



Corporate Governance

i

CS Pensionsfond

Forord	3
Bestyrelse, herunder særlig sagkundskab.....	4
Fuldmagtsforhold.....	5
Fondens daglige ledelse.....	5
Fondenes forretningsmodel.....	5
Overordnet investeringsfilosofi	6
Fondes ”særlige situation”	8
Pensionsfonden.....	8
Investeringsretningslinjer	10
Etik og forhold til investeringer.....	11
Kontrol af den administrative ledelse	13
Fondschef/souschef m.h.t. værdipapirhandel for egen regning	13
Information til bestyrelsen.....	13
Hvad kan kritiseres – og hvad er forsvaret?	14
Store og små problemer	15
Penge flow	16

Forord

CS Pensionsfonds bestyrelse har, med inddragelse af fondschefen og fondenes tilknyttede rådgivere, gennem årene haft stadige drøftelser vedrørende corporate governance, risikostyring og kontrol, specielt i forbindelse med fondens formue. Det er væsentligt for fondens bestyrelse, at den har gjort alt, hvad der med rimelighed kan forlanges for at sikre medlemmernes formue bedst muligt, herunder sikre mod tab som følge af f.eks.:

- U hensigtsmæssige investeringsretningslinjer.
- U hensigtsmæssige investeringer inden for investeringsretningslinjerne, f.eks. som følge af udygtighed eller uhensigtsmæssige incitamenter.
- Decideret svindel.

Formålet med dette Corporate Governance notat er at samle i ét notat, dels de retningslinjer der er gældende p.t., dels de overvejelser der ligger bag bestyrelsens beslutninger. Notatet opdateres løbende efter behov. Derudover afholdes der ca. hvert andet år et bestyrelsesseminar, hvor Corporate Governance indgår som fast punkt, hvorefter notatet opdateres. Det er senest sket ved bestyrelsesseminar september 2021.

Michael Bygholm
Formand

Bestyrelse, herunder særlig sagkundskab

Grundlaget for fondenes virke er beskrevet i vedtægter som vedtaget på repræsentantskabsmøde, samt godkendt af Forsvarsministeriet og Skat.

Bestyrelsen har op til 10 medlemmer. 5 medlemmer vælges af repræsentantskabet og 2 udpeges af Forsvarsministeriet, heraf formanden. Det vil derfor ikke altid gælde, at der i bestyrelsen altid er personer, der har al den nødvendige ekspertise. Derfor har bestyrelsen mulighed for at selvsupplere med op til 3 eksterne bestyrelsesmedlemmer, hvis og når bestyrelsen får brug for at få tilført særlig ekspertise, jf. vedtægterne. Pt. har bestyrelses ét eksternt medlem.

Bestyrelsen har derudover fundet det hensigtsmæssigt at ansætte en ekstern deltidskonsulent (p.t. professor Michael Møller, Institut for Finansiering, CBS). Konsulenten deltager i bestyrelsesmøder med taleret. Konsulenten kan rapportere direkte til bestyrelsen. Hvis han er uenig i dispositionerne, som bestemmes og udføres af fondschefen, skal han øjeblikkeligt rapportere dette til bestyrelsen.

Konsulenten bistår derudover fondschefen som sparringspartner, skriver noter, artikler til medlemsblade osv.

Uddannelse af bestyrelse: Fondens bestyrelsesmedlemmer skal gennemgå nødvendige basismoduler for bestyrelsesuddannelse, således at bestyrelsen certificeres i overensstemmelse med Finanstilsynets anvisninger på området, uanset at CS Pensionsfond ikke er omfattet af disse. Dette krav gælder dog ikke for bestyrelsesmedlemmer udpeget pga. særlig ekspertise, der forventes at have erhvervet de nødvendige kvalifikationer på anden vis.

Derudover afholdes der med ca. to års mellemrum et flerdages seminar for bestyrelsen. De planlægges bl.a. ud fra udskiftninger i bestyrelsen.

Vedtægter m.v.: Fonden har valgt ikke at have aldersgrænser for bestyrelsesmedlemmer og heller ikke maksimale valgperioder.

