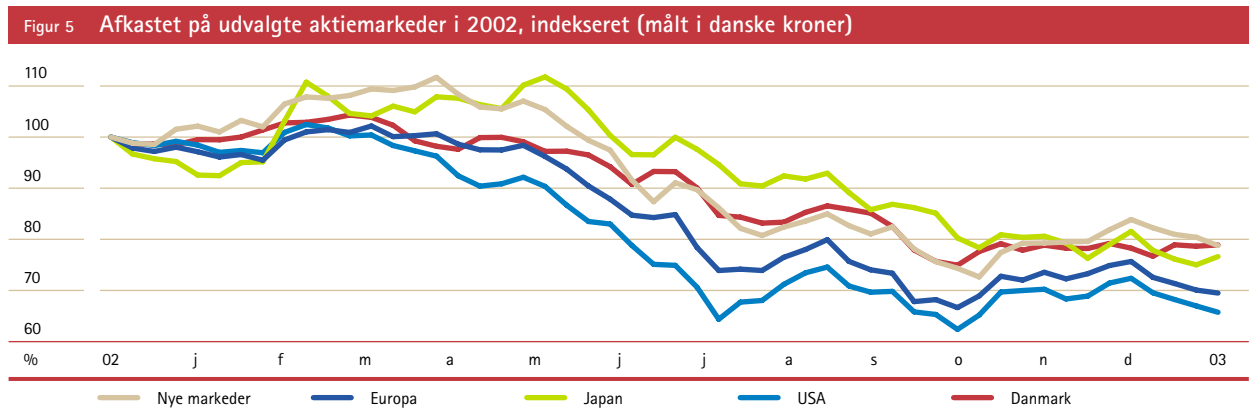
De store kursfald især medio året skyldtes, at den økonomiske vækst, som aktiemarkedet havde indiskonteret i starten af året, udeblev. Desuden medførte regnskabs-skandalerne i USA, at investorernes tillid til selskaberne generelt blev svækket. Dette resulterede i en meget usikker og nervøs stemning. Mod slutningen af året fik også risikoen for krig mod Irak negativ indflydelse på aktiemarkedene.

Kursfaldene i 2002 ramte bredt, og alle sektorer faldt. Med et fald på 18% i danske kroner var forbrugsvarer den sektor, der målt globalt klarede sig bedst i 2002, mens IT og telekommunikation var de sektorer, der oplevede de største fald. Målt globalt faldt begge sektorer over 40% målt i danske kroner i 2002.

Til illustration af udviklingen på aktiemarkedene de seneste år, kan det noteres, at indekset over de 500 største selskaber i USA, Standard & Poor's 500, i 2002 faldt for tredje år i træk. Målt i dollar er Standard & Poor's 500 faldet 38% over de seneste tre år.

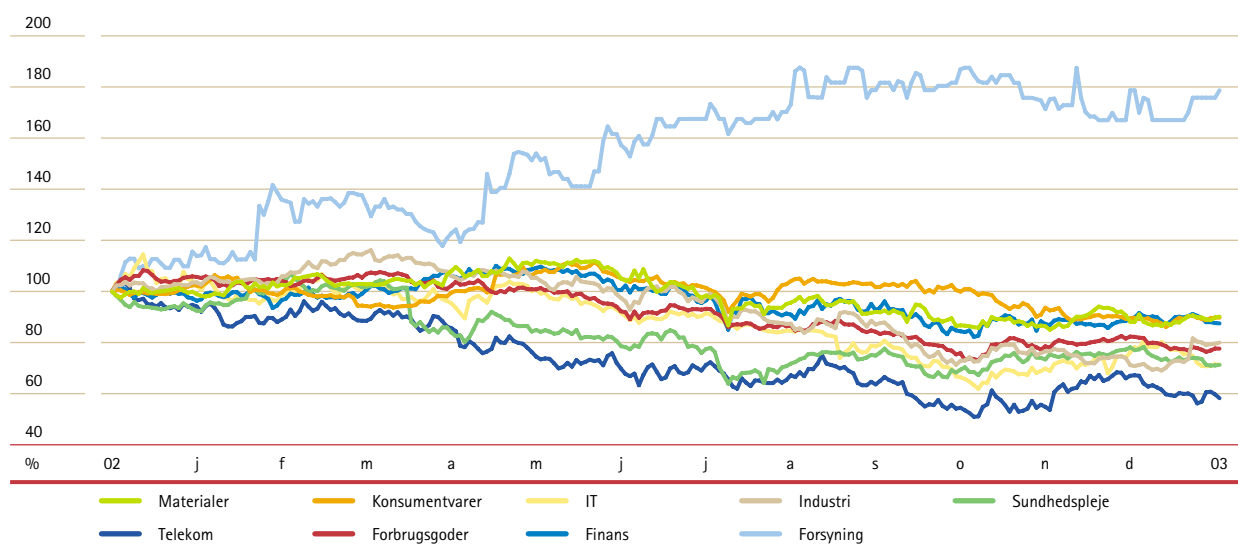
Det var i høj grad udviklingen i de amerikanske aktier, som dikterede udviklingen på aktiemarkedene i Europa og Japan i 2002, men også den svage nationaløkonomiske udvikling i de to regioner influerede negativt. Målt i danske kroner faldt europæiske aktier med 31% i 2002, mens japanske aktier faldt med 24%.

