



Bilag 4.

19-08-2010

Evt. implementering af medlemsforslag og konsekvenser for forventet afkast og risiko

Sagsnr.
2010-121696

Enhedslistens har stillet forslag om stop for Palæstina-investeringer. Enhedslisten henviser til en negativ-liste udarbejdet af en NGO, Who Profits?, med ca. 360 selskaber, der ifølge Who Profits i forskellig grad profiterer af bosættelserne.

Dokumentnr.
2010-557795

Sagsbehandler
Hans M.S. Christensen

Kommunen har via sin investeringsforening investeringer i 13 selskaber, der figurerer på Who Profits negativliste. De 13 selskaber fremgår af tabellen nedenfor.

Tabel. 1 Selskaber i KKs portefølje som er på Who Profits liste.

Selskab	DKK	Kort beskrivelse (fra Who Profits ? liste)
Dexia	34.535	A European bank which specializes in public sector banking.
Heidelberg Cement AG	34.535	Manufactures specialized vehicles and specialized large metal constructions.
Veolia Environnement	5.371.922	Manufacturer of trucks, buses and civil engineering equipment.
Alstom	46.047	A French-based multinational corporation in the power generation and transport
Volvo	1.035.308	Manufacturer of trucks, buses and civil engineering equipment.
Assa Abloy	34.535	Manufactures and distributes locks worldwide.
Caterpillar Tractors	440.144	Manufactures and provides bulldozers and civil engineering tools.
General Mills	115.116	Manufacture frozen dough products.
Hewlett Packard	644.652	A global technology, computing and IT services provider.

Center for Økonomi

Rådhuset, 2. sal, 40
1599 København V

Telefon
3366 4179

E-mail
HMSC@okf.kk.dk

EAN nummer
5798009800206

www.kk.dk

Motorola Inc	69.070	Motorola - Israel is a full subsidiary of the giant electronics Motorola
CRH FINANCE BV	1.405.832	A building material group. The company holds 25% of the shares of Mashav
COCA-COLA HBC FINANCE BV	1.003.963	Manufactures and distributes soft drinks, dairy products and beer.
UNILEVER CERT.	2.703.348	A multi-national corporation which owns many global consumer brands in foods
I alt	12.939.008	

Der er tidligere ekskluderet to selskaber i investeringsforeningen, der overtrådte FN-konventioner ift. bosættelserne. Medlemsforslaget indebærer eksklusion af alle 360 selskaber på Who Profits negativliste i kommunens porteføljer i investeringsforeningen.

Vurdering af implementerbarhed af eksklusion baseret på Who Profits' liste

Der er p.t. ekskluderet to selskaber (Elbit og Africa-Israel Investments), der har direkte involvering i de ulovlige bosættelser, fra kommunens investeringsforening. Og mindst et par andre er angiveligt under observation af det etiske screening-selskab, der er rådgiver ift. kommunens investeringer.

Økonomiforvaltningen vurderer, at det, f.eks. i modsætning til ændringen til også at ekskludere atomvåbenproducenter, er en række forhold, der gør det meget vanskeligt at håndhæve en ændring til at omfatte en eksklusion af de ca. 360 selskaber, der figurerer på Who Profits liste.

Vanskelighederne bunder bl.a. i følgende forhold:

- Der er tale om mange selskaber - ca. 360. Til sammenligning omfatter forbuddet mod investering i atomvåbenproducenter p.t. kun 12 selskaber
- Selskaberne på bl.a. Who Profits liste kan i praksis være vanskelige entydigt at identificere. Og listen bygger ifølge i et vist omfang på fejlagtige og forældede oplysninger. ATP har i en redegørelse¹ til Beskæftigelsesministeren påpeget dette og andre forhold. Økonomiforvaltningen har ikke nærmere kendskab til de 360 selskabers engagement i Vestbredden, ud over hvad der fremgår af medierne og Who Profits' omtale.
- Det kan ikke umiddelbart forventes, at der findes investeringsforeninger / puljer, der følger samme linje som Who Profit, og som kommunen evt. vil kunne flytte sine investeringer over i.