Fuldmagtsforhold

Fuldmagter: Der er meddelt fondschefen fuldmagt til at investere i overensstemmelse med de af bestyrelsen fastsatte investeringsretningslinjer. Fondschefen har tillige bemyndigelse til at træffe dispositioner vedrørende den daglige drift og administration. Der skal til enhver tid foreligge en skriftlig fuldmagt til fondschefen.

Fondens daglige ledelse

Fondens daglige ledelse består af en fondschef og en souschef. Fondschef og souschef deltager begge i den daglige drift og afvikling af opgaver i fonden for at sikre fondens robusthed mod sygdom og jobskift.

Fondenes forretningsmodel

Fondens forretningsområde er bestemt gennem kollektive aftaler gældende på statens område, herunder aftaler indgået mellem Forsvarsministeriet og Centralforeningen for Stampersonel og aftaler indgået mellem Finansministeriet og de statsansattes centralorganisationer. Forretningsmodellen er derfor først og fremmest et spørgsmål om, hvilke produkter fondene skal tilbyde medlemmerne.

Fondens forretningsmodel kan udtrykkes meget simpelt:

Ekstremt simple produkter, ingen livsvarige pensioner og ingen rentegarantier.

Få og simple valgmuligheder, hvilket mindsker risiko for problemer med IT-systemer og fejl generelt, ligesom det mindsker mulige udfordringer ved medarbejderskift. Derudover gør det lettere for medlemmerne at vælge. Forskning viser, at mange valgmuligheder fører til manglende valg.

Passiv investeringsstrategi, hvilket mindsker behov for kontrol, performance-evaluering osv.

Hovedvægt på likvide værdipapirer med veldefineret markedsværdi.¹ CS Pensionsfond har kun én ejendom, hvis værdi udgør under en halv pct. af fondens formue. Fonden trækker sig ud af ejendomsmarkedet, fordi fonden er en lille spiller på ejendomsmarkedet og således ikke har de operationelle muligheder for gen-husning som følge af eksisterende lejes ændrede pladsbehov/ønsker.

¹ Hvor pensions- og forsikringsselskaber i gennemsnit har omkring 7 pct. i "alternative investeringer", jf. rapport fra Finanstilsynet "Livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser: Alternative investeringer", har CS Pensionsfond 0% i alternative investeringer. Alternative investeringer omfatter private equity, alternativ kredit (direkte udlån), infrastruktur, jordbrug og såkaldte Hedgefonde, mens fast ejendom ikke opfattes som alternative investeringer.

Finanstilsynet lægger vægt på, at der er modeller til løbende værdifastsættelse af illikvide aktiver. CS Pensionsfond får som hovedregel foretaget en "let" vurdering af ejendommen (så længe denne haves) én gang om året, kombineret med en større vurdering hvert 5. år, dog med opmærksomhed på, at det kan være hensigtsmæssigt med hyppigere vurderinger, hvis der sker meget store ændringer på ejendomsmarkedet. Modellen er valgt fordi andelen af illikvide aktiver er så lav, som den er, dvs. betydningen af en unøjagtighed i vurderingen er ubetydelig. Af omkostningsmæssige hensyn er fonden tilbageholdende med at få foretaget omfattende vurderinger hvert år.

Bestyrelsen har senest ved seminaret i september 2021 diskuteret produktudbuddet.

Historisk har fonden valgt at give medlemmerne meget få valgmuligheder, med anbefaling om at vælge "mellem risiko" (tidligere Almen Investeringsafdelingen).

Fonden har som standardprodukt et livscyklusprodukt (Life-Cycle), hvor risikoandelen varierer over livet, men med 3 mulige niveauer, jf. afsnittet Pensionsfonden, side 9.

Bestyrelsen er enig om, at dette både er tro mod fondens passive investeringsfilosofi og samtidig imødekommer behovet for valgmuligheder i den udbudte produktportefølje som følge af bl.a. forskellige ændrede ansættelsesformer.