Emerging markets (nye markeder) faldt 21% i danske kroner i 2002 og var dermed blandt de områder, der klarede sig bedst. Dette skyldes, at virksomhederne i disse markeder løbende gennemfører strukturtilpasninger, som sikrer, at virksomhederne fortsat er meget konkurrencedygtige. Desuden er prisfastsættelsen af aktierne på emerging markets (nye markeder) fortsat generelt attraktiv.



Figur 5: Der var kurstab på alle aktiemarkeder i 2002. Danmark og nye markeder klarede sig bedst målt i danske kroner.

Figur 6 Sektorafkast på Københavns Fondsbørs i 2002, indekseret



Figur 6: Sektoren forsyning gav som den eneste blandt danske aktier positivt afkast i 2002.

Det danske aktiemarked udviklede sig parallelt med de internationale aktiemarkeder i 2002. Samlet set faldt danske aktier med 20%. At danske aktier faldt mindre end verdens aktier som helhed målt i danske kroner, skyldtes primært, at investeringer i amerikanske og japanske aktier blev ramt af fald i dollar og yen.

### 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 2002 havde Industriens Pension 2% af porteføljen i kontantindskud.



# Investeringer og afkast

De samlede investeringer i Industriens Pension gav i 2002 et bruttoafkast på minus 2,5% og et nettoafkast (efter pensionsafkastskat) på minus 2,0%. Det var bedre end afkastet på benchmark, der var henholdsvis minus 6,2% og minus 5,1% før og efter pensionsafkastskat.

Afkastet på porteføljen set i forhold til benchmarkafkastet er derfor tilfredsstillende. Absolut set er et negativt afkast imidlertid ikke tilfredsstillende.

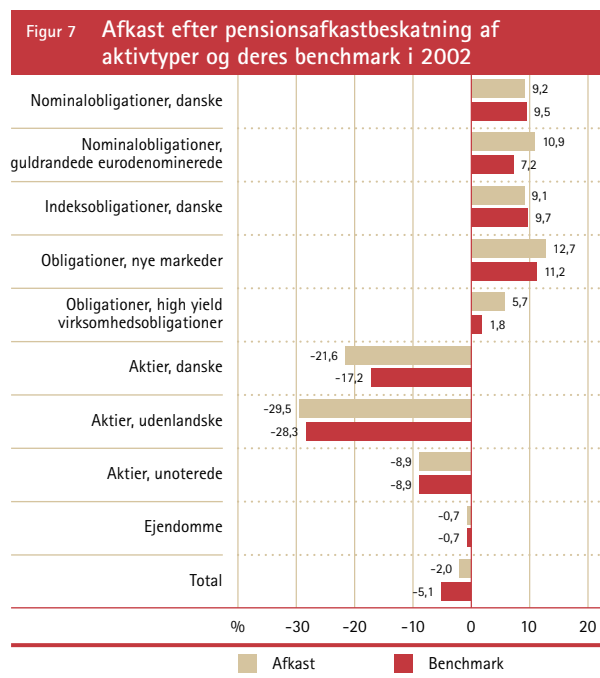
I de lovpligtige nøgletal i regnskabet er afkastet før og efter pensionsafkastbeskatning henholdsvis minus 2,4% og minus 2,0%. Der vil ofte være afvigelser mellem de officielle nøgletal og de opgjorte afkast af investeringerne. Det skyldes forskelle i beregningsmetoder.