¹ D. 6/5 2010. "Orientering om resultatet af undersøgelser vedrørende konkrete investeringer med relation til Israel og de besatte områder." Kan forefindes på ATPs hjemmeside:

[http://www.atp.dk/X5/wps/wcm/connect/ATP/atp.dk/om/omatp/Social_ansvarlighede/Om_social_ansvarlighede/Orienteringer](http://www.atp.dk/X5/wps/wcm/connect/ATP/atp.dk/om/omatp/Social_ansvarlighede/Om_social_ansvarlighed/Orienteringer)

En del af selskaberne er store selskaber, der indgår i mange puljer / investeringsforeninger, og det kan være vanskeligt at finde puljer, hvor et eller flere af selskaberne ikke indgår.

Arbejdet med udarbejdelsen af Who Profits liste varetages, ifølge Who Profits hjemmeside, af "...activists in "The Coalition of Women for Peace", a leading Israeli feminist peace organization, dedicated to ending the Israeli occupation of the West Bank, Gaza and the Golan Heights...".

Rent praktisk er det ikke muligt at vurdere lødigheden af en liste udelukkende udarbejdet af en interesseorganisation som Who Profit. Der foreligger tilsyneladende ingen præcise kriterier for, hvilke aktiviteter eller adfærd som afstedkommer en notering på listen, ligesom det ikke fremgår, hvad der skal til for at komme af listen igen. Det fremgår i denne henseende heller ingen information om, i hvilket omfang listen vedligeholdes.

Samlet set betyder det, at det vurderes, at Who Profits liste ikke kan anvendes til at administrere, hvilke selskaber, der skal ekskluderes fra kommunens investeringer.

Vurderingen er derfor samlet set, at det i givet fald er tvivlsomt, om kommunen i praksis generelt kan fastholde sine investeringer i aktier og virksomhedsobligationer, såfremt medlemsforslaget vedtages.

Konsekvenser for forventet afkast og risiko, hvis der ikke kan investeres i aktier og virksomhedsobligationer

En eventuel ændring i den etiske politik har betydning for porteføljesammensætningen i kommunens investeringsforening, idet det vurderes, at der skal foretages en omlægning fra også at investere i aktier og virksomhedsobligationer til *kun* at investere i realkredit- og / eller statsobligationer. En sådan omlægning vil have betydning for forventet afkast og risiko:

Afkast målt over en lang periode

Resultatet af målinger af historiske afkast og risici for en portefølje er afhængig af f.eks. hvilke tidsperioder og markeder der måles på, og resultatet kan blive forskelligt for forskellige typer værdipapirer:

En måling baseret på afkast over en 80-årig lang periode (år 1926-2006) på det amerikanske finansmarked viser, at aktier har givet et afkast på ca. 11,0 % p.a. og statsobligationer har givet et afkast på ca. 5,1 % p.a.²

Aktier har altså historisk givet et betydeligt merafkast ift. obligationer.

² Kilde Ibbotson Associates. Gengivet i Morningstar.dk d. 3/8 2009.
<http://www.morningstar.dk/dk/news/article.aspx?lang=da-DK&articleid=81615&categoryid=169>

De senere år

Nedenfor i tabel 2 er der en oversigt over de årlige afkast for forskellige porteføljer for de seneste godt ti år. Der er store udsving i de forskellige typer aktier, men det er der også for f.eks. statsobligationer om end på et lavere niveau.

Der er dog et vis mønster imellem afkastene: når det går godt for aktierne, går det skidt for statsobligationerne og omvendt.

Med en sammensætning af en portefølje med flere forskellige typer værdipapirer, i stedet for blot én type, kan man få et mere stabilt afkast – man kan få det samme gennemsnitlige afkast, men med en lavere risiko. Eller et højere afkast og / eller lavere risiko.

I højre kolonne i tabel 2 er der fortaget en beregning bagud i tid for en portefølje, der er sammensat tilnærmelsesvis som i kommunens investeringsforening i dag. Den viser generelt positive årlige afkast og med væsentligt mindre svingninger end for de andre værdipapirer målt hver for sig.

Tabel 2. Årlige afkast 1999-2009 for forskellige værdipapirer / porteføljer

	Aktier. Globalt	Aktier. Europa	Aktier Danmark (OMX 20)	Statsobligationer	Virksomheds- obligationer	Blandet portefølje
1999	45,8%	35,2%	16,6%	-0,8%	-0,7%	4,1%
2000	-7,0%	-1,9%	22,8%	7,3%	5,6%	6,9%
2001	-12,6%	-15,9%	-13,8%	5,7%	6,5%	2,7%
2002	-32,1%	-30,8%	-26,3%	9,5%	7,8%	3,1%
2003	11,0%	15,5%	22,5%	4,4%	7,6%	7,3%
2004	6,4%	12,1%	17,3%	7,3%	7,9%	8,6%
2005	26,5%	26,4%	37,3%	5,3%	4,0%	9,0%
2006	7,3%	19,5%	12,2%	-0,2%	0,6%	2,7%
2007	-1,6%	2,7%	5,1%	2,0%	0,1%	1,9%
2008	-37,8%	-43,8%	-46,6%	10,8%	-6,2%	-1,3%
2009	25,9%	31,6%	35,9%	1,8%	17,7%	10,0%
Gennemsnit	4,1%	7,3%	8,8 %	5,2 %	4,5 %	5,2 %