Overordnet investeringsfilosofi

Fondens overordnede investeringsfilosofi, som præger hele fondens set-up, er, at der skal føres en passiv porteføljepolitik ("køb og behold"). Der er tre overordnede begrundelser for denne politik:

Ydmyghed: Fondens bestyrelse mener ikke, at den kan finde en fondschef, der kan finde porteføljemanagere, der kan tjene penge på en aktiv investeringsstrategi, specielt ikke på de internationale markeder. Udgangspunktet er derfor en meget lav omsætningshastighed for porteføljen.

Bestyrelsens kvalifikation og forretningsmodel: Det fremgår af Finanstilsynets skemaer mht. evaluering af bestyrelsen, at en sådan evaluering skal tage udgangspunkt i den pågældende finansielle virksomheds forretningsmodel. Jo mere avanceret forretningsmodel, desto større krav stilles til bestyrelsen. Da bestyrelsen ikke er selvsupplerende, har man opfattet det som hensigtsmæssigt med en enkel forretningsmodel, da det minimerer sandsynligheden for, at

bestyrelsen ikke har de nødvendige kvalifikationer. Herudover er det generelt bestyrelsens indstilling, at enkelthed er godt i sig selv.

Risiko og kontrol: Bestyrelsens opfattelse er, at risiko for overdreven spekulation, "rogue traders", direkte svindel eller tab som følge af simpel dumhed, mindskes kraftigt ved en passiv politik. Af samme årsag søges anvendelse af finansielle instrumenter, der kan mindske overskueligheden, holdt på et minimum. Dette kan underbygges af følgende betragtninger omkring risici ved en aktiv politik (hyppig handel):

- Overdreven spekulation: Porteføljemanagere kan blive fristet til påtage sig større risici end optimalt for kunden, som følge af uhensigtsmæssige incitamentsstrukturer og -kontrakter. Porteføljemanagere ansat til aktiv porteføljemanagement kan ligeledes have en frygt for at blive fyret, hvis de ikke "slår markedet", og utilfredsstillende resultater kan derfor let resultere i at vedkommende påtager sig stadig større risici i håb om at "komme ovenpå".
- Rogue traders: Jo mere, der handles, og jo mere komplicerede instrumenter, der anvendes, desto vanskeligere er det at kontrollere, om retningslinjerne overtrædes. Nogle porteføljemanagere overskrider de grænser, der er lagt for, hvad de må foretage sig. Investeringsretningslinjer må derfor følges op med kontrol af, om disse overholdes.
- Direkte svindel: Porteføljemanagere kan svindle ved at få returkommission, ved at købe illikvide aktier privat og derefter købe større poster på fondens vegne osv.
- Dumhed: En "dum" porteføljemanager kan, med den bedste vilje af verden, påføre fonden tab, selv om han gør sit bedste og handler inden for de givne retningslinjer.

En passiv politik mindsker alle disse risici væsentligt. I forlængelse af ovenstående er der reelt tre fordele ved en passiv politik:

1. Den mindsker muligheden for de ovenfornævnte problemer.
2. Den tiltrækker ikke de mennesketyper, der tiltrækkes af den aktive politik. Svindlere søger hen, hvor der er mulighed for at svindle, spekulanter hvor der er stor mulighed for at spekulere osv.
3. Den passive politik minimerer behovet for at bruge store ressourcer på sammenlignende afkastmåling. Med en aktiv porteføljemanagement er det logisk at bruge ressourcer på at sammenligne porteføljemanagerne

med forskellige indeks, kontrollere for risiko, omkostninger osv., alt sammen ganske omkostningskrævende aktiviteter, som kræver betydelig ekspertise både hos fondschef og bestyrelse.

Fondens "særlige situation"

CS Pensionsfond adskiller sig på en række områder fra pensionskasser og lignende. Faktisk er der ikke nogen oplagte aktører, som CS Pensionsfond kan "benchmarke" sig over for.

CS Pensionsfond giver ikke et pensionstilsagn, dvs. CS Pensionsfond har ikke noget problem med at holde sine løfter, for der afgives ingen løfter. Det gør risikostyring enklere. Fonden kan f.eks. ikke blive tvunget til at omlægge fra aktier til obligationer som følge af "rødt lys" (påbud fra Finanstilsynet) eller lignende.

