

Pensionssektoren

Løbende værdiansættelse af alternative investeringer i 2020

Værdireguleringer i pensionssektoren i første halvår 2020 som følge af COVID-19

Sammenfatning

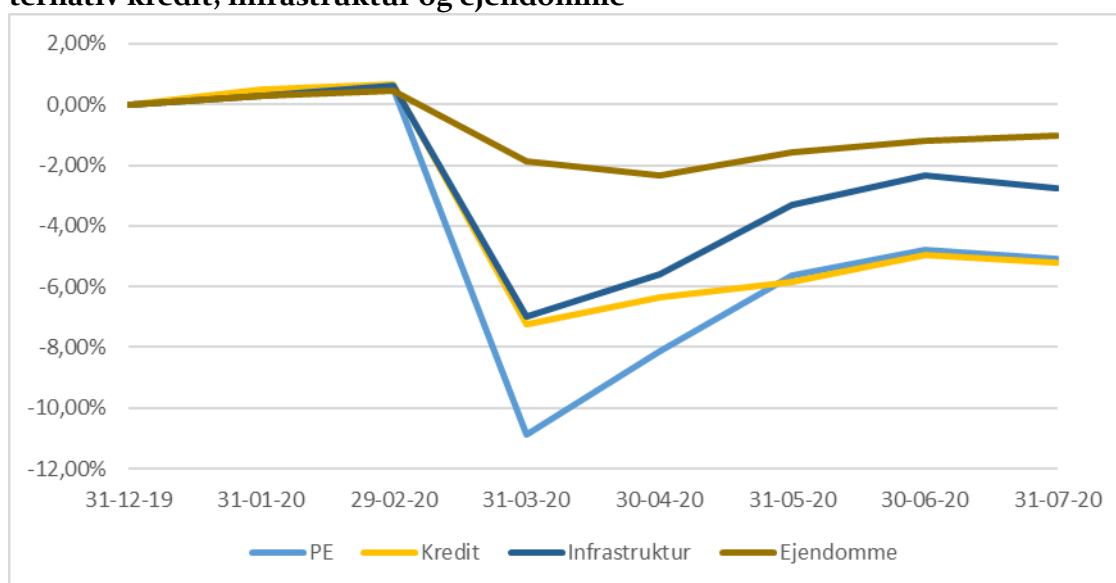
Det er vigtigt for den enkelte pensionsopsparer, at selskaberne har en retvisende løbende værdiansættelse. Det er forudsætningen for god risikostyring, for ordentlig løbende rapportering af afkast både internt og eksternt, og for at undgå risiko for, at der sker omfordeling mellem kunder i forbindelse med f.eks. ind- og udtræden af pensionsordningerne eller handler mellem kunder inden for selskabet.

For pensionssekskabernes alternative investeringsaktiver gælder, at de som regel ikke handles på aktive markeder og værdien heraf ofte ikke kan aflæses direkte på et noteret finansielt marked. Pensionssekskaberne har derfor ansvaret for at fastlægge processer og metoder, der sikrer retvisende løbende værdiansættelse af de alternative investeringsaktiver. Sker der ikke en retvisende løbende værdiansættelse af de alternative investeringsaktiver, er der risiko for, at kundernes interesser ikke varetages, og pensionssekskabernes resultater ikke kan vurderes på et tilstrækkeligt grundlag.

Finanstilsynet har foretaget en temaundersøgelse af værdiansættelsen af alternative investeringer i forbindelse med COVID-19 hos livsforsikringssekskaber, tværgående pensionskasser, Arbejdsmarkeds Tillægspension (ATP) og LD Fonde (herefter samlet pensionssekskaber eller sekskaber). Undersøgelsen omfatter alternative investeringer indenfor aktivkategorierne private equity, kredit, infrastruktur og ejendomme. Aktivkategorierne udgjorde ca. en femtedel af sekskabernes samlede investeringsaktiver ultimo 2019.

Finanstilsynets temaundersøgelse viser, at pensionssekskaberne generelt var opmærksomme på usikkerhederne på de finansielle markeder og ændringerne i risikobilledet i forbindelse med COVID-19, og at de foretog vurderinger og typisk også værdireguleringer af de alternative investeringer i marts, jf. figur 1.