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

I figur 7 ses afkastet af Industriens Pensions investeringer i 2002 sammenholdt med anvendte referenceafkast (benchmark).

Afkastet på både guldrandede obligationer, obligationer på de nye markeder samt virksomhedsobligationer var tilfredsstillende set i forhold til benchmark, mens afka-



Figur 7: Obligationer i de nye markeder gav det højeste afkast i 2002.

stet på både danske og udenlandske aktier lå under afkastet på benchmark.

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 8,7% før pensionsafkastbeskatning og 7,4% efter.

Set over de seneste 5 år har det gennemsnitlige afkast været 4,7% før pensionsafkastbeskatning og 4,2% efter. I tabel 14 på næste side ses afkastet af de forskellige aktivtyper år for år i femårsperioden.

I en kort periode i sommeren 2002, da udsvingene på aktiemarkederne var størst, valgte Industriens Pension at afdække en del af risikoen på de udenlandske aktieinve-

Tabel 14 Industriens Pensions afkast efter pensionsafkastbeskatning 1998-2002

	1998 %	1999 %	2000 %	2001 %	2002 %	Gennemsnit <sup>1)</sup> %	Benchmark <sup>1)</sup> %
Nominalobligationer, danske	7,2	0,0	5,4	6,6	9,2	5,6	5,5
Nominalobligationer, guldrandede eurodenominerede	-	-	-	4,6	10,9	7,7	5,9
Indeksobligationer, danske	6,3	1,8	2,4	6,4	9,1	5,2	5,3
Obligationer, nye markeder <sup>2)</sup>	-	2,3	14,8	11,1	12,7	13,3	10,4
Obligationer, high yield virksomhedsobligationer <sup>3)</sup>	-	-	-	-	5,7	5,7	1,8
Aktier, danske	-2,3	24,8	20,2	-14,2	-21,6	-0,3	0,2
Aktier, udenlandske <sup>4)</sup>	15,5	59,1	-8,2	-10,4	-28,9	1,4	0,2
Aktier, unoterede <sup>5)</sup>	-	-	-4,3	-7,2	-8,9	-9,0	-
Ejendomme <sup>6)</sup>	-	-	-	-	-0,7	-2,2	-
<b>Total</b>	<b>6,5</b>	<b>13,2</b>	<b>4,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-2,0</b>	<b>4,2</b>	<b>2,9</b>

steringer ved at købe putoptioner på aktieindeks (en ret til at sælge aktier til en på forhånd aftalt kurs). Optionerne udløb uden at blive udnyttet.

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

I tabel 15 er vist Industriens Pensions eksterne og interne porteføljemanagers afkast og merafkast i forhold til benchmark i 2002 og de seneste 5 år.

Nettoinvesteringerne <sup>2)</sup> udgjorde 2.812 mio. kr. i 2002. I årets løb blev nye investeringer primært foretaget i obligationsporteføljerne, både i guldrandede nominalobligationer, i de nye markeder og i virksomhedsobligationer, som alle var overvægtet i forhold til benchmark.

1) Kirstein Finansrådgivning A/S: Liv og Pension 2002

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

1) Geometrisk gennemsnit pro anno for femårsperioden.

2) Obligationer fra nye markeder indgik først i porteføljen fra den 1. december 1999.

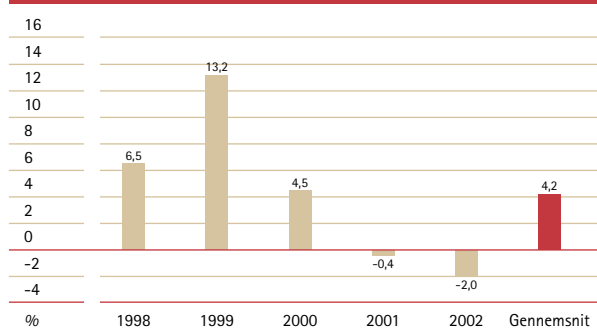
3) Virksomhedsobligationer indgik først fra den 14. november 2001.