CS Pensionsfond

Kontantafdelingen er som udgangspunkt udsat for to typer af risici: 1) Fonden får ikke den maksimalt opnåelige rente, og 2) fonden placerer midlerne i et pengeinstitut, der går konkurs. Fonden har valgt at reducere risikoen for tab gennem at:

- vælge primær bankforbindelse ud fra risikoovervejelser og
- reducere kontantbeholdningen ved, at lade Kontantafdelingen "udlåne" midler til Obligationsafdelingen

Vedr. udlån til Obligationsafdelingen, så udlånes til en rente svarende til den, som CS Pensionsfonds bankforbindelse forrenter CS Pensionsfonds kontantindestående med. Herved påføres Obligationsafdelingen formelt en beskeden gearing, men reelt holdes den nede gennem den samlede porteføljepolitik, idet der i valg af varighed for obligationsbeholdningen tages hensyn til, at en del af pengene er lånt fra Kontantafdelingen. Denne fremgangsmåde er valgt under hensyn til, at Kontantafdelingen er lille i forhold til Obligationsafdelingen. Den vil blive genovervejet, såfremt forholdene skulle ændre sig væsentligt.

Risikoafdelingen er den afdeling, hvor det i praksis er væsentligst at være opmærksom både på risiko og på faren for fejl, svindel etc. I Risikoafdelingen fastlægger vedtægterne, at op til 100 pct. af aktiverne må være investeret i aktier, fast ejendom o.l. risikable aktiver.

Der er to store grupper i CS Pensionsfond.

For en væsentlig del af medlemmernes vedkommende udgør deres midler i CS Pensionsfond kun overbygningen på deres pensionsordning, idet de har en tjenestemandspension at se frem til. Da tjenestemandspensionen er fuldstændig uden investeringsrisiko, kan de tåle så meget desto mere procentvis risiko for så vidt angår den del af "pensionsformuen", der står i Pensionsfonden. Der kan for disse medlemmers vedkommende argumenteres for, at formuen skal investeres med stor vægt på forventet afkast (først og fremmest aktier) og med mindre vægt på risiko, dvs. maksimal aktieandel.

Der er en anden og hastigt voksende gruppe, har ikke en tjenestemandspension at se frem til (alle nyansatte pr. 1. april 2015 eller senere på Centralforeningen for Stampersonels aftaleområde samt ansatte i Beredskabsstyrelsen). Hele pensionsformuen står således i CS Pensionsfond. Denne gruppe vil have mulighed for valg mellem Kontantafdelingen og tre forskellige aldersbetingede risikovarianter, nemlig "lav risiko" (25 pct. aktier og 75 pct. obligationer), "mellem risiko" (50 pct. aktier og 50 pct. obligationer) og "høj risiko" (75 pct. aktier og 25 pct. obligationer). Hvis en nyansat er yngre end 50 år og ikke foretager en aktiv handling i forhold til placering af hans/hendes pension placeres denne automatisk i "høj risiko". Alle nyansatte oplyses om dette i et velkomstbrev, med information om de øvrige "Risikomuligheder". Dette tilgodeser såvel de aktive (forstået som dem, der løbende tager aktiv stilling til placering af deres pension), de inaktive (forstået som dem, der overlader spørgsmålet om risiko og placering af pension til CS Pensionsfond), nyansatte og de ældre grupper.

Det forhold, at CS Pensionsfond ikke har livsvarige pensioner og, at medlemmerne kan træde ud af ordningen med store engangsudbetalinger (i forbindelse med overflytning til andre ordninger) gør, at det er væsentligt for CS Pensionsfond, at formuens størrelse på ethvert tidspunkt er opgjort til realistiske markedsværdier. Hvis CS Pensionsfond havde tungt omsættelige aktiver optaget til værdier over markedsværdien (i praksis kun en teoretisk mulighed i Risikoafdelingen), vil der kunne opstå risiko for et "run" på Risikoafdelingen, hvor mange ville ønske at udtræde og få deres andel af formuen udbetalt på basis af de urealistisk høje værdier, således, at "taberne" sidder tilbage med de overvurderede aktiver. CS Pensionsfond har minimeret denne risiko ved dels kun at have få illikvide aktiver, dels ved at have mulighed for at foretage omvurdering af ejendommenes værdi i løbet af året, hvis det skønnes hensigtsmæssigt. Fonden har benyttet sig af denne mulighed én gang.