Figur 1: Gennemsnitlige værdireguleringer i pensionssektoren i private equity, alternativ kredit, infrastruktur og ejendomme¹



Note: Opgjort ÅTD ultimo hver måneden som procentvis ændring i forhold til beholdningen ultimo 2019. Data er ikke vægtet i forhold til beholdningsstørrelse.

Kilde: Indberetning til Finanstilsynet om pensionssekskabernes værdiansættelse i perioden fra d. 1. januar til den 31. juli 2020.

Finanstilsynet kan konstatere, at der er væsentlige forskelle i pensionssekskabernes værdireguleringer og de udsving i værdier, der kan observeres i de noterede finansielle markeder i samme periode, jf. figur 3-5 nedenfor. Værdireguleringer på de noterede og unoterede markeder skal ikke nødvendigvis være en til en, og Finanstilsynet kan ikke på baggrund af de indsamlede data entydigt vurdere, om der er forskelle i sammensætningen af de underliggende aktiver i de unoterede porteføljer og gængse markedsindeks. Finanstilsynet finder det dog bemærkelsesværdigt, at der er observeret betydelige forskelle i værdireguleringerne for de undersøgte aktivkategorier i forhold til de værdiudsving, der var på de noterede markeder.

Finanstilsynet kan desuden konstatere væsentlige forskelle i timingen og størrelsen af de enkelte pensionssekskabers værdireguleringer indenfor de samme alternative aktivkategorier. De observerede forskelle kan skyldes forskelle i pensionssekskabernes investeringsporteføljer, der kan have forskellige risikoniveauer og eksponering overfor COVID-19. Finanstil-

¹Finanstilsynets rapport tager udgangspunkt i sekskabernes egne værdireguleringer, dvs. de værdireguleringer, der ikke skyldes faktiske pengestrømme så som ind- eller udbetalinger m.v., men værdireguleringer som er baseret på ændringer i risikobilledet. I sekskabernes redegørelser antages dette at svare til de indrapporterede data for de urealiserede værdireguleringer. Der skal i den forbindelse tages forbehold for, at valutakursregulering også vil blive set som en urealiseret værdiregulering. Således indeholder værdireguleringerne også valutakursudviklinger på eventuelle udenlandske aktiver. Værdireguleringerne er for nogle pensionssekskaber opgjort inklusiv valutareguleringer, mens andre har opgjort valutakursreguleringen i lokal valuta. Det kan have haft betydning for de angivne urealiserede værdireguleringer, f.eks. kan der observeres en svækkelse af værdien af amerikanske dollar i forhold til danske kroner i perioden. En eventuel afdækning af valutarisiko kan derudover ske på porteføljeniveau og ikke for de enkelte aktivkategorier/aktiver. Endvidere kan køb og salg af aktiver i porteføljen, herunder træk på tilsagn, særligt i forhold til mindre porteføljer, have betydning, da værdireguleringen er opgjort i forhold til værdien af porteføljen ultimo 2019. Porteføljer, hvor den procentvise værdiregulering er særligt påvirket heraf, er derfor ikke medtaget. Tilsvarende gælder for datasæt, hvor særlige forhold gør sig gældende.

synet vurderer dog samtidigt, at pensionsselskabernes forskelle i værdiansættelsesprocesser og -metoder også kan forklare en del af forskellene mellem selskabernes værdireguleringer.

I forhold til værdiansættelsesprocessen konstaterer Finanstilsynet forskelle på tidspunktet for de første større værdireguleringer, der primært skete i uge 11 frem til uge 14 (ultimo marts). Der er dog eksempler på, at nogle alternative aktivkategorier og underkategorier først blev værdireguleret senere. Det afspejler formentligt bl.a., at der var pensionsselskaber, der på forhånd havde fastlagt metoder til at korrigere værdiansættelserne, som kunne håndtere store markedsbevægelser, mens andre selskaber havde behov for at ændre værdiansættelsesmetoden i perioden. Finanstilsynet konstaterer derudover, at der er forskelle på frekvensen af værdireguleringer i perioden, som spænder fra daglige til kvartalsvise reguleringer afhængig af aktivkategori.