De kommende år

Den lave inflation og renteniveau i disse år gør, at der ikke kan forventes et nominelt afkast på samme høje niveau i de kommende år som i den 80-årige lange måling, der blev nævnt ovenfor:

Investeringsforeningen og Danske Capital, en af forvalterne i investeringsforeningen, har derfor, på kommunens foranledning, beregnet forventet afkast og risiko for forskellige porteføljesammensætninger baseret på en dansk, og et mere nutidigt afkastniveau. De har taget udgangspunkt i de aktuelle renteniveauer for forskellige typer obligationer, og for aktier er der lagt et risikotillæg. Risiko-beregningerne er baseret på ovenstående historiske data.

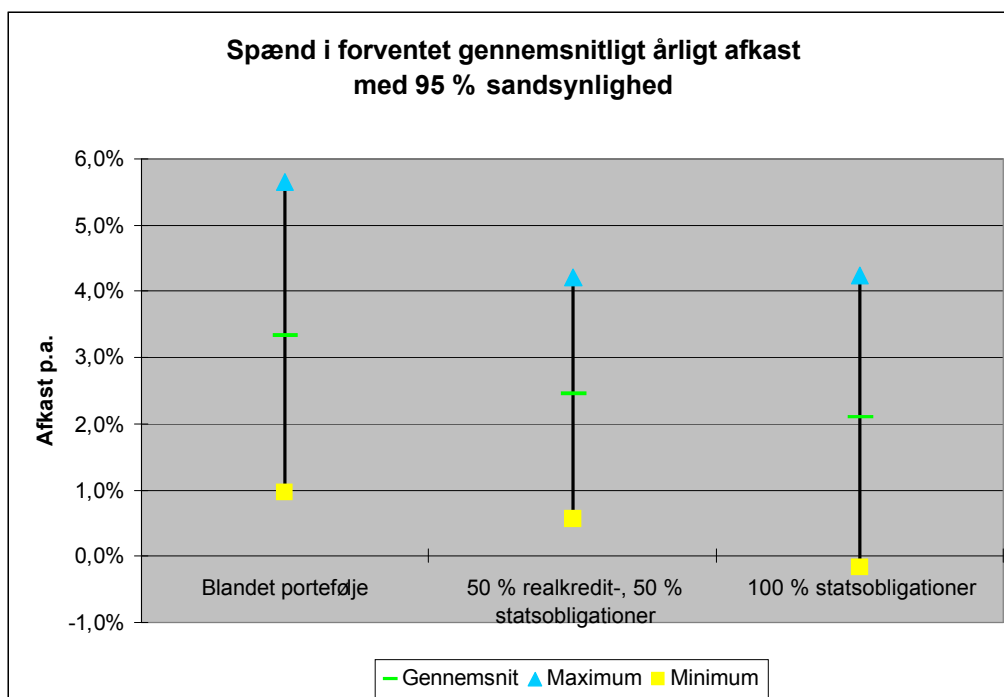
Forventet afkast og risiko

Beregningerne af forventet afkast og risiko fremgår overordnet af figur 1 nedenfor og gengives også i tabel 3 nedenfor.

I nedenstående figur 1 er der en oversigt over det forventede gennemsnitlige årlige afkast – dels ved den en porteføljesammensætning, der tilnærmelsesvis svarer til den nuværende, dels ved kun at investere i obligationer – enten 50 % realkredit- og 50 % statsobligationer, eller 100 % statsobligationer.

Det forudsættes, at obligationsporteføljerne svarer nogenlunde til de obligationer, der i dag er i investeringsforeningen, der både består af lange og korte papirer. For statsobligationer regnes med en varighed på omkring 4,5 og for realkreditobligationer regnes med en varighed på omkring 2,0.