4) Ekskl. afdækning.

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

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

Figur 8 Industriens Pensions afkast efter pensionsafkastbeskatning 1998-2002



Figur 8: Set over de seneste 5 år har investeringerne givet et tilfredsstillende afkast efter pensionsafkastbeskatning.

**Tabel 15 Afkast før pensionsafkastbeskatning for Industriens Pensions porteføljemanagere i 2002 og 1998-2002**

Aktivtype/manager	2002			Gennemsnit 1998-2002		
	Afkast %	Merafkast %	Inform. ratio	Afkast %	Merafkast %	Inform. ratio
<i>Guldrandede obligationer danske og eurodenominerede (alle Industriens Pension) <sup>1)</sup></i>	10,7	0,1	0,2	6,9	0,2	0,3
Danske nominalobligationer <sup>1)</sup>	10,8	-0,4	-0,3	7,4	0,2	0,2
Eurodenominerede nom. obligationer <sup>2), 3)</sup>	12,9	4,4	1,4	9,1	2,2	0,6
Indeksobligationer <sup>1)</sup>	9,9	-0,7	-0,7	5,3	-0,1	-0,1
<i>Udenlandske nominalobligationer ekskl. guldrandede eurodenominerede <sup>3)</sup></i>	10,9	3,2	1,3	14,7	6,1	0,9
Morgan Stanley <sup>4), 5)</sup>	15,0	1,8	0,9	16,8	3,4	0,6
T. Rowe Price <sup>4), 6)</sup>	6,7	4,6	1,2	6,7	4,6	1,2
<i>Danske aktier</i>	-25,4	-5,2	-1,6	-1,5	-0,8	-0,2
Nordea	-27,3	-7,0	-1,5	-2,1	-1,4	-0,3
Gudme Raaschou	-24,8	-4,6	-1,5	-2,0	-1,2	-0,4
Industriens Pension <sup>7)</sup>	-22,7	-2,4	-0,9	1,2	0,9	0,2
<i>Udenlandske aktier <sup>8)</sup></i>	-34,8	-1,5	-0,7	-0,4	1,2	0,2
Nordea	-37,3	-4,6	-1,2	0,8	2,2	0,4
Fidelity <sup>9)</sup>	-33,0	-0,2	-0,2	-28,0	0,1	0,1
Credit Agricole <sup>10)</sup>	-25,7	-1,0	-0,3	-7,3	-2,6	-0,6
Capital <sup>11)</sup>	-8,5	0,2	-	-65,8	0,9	-
Pictet <sup>12)</sup>	-15,1	5,9	0,8	2,1	4,8	0,4

Anm.: Afkastet er opgjort eksklusiv kontantbeholdninger.

1) Porteføljen blev indtil ultimo april 1999 administreret i Unibank.

2) Afkastet er opgjort fra porteføljens opstart den 1. januar 2000

3) Afkastet er opgjort inkl. eventuel valutaafdækning.

4) Afkastet er opgjort ekskl. eventuel valutaafdækning.

5) Afkastet er opgjort fra porteføljens opstart den 1. december 1999.

6) Afkastet er opgjort fra porteføljens opstart medio november 2001.

Merafkast måles først fra 2002.

7) Afkastet er opgjort fra porteføljens opstart den 1. juni 1999.

8) Afkastet er opgjort inkl. afdækning.

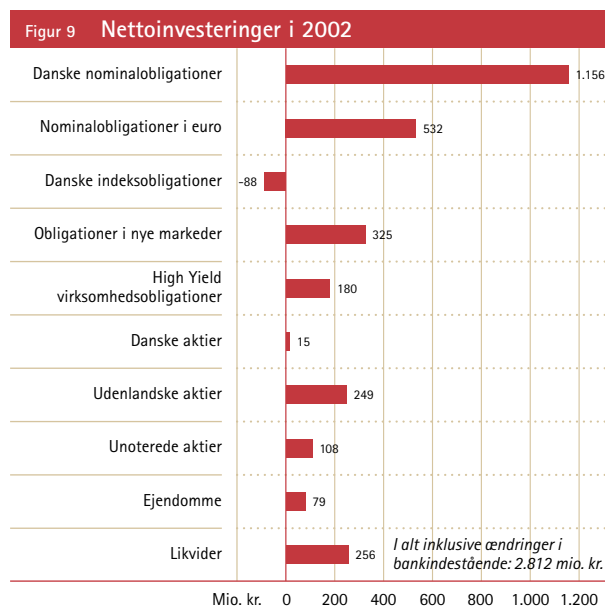
9) Afkastet er opgjort fra porteføljens opstart den 1. august 2001.