Det forhold, at CS Pensionsfond adskiller sig en del fra øvrige pensionsordninger gør, at det ikke giver meget mening for CS Pensionsfond at søge at "gøre som de øvrige" på formueallokeringsområdet, dvs. lægge aktivallokeringen tæt på gennemsnittet af de øvrige. Af samme årsag giver det ikke så meget mening at søge at foretage omfattende benchmarking på afkastområdet. CS Pensionsfond bruger derfor væsentligt mindre ressourcer på sådanne sammenligninger, end pensionskasser almindeligvis gør.

Investeringsretningslinjer

Fondens bestyrelse fastlægger løbende inden for vedtægternes rammer de overordnede investeringsretningslinjer for at styre risikoen. For så vidt angår forholdet mellem Risikoafdelingen og Obligationsafdelingen afspejler andelen af henholdsvis aktier og obligationer medlemskredsens overordnede tilbøjelighed til valg af risiko. Er der således en overordnet tilbøjelighed hos medlemmerne til valg af "mellem risiko", så vil andelen af både aktier og obligationer udgøre 50 pct. Er der derimod en overordnet tilbøjelighed til valg af "høj risiko" vil andelen af aktier udgøre 75 pct. og andelen af obligationer 25 pct. etc.

Risikoafdelingens investeringer

For så vidt angår sammensætningen af den samlede aktieportefølje er der pt. ikke lagt grænser ind for delposter (amerikanske aktier, europæiske aktier etc.). Dog skal det bemærkes, at selvom andelen af danske aktier i aktieporteføljen er reduceret væsentligt, udgør denne fortsat en relativ stor andel set i forhold til aktiesammensætningen i pensionskasser i almindelighed. Danske aktier må derfor maksimalt udgøre en tredjedel af den samlede aktieportefølje.

Risikoafdelingen investerer fortrinsvis i aktier, erhvervsobligationer (herunder ansvarlig kapital i pengeinstitutter) og gældsbreve, direkte eller igennem low-cost investeringsforeninger og ETF (Exchange Traded Funds), samt i en bestående portefølje af ejendomme, jf. afsnittet Fondens forretningsmodel, side 6?

Maksimalt 3 pct. af Risikoafdelingens formue kan investeres i et enkelt selskab. Dette er gældende for individuelle aktieinvesteringer. Investeres via investeringsforening (fondens udenlandske aktier er placeret i Five Danes) følges de generelle regler om placering for investeringsforeninger.

Der kan endvidere investeres for op til 10 pct. af Risikoafdelingens formue i erhvervs-statsobligationer/pante og gældsbreve.

Risikoafdelingen kan have indtil 10 pct. af formuen som kontant eller investeret i stats-eller realkreditobligationer.

Etik og forhold til investeringer

CS Pensionsfond har efter nøje overvejelse valgt **ikke** at have egne formelle etiske investeringsretningslinjer for placering af vores investeringer.

Eventuelle etiske problemer opstår først og fremmest i forbindelse med aktier. Fondens obligationer består praktisk talt udelukkende af danske realkredit- og statsobligationer, hvor de etiske problemer efter fondens mening er begrænsede.

For så vidt angår danske aktier investerer fonden selv i disse. Skulle der opstå etiske problemer i forbindelse med danske aktier, vil fondens direktion og bestyrelse behandle spørgsmålet sag for sag. Den tætte kontakt mellem direktion og bestyrelse og det forhold, at fondschefen træffer beslutning om alle danske aktieinvesteringer, gør denne fremgangsmåde hensigtsmæssig.