Figur 1. Forventet konsekvens for afkast og risiko



Kilde: Danske Capital. Forventet afkast baseres på det nuværende renteniveau med risikotillæg for de forskellige aktivklasser. Variation / risiko baseres på historiske volatiliteter og korrelationer.

For en blandet portefølje inkl. aktier og virksomhedsobligationer, der tilnærmelsesvis svarer til de nuværende porteføljer i investeringsforeningen, er det forventede årlige afkast på ca. 3,3 %. For 50 % realkredit- og 50 % statsobligationer er det forventede afkast på ca. 2,4 %, og for en portefølje med 100 % statsobligationer er det forventede årlige afkast på ca. 2,1 %.

De årlige afkastprocenter svarer til, at der for en investeret formue på 5 mia. kr. forventes opnået en gevinst på ca. 1,9 mia. kr. for den blandede portefølje inkl. aktier og virksomhedsobligationer efter 10 år. En portefølje bestående 50 % realkredit- og 50 % statsobligationer forventes at give en gevinst på ca. 1,4 mia. kr. og en portefølje bestående udelukkende af statsobligationer, er den forventede gevinst på ca. 1,2 mia. kr.

Figuren viser også spændet mellem det maksimale og det minimale forventede gennemsnitlige årlige afkast med 95 % sandsynlighed.

Forventet årligt afkast

Som det ses af række 1., afkast i % p.a., forventes det årlige afkast med en porteføljesammensætning, der tilnærmelsesvis svarer til den nuværende (inkl. aktier og virksomhedsobligationer), at være på ca. 3,3 %.

Det svarer til et afkast på 166 mio.kr. p.a. med en investeret formue på 5 mia. kr. (værdien af kommunens investeringer i investeringsforeningen er på p.t. ca. 5,3 mia. kr.).

Tabel 3. Forventet konsekvens for afkast og risiko

Investering 5 mia. kr.	A. Blandet portefølje (inkl. aktier og virks.obl.)	B. 50 % statsobligationer, 50 % realkreditobligationer	C. 100 % Statsobligationer
1. Afkast % p.a.	Ca. 3,3 %	Ca. 2,4 %	Ca. 2,1 %
2. Afkast mio. kr. p.a. ved investering på 5 mia. kr.	166	122	105
3. Forskel i afkast mio. kr. p.a.		-45	-61
4. Afkast % efter 10 år	Ca. 39 %	Ca. 27 %	Ca. 23 %
5. Gevinst efter 10 år ved investering på 5 mia. kr.	1.936	1.361	1.156
6. Forskel i afkast i mio. kr. efter 10 år ved investering på 5 mia. kr.		- 575	-780
7. Risiko for tab efter 10 år	0,80 %	1,72 %	6,42 %

Data: Danske Capital. Forventet afkast baseres på det nuværende renteniveau med risikotillæg for de forskellige aktivklasser. Variation / risiko baseres på historiske volatiliteter og korrelationer. Beregninger: Investeringsforeningen / Danske Capital og egen tilvirkning.

Til sammenligning vil en portefølje bestående af 50 % statsobligationer / 50 % realkreditobligationer give et forventet afkast på ca. 2,44 % p.a.

svarende til 122 mio. kr.

En portefølje bestående udelukkende statsobligationer vil give et forventet afkast på ca. 2,1 % p.a. svarende til 105 mio. kr.

Afkastet forventes altså at blive markant lavere ved at opgive investeringer i aktier og virksomhedsobligationer og udelukkende investere i obligationer.

Med investering i 50 % statsobligationer / 50 % realkreditobligationer er det forventede årlige afkast 45 mio. kr. lavere, og med investering kun i statsobligationer er det forventede årlige afkast 61 mio. kr. lavere.

Forventet afkast efter 10 år

I række 4 og 5 er der foretaget en beregning af, hvad en formue på 5 mia. kr. vil være vokset til efter 10 år.

Med den nuværende portefølje forventes formuen at være vokset med 1.936 mio. kr. og for obligationer vil den være vokset til mellem 1.156 mio. kr. og 1.361 mio. kr. Forskellen i det forventede afkast efter 10 år fremgår af række 6.

Risiko

Hvad der også er vigtigt at bemærke (række 4) er, at risikoen forventes at blive større ved at opgive investeringer i aktier og virksomhedsobligationer og udelukkende investere i obligationer:

Risikoen for tab efter 10 års ejerskab mere end fordobles fra de nuværende 0,80 % til 1,72 % ved investering i 50 % statsobligationer / 50 % realkreditobligationer. Og mere end otte-dobles til 6,42 % ved kun at investere i statsobligationer.

