

Bestyrelsen

**SAGSNOTAT**

15. MARTS 2021

Vedr. Kapitalforvaltning: Præsentation og status i forbindelse med godkendelse af årsrapporten for 2020

**KONCERN-ØKONOMI
REGNSKABSSEKTIONEN**

Sagsbehandler Koncern-økonomi

NØRREGADE 10
1165 KØBENHAVN K

Baggrund

DIR 35 33 15 70
MOB 93 56 57 65

Bestyrelsen besluttede i december 2015 at gå fra én kapitalforvalter med mandat til kun at investere i danske stats- og realkreditobligationer til 2-4 kapitalforvaltere med mandat til at investere i minimum 75 % danske stats- og realkreditobligationer med op til 5 års varighed og maksimum 25 % andre aktivklasser (aktier og virksomhedsobligationer).

matthias.kofod@adm.ku.dk

Finansiel styringspolitik

Rektoratet besluttede efterfølgende på mødet den 2. november 2016 at udmønte bestyrelsens mandat i den finansielle styringspolitik. Af den fremgår det, at strategien for de andre aktivklasser skal være et langsigtet glidende gennemsnit på 12,5 % over en 4-årig periode og med maks. 3 års varighed for danske stats- og realkreditobligationer. Der kan investeres i investeringsforeninger.

Eftersom det glidende gennemsnit kunne medføre unødige tab i slutningen af den 4-årige periode, besluttede rektoratet fra 1. maj 2019 at fjerne begrænsningen og i stedet indføre et absolut maks. på 15 % for andre aktivklasser end stats- og realkreditobligationer. Samtidig blev de maks. 3 års varighed for danske stats- og realkreditobligationer ændret til maks. 5 år.

På grund af det ugunstige rentemiljø for stats- og realkreditobligationer besluttede rektoratet den 29. oktober 2020 at udvide det absolutte maks. på 15 % for de andre aktivklasser end stats- og realkreditobligationer til 25 %.

Investeringspolitik

Den 25. oktober 2016 godkendte bestyrelsen den etiske investeringspolitik. Den tilsiger, at investeringsstrategien skal baseres på 10 konventioner, der

har sit ophav i FN, OECD og industrien selv. 0-tolerance over for investeringer i etisk udfordrede selskaber er ikke en praktisk mulighed. Derfor opererer KU med grænseværdier på bestemte områder, der alle er defineret ud fra en omsætningsbetragtning. Der kan ikke investeres i selskaber, hvor omsætningen for våben, tobak, spil, pornografi eller fossile brændstoffer er større end 5 %. KU kan heller ikke være investor i et forsyningsselskab, hvis produktionskapaciteten fra kul udgør mere end 50 %.

Kapitalforvaltere

Pr. 1/6-2017 fik Nykredit, SEB og Sydbank, som vandt EU-udbuddet, hver tildelt 0,7 mia. kr. KU opsagde sit engagement med Sydbank 1/11-2020, og Sydbanks midler blev fordelt ligeligt mellem Nykredit og SEB Bank. Opsigelsen af Sydbank skyldtes bankens fortsat dårlige afkastmæssige performance sammenlignet med de 2 andre på trods af en klar forventningsafstemning i 2019 mellem KU og Sydbank.

Kapitalforvalterne er forpligtet til to gange årligt at lade deres dispositioner screene af et internationalt anerkendt screeningsselskab, der således fungerer som garant for, at KU's etiske investeringspolitik overholdes. Derudover skal forvalterne én gang årligt afgive en erklæring om, at KU's etiske investeringspolitik er overholdt. Dette lever forvalterne fuldt ud op til.

Eftersom udvalget af etisk forsvarlige investeringsprodukter (investeringsforeninger) fortsat er begrænset, har kapitalforvalterne oplyst, at de etiske retningslinjer kan have betydning for afkastet. KU kunne sandsynligvis opnå et større afkast ved investeringer i investeringsforeninger, der f.eks. rummer uetiske selskaber.

Kapitalforvaltningen af KU's midler kan ses som en sikringsakt imod bankkonkurser, inflation og negative indlånsrenter. Kapitalforvalterne er bekendt med, at forvaltningen skal være kapitalbevarende og ikke spekulativ.

Status – hvordan er det gået siden 1/6-2017?