For så vidt angår udenlandske aktier har fonden valgt at anvende Danske Investes politik for så vidt angår SRI (Social Responsible Investments). Danske Investes politik kan ses på Danske Banks hjemmeside. Valget heraf bunder i, at Danske Bank er fondenes porteføljemanager for så vidt angår udenlandske aktier, men også i, at man herved følger en almindeligt anvendt standard.

Obligationsafdelingens investeringer

Der investeres fortrinsvis i danske stats-og realkreditobligationer samt obligationer med lignende sikkerhed, herunder udenlandske statsobligationer. Den korrigerede varighed fastsættes løbende af bestyrelsen og fremgår af de til hver tid gældende investeringsretningslinjer, der behandles på hvert bestyrelsesmøde. Der foretages ikke valutakursafdækning af beholdning i anden valuta.

En afvigelse fra det fastlagte interval kan accepteres indtil næste ordinære bestyrelsesmøde, såfremt afvigelsen skyldes tekniske justeringer af varighedsreduktionsfaktorer og renteændringer, og ikke handel/omlægning af beholdningen.

Til fastsættelse af korrigeret varighed anvendes de af Finanstilsynet beregnede reduktionsfaktorer.

Beholdningen af indeksobligationer kan udgøre indtil 10 pct. af afdelingens formue.

Der kan ikke foretages obligationsterminsforretninger. Formålet med dette er for at minimere risikoen for rogue trading og øge gennemsigtigheden.

Obligationsafdelingen kan modtage indskud fra Kontantafdelingen.

Obligationsafdelingen må have indtil 10 pct. af formue i kontantindestående i banker.

Hele rammen kan placeres i et af flere af følgende pengeinstitutter: Arbejdernes Landsbank, Nordea Bank, Den Danske Bank.

Inden for samme ramme kan Obligationsafdelingen foretage indskud i andre pengeinstitutter dog maksimalt 1 pct. af formuen i ét pengeinstitut.

Disse retningslinjer er valgt relativt brede, og der er lagt mindre bånd på administrationens handlefrihed end mange andre steder.

Investeringsretningslinjerne behandles på hvert ordinært bestyrelsesmøde og resultatet heraf fremgår af referaterne.

Her beskrives kort baggrunden for valget af retningslinjer, herunder hvorfor der ikke er valgt mere specificerede retningslinjer.

Som nævnt oven for afspejler modellen for forholdet mellem henholdsvis risikoafdelingen og obligationsafdelingen medlemskredsens valg af risiko. De relativt brede retningslinjer er endvidere valgt, ikke for at give fondschefen vide muligheder for at handle, men for at mindske behovet for, at der skal handles alt for tit som følge af kursændringer. Jo snævrere grænser, desto oftere skal der handles, fordi aktier stiger eller falder i kurs i forhold til obligationer. Når der ikke er fastlagt grænser for andel af europæiske aktier, amerikanske aktier osv. er det fordi Danske Bank tilstræber at holde en global portefølje svarende til markedsporteføljen.

Den samme begrundelse ligger bag de meget brede grænser for obligationsporteføljens varighed. De er ikke valgt for at give fondschefen brede rammer til store rentespekulationer. De er valgt for at muliggøre en passiv "køb og behold politik". Varigheden på danske obligationer, korrigeret for konverteringsrisiko, svinger ganske meget med renten, dvs. snævre varighedsintervaller vil kræve hyppige omlægninger af porteføljen.

Kontrol af ledelse og bestyrelse

Fonden har ikke pålagt formelle grænser for, hvad ledelsen må foretage sig privat på investeringsområdet. Det forventes, at de opfører sig "fornuftigt" og "hæderligt", dvs. ikke foretager hyppige handler i værdipapirer, ikke køber illikvide papirer umiddelbart før fonden køber osv., men derudover er der ikke fastlagt specifikke regler.

De samme forventninger gør sig gældende mht. bestyrelsen, men da bestyrelsen i dag ikke er "tæt" på investeringsbeslutninger, er bestyrelsesmedlemmerne mere frit stillet mht. egne handler end direktionen.

Fondschef/souschef m.h.t. værdipapirhandel for egen regning

Det er aftalt med ledelsen, at de ultimo året forelægger opgørelse over private transaktioner i værdipapirdepoter over for det af fonden valgte revisionsfirma.