Ved sammensætningen af en investeringsportefølje vil en blanding af forskellige typer værdipapirer forventeligt give et højere afkast med den samme risiko og / eller samme afkast med en lavere risiko end hvis der kun er få eller blot én type værdipapirer - det er simpelthen et spørgsmål om spredning af risikoen.

Intentionen bag den nuværende porteføljesammensætning i investeringsforeningen er, at den først og fremmest skal være *kapitalbevarende*. D.v.s. selv i meget dårlige år, som det f.eks. var tilfældet med de store kursdyk på aktier i 2008, vil kapitalen bevares nogenlunde intakt. Derfor er en lav risiko en vigtig del af begrundelsen for den nuværende porteføljesammensætning. Den lave risiko sikres bl.a. ved at sprede investeringerne på forskellige typer værdipapirer.

Mulig udvikling i de kommende år

Som nævnt ovenfor, baseres beregningerne for forventet afkast og risiko bl.a. på aktuelle renteniveauer, og der er i sagens natur ingen garanti for, at udviklingen fremover er på nogenlunde samme niveau.

I den nuværende økonomiske situation er der positive indikationer på, at det går fremad, men der også bekymringer - f.eks. de sydeuropæiske landes økonomier.

Hvis økonomien for alvor begynde at komme ud af krisen, må det forventes at få positiv effekt på aktier og virksomhedsobligationer. Renten vil samtidig formodes at begynde og stige, hvilket vil have en medvirkende negativ effekt på realkredit- og statsobligationer.

Omvendt, hvis der kommer et tilbageslag i økonomien, må det forventes at gå ud over aktier og virksomhedsobligationer, og realkredit- og statsobligationer må antages at klare sig fornuftigt.

Med den nuværende brede porteføljesammensætning er der en risikobalancering, der gør, at hvis den ene type værdipapirer klarer sig dårligt, vil den anden type som oftest klare sig godt.

Såfremt Enhedslistens og / eller Dansk Folkepartis forslag vedtages, vil Økonomiforvaltningen udarbejde indstilling til Økonomiudvalget om hvilke tiltag, der skal foretages i investeringsforeningen, for at kunne implementere ændringerne.

Hvad gør andre ift. Palæstina-investeringer?

Økonomiforvaltningen har været i kontakt med bl.a. Pensam og ATP for at høre om deres tilgang til spørgsmålet.

Særligt har forvaltningens fokus været på fire konkrete selskaber. Det er dels de to selskaber, som Danske Bank / Ethix og dermed kommunen har ekskluderet fra investeringsporteføljerne. Det er Africa Israel Investments og Elbit. Dels de to selskaber, der bygger en letbane fra Jerusalem og gennem bosættelsesområder, og som er omdiskuteret. Det er selskaberne Veolia og Alstam.

Pensam

Pensam offentliggør sin eksklusionsliste på Pensams hjemmeside. Af de fire nævnte selskaber er det kun Elbit, der er ekskluderet. Pensam følger i vid udstrækning Den Norske Oliefonds linje, idet Oliefonden er anerkendt for et grundigt reseacharbejde ifm. etiske investeringer. Oliefonden har ifølge sin hjemmeside kun ekskluderet netop Elbit og ikke de andre selskaber.

ATP

ATP har, i modsætning til Den Norske Oliefond, ikke ekskluderet Elbit. Det skyldes dog, at aktier og obligationer i Elbit ikke er en del af ATPs investeringsunivers, snarere end at ATP har forholdt sig til Elbit i etisk sammenhæng. Af ATP eksklusionsliste, der forefindes på ATPs hjemmeside, fremgår de andre selskaber heller ikke. Men det kan i lige så høj grad skyldes, at selskaberne ikke er en del af ATPs investeringsunivers.

ATP har udarbejdet en redegørelse til Beskæftigelsesministeren om netop investeringer i de besatte områder i Palæstina / Israel.

Af redegørelsen fra ATP fremgår det bl.a. at flere af de selskaber, der figurerer på Who Profits liste, anklages på basis af fejlagtige eller forældede anklager, og at størstedelen af de selskaber som ATP forholder sig til leverer produkter, der har generel – og ikke specifik – anvendelse, og som ikke konstituerer væsentlig medvirken til Israels eventuelle brud på FN-konventioner.