Følgende tabel viser det akkumulerede nettoafkast (dvs. afkast minus omkostninger) for årene 2017-2020 og januar/februar 2021¹ samt totalt for hver af de tre forvaltere:

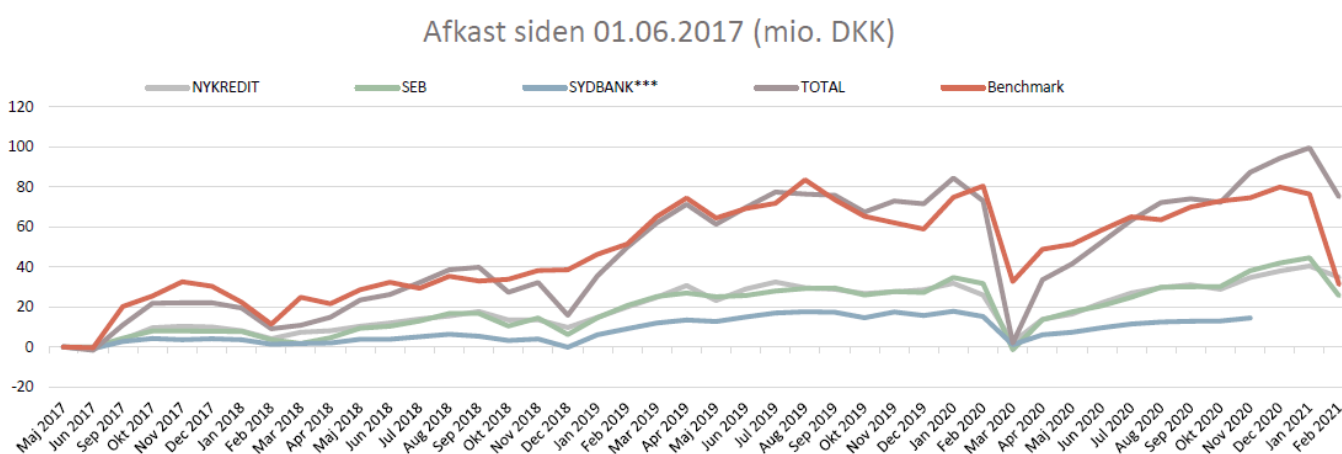
¹ Jesper Olesen vil modtage de seneste tal i en mail lige inden bestyrelsesmødet.

Kapitalforvalter (mio. kr.)	2017	2018	2019	2020	Jan/Febr-21	I alt
Nykredit	10,0	-0,3	19,9	9,3	-3,0	34,9
SEB	7,9	-1,6	21,0	14,7	-16,3	25,7
Sydbank	4,2	-4,4	15,9	-1,3	0,0	14,4
Saldo	22,1	-6,3	56,8	22,7	-19,3	75,0

Som forventet i foråret 2020 fik COVID-19 pandemien stor betydning for udviklingen på finansmarkederne, men på trods af krisen, kom KU ud af 2020 med et positivt afkast.

I årets første 2 måneder har KU haft et urealiseret tab på 19,3 mio. kr., der skyldes stigninger i de nominelle statsrenter i USA og til dels i Europa. Det har medført negative afkast på både statsobligationer og investment grade obligationer, der udgør langt hovedparten af KU's investeringsportefølje.²

Følgende graf viser det akkumulerede afkast i mio. kr. for hver forvalter siden 1/6-2017 og frem til 28/2-2021. Derudover er det totale afkast af KU's samlede portefølje samt benchmark³ indlagt i grafen:



Som det fremgår af både oversigten og grafen har Nykredit og SEB klaret sig bedst i hele perioden frem til marts 2020 hvor COVID-19 krisen satte ind, mens Sydbank i det meste af perioden har ligget langt under de andre to. Eftersom Sydbank på trods af flere klare tilkendegivelser fra KU's side ikke var i stand til afkastmæssigt at følge de 2 andre forvaltere efter marts

² Markedet er volatilt i øjeblikket, hvilket bedst illustreres af, at KU's kapitalforvaltere pr. 12. marts har et positivt afkast på 20,8 mio. kr. og dermed har skabt et mindre positivt afkast i 2021.

³ Benchmark er et markedsindeks, der kan bruges som sammenligningsgrundlag for en specifik investering. Det bruges til at bestemme, om resultatet af en investering er markedstilsvarende. Her er indekset for danske realkreditobligationer valgt for at vise resultatet af beslutningen om at gå fra et rent obligationsmandat til et blandet mandat. Det skal bemærkes, at indekset baserer sig på den samlede investeringsportefølje og således ikke kan sammenlignes direkte med den enkelte forvalters resultater.