Information til bestyrelsen

Der er valgt en investeringspolitik, hvor behovet for information kan holdes nede, dvs. bestyrelsen kan få overblik ved hjælp af relativt få nøgletal. Den passive politik og den beskedne brug af finansielle instrumenter gør det muligt ved hjælp af relativt få nøgletal at se, om der er "advarselstegn". For så vidt angår aktier og obligationer er det valgt, at bestyrelsen fremadrettet til hvert møde skal have et "fact sheet" med følgende oplysninger:

- Formuens procentvise fordeling på danske largecap-aktier, midcap-aktier og smallcap-aktier, udenlandske aktier, danske realkredit- og statsobligationer, øvrige obligationer, ejendomme og kontanter.
- De fire største placeringer i enkelte selskaber OMX CAP 25, og deres andel af dels Risikoafdelingens samlede formue og dels Risikoafdelingens danske aktier.
- De tre største placeringer i enkelte selskaber i henholdsvis MID CAP og SMALL CAP, og deres andel af dels Risikoafdelingens samlede formue og dels Risikoafdelingens danske aktier.
- Totale køb og totale salg af aktier siden sidst (indikator for handelsaktivitet)
- Totale køb og totale salg af obligationer siden sidst (indikator for handelsaktivitet)
- Obligationsporteføljens (både obligationer og kontanter, og korrigeret for lån fra opsparingsafdelingen) varighed.

Begrundelserne er følgende: En stor vægt af small cap-aktier kan indikere, at der kan være problemer med værdifastsættelsen af porteføljen, da small-cap-aktiers kurser er lettere at manipulere. Fordelingen mellem danske og udenlandske aktier er så væsentlig, at den skal fremgå selvstændigt, og det samme er fordelingen mellem aktier totalt (risiko) og ejendomme.

Omsætningstal er væsentlige for at se, om der føres en passiv politik. En stor omsætning kan også skyldes mange udtrædelser, og/eller mange skift mellem risikogrupperne, store kurssving eller lignende, og derfor er der ikke lagt grænser på omsætningen, men bestyrelsen holder øje med den.

Varighedsoplysningerne er medtaget for, at bestyrelsen kan kontrollere, at grænserne i investeringsretningslinjerne er overholdt.

Hvad kan kritiseres – og hvad er forklaringen?

Fondens relativt store andel af danske aktier giver en mindre risikospredning end der ifølge standard teori kan opnås ved at holde markedsporteføljen. Ca. 28 pct. af aktieformuen er således investeret i danske aktier, hvor danske aktier kun udgør måske 0,3 pct. af værdien af verdens samlede børsnoterede aktier. Den høje andel af danske aktier kan kritisere. Fondens bestyrelse er dog af den opfattelse, at selv om selskaber som Novo formelt er danske, er deres prisfastsættelse international, således at der ikke mistes så meget risikospredning ved den valgte investeringspolitik. Erfaringerne er, at ved store aktiekursændringer følges markederne i betydeligt omfang. Hertil kommer, at dels er danske aktier lidt billigere at eje/administrere end udenlandske aktier, dels foretrækker fonden at "kende selskaberne". Den mener at kunne gøre det marginalt bedre ved investering i danske aktier end udenlandske, f.eks. ved udnyttelse af mindre uligevægte i markedet (kurser på A- og B-aktier ikke i ligevægt og lignende). Fondens tror således ikke på fuldstændigt effektive kapitalmarkeder. Den tror på næsten effektive markeder, på at der kun sjældent skal handles, og at muligheden for at tjene penge på handler forudsætter, at fonden selv har ekspertise på området og kan bedømme, om der er en midlertidig markedsuligevægt.

Fondens bestyrelse har som tidligere nævnt valgt en formel overgrænse på 3 pct. for, hvor stor en del af Risikoafdelingens samlede formue, der kan investeres i ét enkelt selskab (p.t. Novo og A.P. Møller). Denne grænse er relativt høj og kan kritiseres. Den hænger til dels sammen med den relativt store andel i danske aktier. Reglen diskuteres som minimum på bestyrelsesseminarerne.