10) Afkastet er opgjort fra porteføljens opstart den 1. februar 1999.

Afkastet for 2002 er opgjort frem til den 30. november 2002.

11) Afkastet er opgjort fra porteføljens opstart den 1. december 2002

12) Afkastet er opgjort fra porteføljens opstart den 1. april 1999.



Figur 9: For hver krone, Industriens Pension investerede i 2002, blev cirka 18 øre placeret i obligationer på de nye markeder eller i high yield virksomhedsobligationer.

Dette skete ud fra en vurdering af, at aktiemarkedet i starten af 2002 havde indiskonteret for hurtig og kraftig en vending i den økonomiske vækst og dermed var for dyrt prisfastsat. Hertil kom den stigende mistillid til aktiemarkedet som følge af regnskabskandalerne og senere usikkerheden omkring en eventuel krig mod Irak.

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

Godt 66% af aktierne ultimo 2002 var udenlandske. I figur 11 ses den geografiske fordeling af disse. I løbet af 2002 steg andelen af aktier i de nye markeder, hvilket især skete på bekostning af aktier i Nordamerika.

Fordelingen af de udenlandske investeringer på sektorer er vist i figur 12.

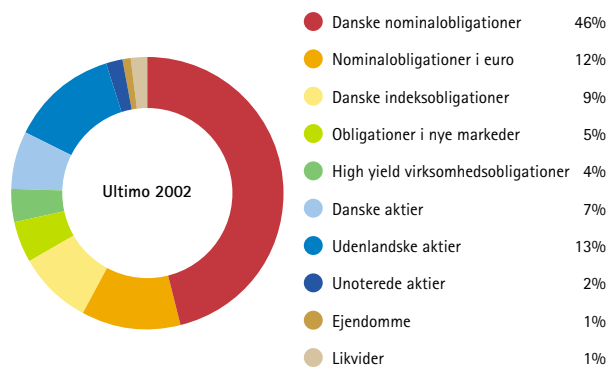
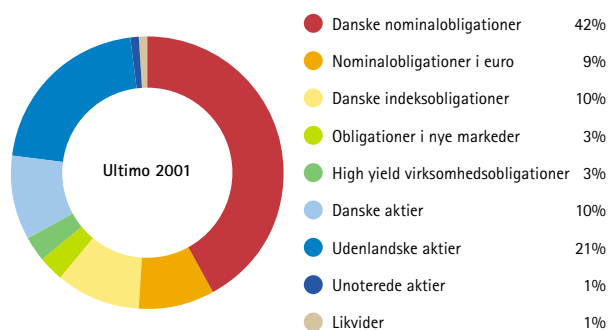
Den danske aktiebeholdning er fordelt på sektorer i figur 13.

## Fast ejendom

Ved 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.

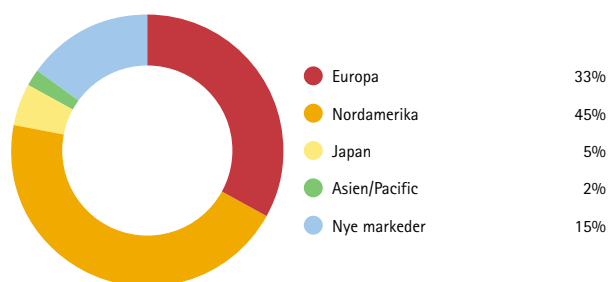
Medmindre ejendomsporteføljen er stor, vil der være relativt store administrationsomkostninger forbundet med investering i fast ejendom. På grund af den begrænsede størrelse af Industriens Pensions investeringsaktiver har selskabet derfor endnu ikke investeret i fast ejendom, bortset fra selskabets domicilejendom.