2020, valgte rektoratet at opsigte aftalen med Sydbank i november 2020 og fordele midlerne ligeligt til Nykredit og SEB.

SIDE 4 AF 6

Det forholdsvist svage afkast i 2020 har sin årsag i COVID-19-krisen, men det er vigtigt at bide mærke i, at der løbende er tale om et øjebliksbillede. Som eksempel herpå har de første halvanden måneder af 2021 givet et afkast, der er halvt så stort som afkastet for hele 2020.

Når man sammenligner KU's afkast i 2018, 2019 og 2020 med f.eks. pensionskassernes afkast er det vigtigt, at notere sig, at KU som følge af porteføljens sammensætning på aktivklasser klarede sig bedre end samtlige pensionskasser i 2018.⁴ Pensionskassernes afkast lå i 2018 mellem -2,4 % og -7,7 %, mens KU's afkast udgjorde -0,3 %. Pensionskasserne har til gengæld i 2019⁵ og 2020⁶ haft et bedre afkast end KU på grund af deres anderledes risikoappetit og andre investeringsmuligheder. Pensionssekskabernes afkast hentes ikke på obligationsmarkedet, hvor KU fortsat har bundet størstedelen af porteføljerne. I 2020 opnåede KU et afkast på aktier på 9,2 % og obligationer på 0,25 %. Det samlede afkast i 2020 landede på 1,1 %.

Følgende tabel viser aktivtypen fordelt pr. forvalter og totalt pr. 28/2-2021:

Kapitalforvalter	Nykredit		SEB		Total	
	Mio. kr.	%	Mio. kr.	%	Mio. kr.	%
Stat/reakreditobl.	898,0	82,2	894,5	82,6	1.792,5	82,4
Aktier	150,8	13,8	150	13,8	300,8	13,8
Virksomhedsobl.	30,8	2,8	33,2	3,1	64,0	2,9
Diverse kontanter ⁷	13,3	1,2	5,8	0,5	19,1	0,9
I alt	1.092,90	100,0	1.083,50	100,0	2.176,4	100,0

Risikovurdering af investeringsporteføljen

Risikovurderingen af KU's porteføljer er alene et udtryk for, hvad KU i værste tilfælde kan risikere at tabe, og ikke et udtryk for, hvad KU forventer at tabe med den nuværende porteføljesammensætning. Begge forvaltere forventer et positivt afkast i 2021.

Af følgende oversigt fremgår det forventede afkast 1 år frem samt en risikovurdering af KU's tre porteføljer ved anvendelse af to begreber; Value-at-Risk (VaR) og renterisiko:

⁴ Kilde: Børsen, 10. januar 2019 – Dannebrog Invest, Morningstar Direct og pensionssekskabernes

⁵ Kilde: Børsen, 10. december 2019. Pensionskunder har i 2019 fået afkast mellem 13,1 og 18,4 %, alt efter pensionskassen.

⁶ Kilde: <https://finans.dk/finans2/ECE12663932/velliv-og-ap-pension-vandt-kaploebet-om-de-hoejeste-pensionsafkast-i-2020/?ctxref=ext>, Pensionskunder i 2020 har fået et afkast på mellem 5,5 og 9,7 %.

⁷ Div. kontanter og kontantindeståender i investeringsforeninger.