Fordeling på enkeltmarkeder: Fonden har ikke formelle retningslinjer mht. hvor stor en del af formuen, der må være investeret på ét enkelt marked. Det er ret irrelevant for fonden for så vidt angår udenlandske delmarkeder, da den primært har udenlandske aktier i en engros investeringsforening, som administreres af Danske Bank og styres som en global portefølje.

Maksimal ejerandel i enkeltsselskaber: Nogle investorer har ejerandelsbegrænsninger på, hvor stor en andel de vil eje i enkeltsselskaber, både noterede og unoterede. Fonden er så lille, at man har anset sådanne grænser som overflødige. Formålet med sådanne grænser kan bl.a. være at mindske muligheder for kursmanipulation. Fonden har diskuteret spørgsmålet og konkluderet, at sådanne grænser ikke er vejen frem, fordi der altid er omgåelsesmuligheder (man kan f.eks. manipulere kurser i selv store selskaber som TDC og Københavns Lufthavne med meget beskedne ejerandele, fordi der cirkulerer så få aktier).

Fordeling af obligationer på udstedere. Den altafgørende del af CS Pensionsfonds obligationer er som tidligere nævnt danske realkreditobligationer. Realkreditinstitutter kan gå fallit. Det kan tale for, at fonden pålægges en vis risikospredning på udstedere. Når Fonden ikke har følt det nødvendigt formelt at have en sådan risikospredning, skyldes det følgende:

- Konkursrisikoen anses for at være meget beskedent, dels pga. institutternes pantsikkerhed og pga. at låntagerne ikke kun hæfter med pantet, men også hæfter personligt, i modsætning til situationen på USA's boligmarked, dels pga. reguleringen af realkreditinstitutterne som systemiske.
- Hvis en konkurs indtraf, ville investorernes procentvise tab være beskedent som følge af forretningens art.

Store og små problemer

Der lægges afgørende vægt på at undgå store problemer, der kan påføre fondens medlemmer mærkbare tab, hvad enten der er tale om direkte tyveri, meget store omkostninger til porteføljemanagement og administration, eller tab som følge af uhensigtsmæssige investeringer. Det er først og fremmest katastrofer som mr. Madoff, der stjal investorernes penge, der skal undgås.

Det betyder ikke, at bestyrelsen ikke er opmærksom på, om der er mulighed for underslæb i det små (returkommission fra lejere mod at få aftalte lavere husleje, delvis dækning af privatforbrug på fondens regning eller lignende). Men

hovedvægten har været at have en fondsadministration, der er billig og hvor de "store risici" minimeres, og hvor bestyrelsen bevarer overblikket.

Penge flow

Køb og salg af værdipapirer sker via konto og depot sker ved betaling mod levering eller levering mod betaling i lukket clearingssystem.

Der kan ikke etableres et maksimalt handelsbeløb/interval for fondschefen for at sikre mod "Rogue traders"

Der er derfor lavet skriftlig aftale med depot/kontobank om, at hvis

- der er handlet obligationer for over kr. 250 mio. på en uge eller
- der er handlet aktier for over kr. 50 mio. på en uge

skal der straks og uden ophold tilgå statsaut. revisor, formand og næstformand meddelelse pr. mail og brev.

Statsaut. revisor er herefter pligtig til straks at foretage uanmeldt revision for afklaring af handelsniveau.

Der udarbejdes et revisionsprotokollat, som straks sendes til bestyrelsen.

Om fornødent meddeles banken og samhandels partnere, at fondschefens fuldmagter er tilbagekaldt.

Betalinger til og fra fonden sker via netbank konti. Udbetalinger til medlemmer sker til deres NEM-konto, hvis ikke medlemmet ønsker, at det sker til anden konto. Ved udbetaling til anden konto end NEM-konto ringes kontrol til pågældendes pengeinstitut.

Dette dokument sendes efter hvert bestyrelsesseminar til Forsvarets Interne Revision og fondens eksterne revisorer til orientering.