Figur 10 Investeringer fordelt på aktivtyper



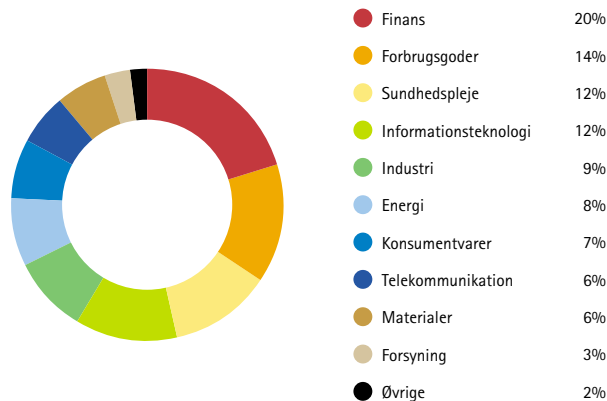
Figur 10: Aktier udgjorde ca. 21% af de samlede aktiver ultimo 2002.

Figur 11 Geografisk fordeling af udenlandske aktier ultimo 2002



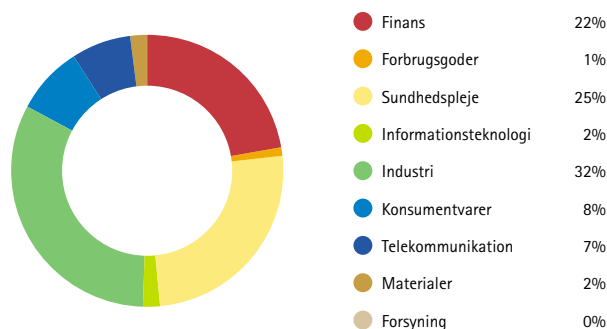
Figur 11: Europa og Nordamerika tegnede sig for knap 80% af Industriens Pensions udenlandske aktieportefølje.

Figur 12 Sektorfordeling af udenlandske aktier ultimo 2002



Figur 12: Sektorfordelingen for udenlandske aktier lå tæt på fordelingen af sektorer i benchmark ultimo 2002.

Figur 13 Sektorfordeling af danske aktier ultimo 2002



Figur 13: Industriselskaber udgjorde den største andel af de danske aktieinvesteringer ultimo 2002.

# Bilag

## 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 2002 havde Industriens Pension solgt for 1.347 mio. kr. amerikanske dollar på termin for at afdække valutarisiko. Der var ikke positioner i andre finansielle afdækningsinstrumenter.

## Større aktieinvesteringer

I de to følgende tabeller er vist aktieinvesteringer med markedsværdi over 20 mio. kr. ultimo 2002 i børs-noterede ikke guldrandede aktiver.<sup>1)</sup>

Tabel 16 Danske aktier

Selskab	Markedsværdi Mio. kr.
A.P. Møller	232
Danske Bank	171
Novo Nordisk	129
H. Lundbeck	89
TDC	86
Danisco	41
William Demant Holding	34
Carlsberg	32
Vestas Wind Systems	28
Nordea	27
Topdanmark	26
Coloplast	26
ISS	25
Group 4 Falck	25
Novozymes	21
<b>I alt</b>	<b>993</b>

Tabel 17 Udenlandske aktier

Selskab	Markedsværdi Mio. kr.
Citigroup	52
Pfizer	51
Microsoft	45
Nestlé	44
Wells Fargo	34
General Electric	34
Exxon Mobil	32
American International Group	32
Johnson & Johnson	31
Aventis	29
Vodafone	28
TotalFinaElf	27
Merck & Co.	27
Abbott Laboratories	26
SBC	23
UBS	23
Alleanza Assicuraz	21
Nokia	21
ENI	20
<b>I alt</b>	<b>601</b>

1) En oversigt over samtlige Industriens Pensions investeringer kan ses på Industriens Pensions hjemmeside [www.industripension.dk](http://www.industripension.dk)



## **Industriens Pension**

Nørre Farimagsgade 3  
1364 København K

Telefon 3393 4566  
Telefax 3393 3556  
[info@industripension.dk](mailto:info@industripension.dk)  
[www.industripension.dk](http://www.industripension.dk)

CVR-nr. 16 61 41 30