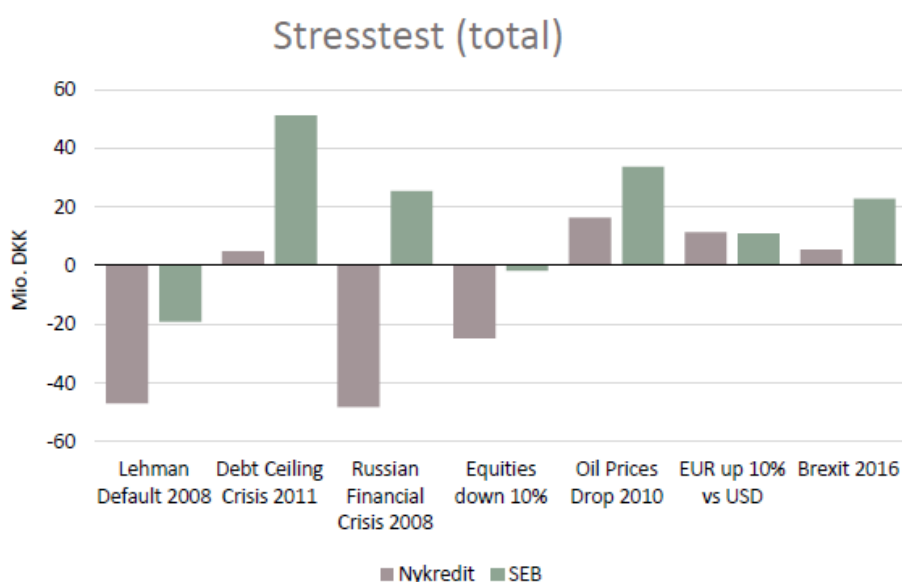
Kapitalforvalter (mio. kr.)	Forventet afkast 1 år frem	VaR 99,5 % 1 år	VaR 95 % 1 år	Renterisiko med rente- stigning på 1 %
Nykredit	6,23	-214,67	-59,61	-24,95
SEB	17,80	-214,99	-82,04	-43,11
I alt	24,03	-380,20	-130,87	-68,06

Note: Forventet afkast og VaR beregnes på totalporteføljen.⁸ Renterisiko beregnes alene på obligationsporteføljen. Både VaR og renterisiko viser forventningerne 1 år frem fra opgørelsesdatoen. Totaltallene for VaR og Renterisiko viser risiko for hele porteføljen, og ikke risikoen for de enkelte porteføljer sammenlagt. Forventet afkast er oplyst af kapitalforvalterne.

VaR viser, hvad porteføljerne maksimalt vil tabe i mio. kr. med hhv. 99,5 % og 95 % sandsynlighed i løbet af 1 år under normale markedsforhold.⁹ Der er derfor ikke taget hensyn til naturkatastrofer, store konkurser, pandemier eller andre ekstreme tilfælde, som der gør sig gældende på nuværende tidspunkt.

Renterisikoen viser det beregnede tab på obligationsbeholdningens værdi i tilfælde af en rentestigning på 1 %. Desto højere renterisiko, desto følsomere er porteføljen for rentændringer.¹⁰

Følgende figur med stresstests angiver, hvordan KU's porteføljer ville agere under historiske kriser med tilhørende markedsudsving som f.eks. Brexit-afstemningen i 2016:



⁸ VaR er her beregnet ved hjælp af metoden "Historisk Simulation" over 3 år.

⁹ Det betyder også, at porteføljerne med hhv. 0,5 % og 5 % sandsynlighed vil tabe mere end det angivne beløb i løbet af 1 år.

¹⁰ Skulle renten i stedet falde, vil KU få en mindre gevinst end tabet ved rentestigningen.

F.eks. vil en gentagelse af Brexit i 2016 med den nuværende porteføljesammensætning for begge porteføljer betyde et positivt afkast af varierende størrelse. Derimod hvis den finansielle krise i Rusland i 2008 gentages, vil Nykredits portefølje lide et betydeligt tab, mens SEB's portefølje vil opnå betydelige gevinster.

Investeringsomkostninger 2019 og 2020

Nedenstående tabel angiver de samlede omkostninger for kapitalforvaltning på KU, der er opdelt i direkte omkostninger (forvaltningsgebyr) og indirekte omkostninger, der vedrører omkostninger i de benyttede investeringsfor- eninger:

Kapitalforvalter (i kr.)	2019			2020		
	Forvaltningsgebyr	Indirekte omkostninger	Total	Forvaltningsgebyr	Indirekte omkostninger	Total
Nykredit	-80	-649.299	-649.379	0	-1.130.276	-1.130.276
SEB	-63.399	-665.666	-729.065	-139.832	-858.238	-998.070
Sydbank	-222.798	-373.948	-596.746	-151.387	-160.837	-312.224
Total pr. omkostningstype	-286.277	-1.688.913	-1.975.190	-291.219	-2.149.351	-2.440.570

Det skal pointeres, at de indirekte omkostninger i tabellen betales løbende og medfører et lavere afkast på månedsbasis, mens forvaltningsgebyrerne reducerer beholdningerne, når de betales. Omkostningerne er derfor allerede indregnet i de tidligere tabeller og grafer.