Mange selskaber havde fastlagt en værdiansættelsesmetode, hvor værdireguleringerne blev knyttet op på markedsproxyer f.eks. i form af markedsindeks. Det gælder særligt for selskabernes fondsbaserede investeringer. Der var på flere områder forskellige tilgange blandt selskaberne. Der var blandt andet forskel på antallet af benyttede markedsproxyer og hvor specifikke markedsproxyerne var i forhold til investeringerne i porteføljen. Selskaberne havde derudover forskellige antagelser om, hvor meget ændringerne i markedsproxyerne slog igennem på værdireguleringen (betaværdier). Nogle selskaber havde desuden fastlagt tærskelværdier for, hvornår der skulle ske værdiregulering.

Ved værdiansættelse af de direkte investeringer benytter selskaberne ofte egne værdiansættelsesmodeller, f.eks. DCF-modeller, multiple-modeller² mv. Der var tendens til, at værdireguleringerne af de direkte investeringer i perioden var mindre end for de indirekte investeringer, f.eks. for fondsinvesteringerne. Selskaberne havde desuden tendens til at fokusere på ændringer i de forventede pengestrømme i investeringerne og mindre på, at ændringer i de generelle risikopræmier også kunne have betydning for aktivets dagsværdi, f.eks. gennem ændring af diskonteringsrenten.

De fleste pensionsselskaber justerede værdierne efter, at markederne generelt rettede sig igen. Finanstilsynet konstaterer også her en væsentlig forskel i forhold til tidspunkterne for og størrelserne af justeringerne. Finanstilsynet vurderer, at selskabernes fastlagte værdiansættelsesmetoder, herunder betaværdier, og tærskelværdier kan være en del af årsagen til dette. Tidspunktet for reguleringerne kan i nogle tilfælde også have sammenhæng til rapportering fra fondsforvaltere.

Finanstilsynets fokus ved værdiansættelse af alternative investeringer

Finanstilsynet finder det bemærkelsesværdigt, at der er observeret betydelige forskelle i værdireguleringerne for de undersøgte aktivkategorier i forhold til de værdiudsving, der var på de noterede markeder. Samtidig har Finanstilsynet observeret væsentlige forskelle i værdireguleringerne på tværs af selskaberne. Pensionsselskaberne har en forpligtelse til at sikre

²Værdiansættelse af alternative investeringer ved brug af DCF-modeller ("Discounted Cash Flow") sker ved at tilbagediskontere fremtidige forventede pengestrømme for investeringen. Tilbagediskonteringen sker med det afkastkrav, som forventes at blive krævet i markedet for den pågældende investering. Når der bruges en model baseret på multipler tager værdiansættelsen udgangspunkt i nøgletal fra andre selskaber, f.eks. sammenlignelige børsnoterede selskaber.

retvisende værdiansættelser. Finanstilsynet forventer, at selskaberne kan forklare baggrunden for den valgte værdiansættelsesproces og –metode til brug for den løbende værdiregulering af alternative investeringer, samt forskellen på værdireguleringerne og de observerede værdiudsving på de noterede markeder.

Finanstilsynet vil derfor fremover have særligt fokus på, om selskaberne har gode værdiansættelsesprocesser og betryggende metoder til værdiansættelse, og om de herunder tager tilstrækkeligt kritisk stilling til informationer og benyttede input i værdiansættelsesmodellerne f.eks. markedsindeks, risikopræmier og korrelationer mv.

- **Gode værdiansættelsesprocesser**

Pensionsselskaberne skal fastlægge klare værdiansættelsesprocesser, der løbende sikrer værdiansættelse til dagsværdi af alternative investeringer. Finanstilsynet forventer, at pensionsselskaberne grundigt vurderer, hvordan værdiansættelsesprocesserne kan bruges ved relevante markedsbevægelser og væsentlige ændringer i risikobilledet. Selskaberne skal desuden sikre, at nødvendige værdireguleringer sker tilstrækkeligt hurtigt og hyppigt. Det vil typisk ikke være tilstrækkeligt, at værdiansættelsen først sker ved månedens udgang ved store markedsbevægelser eller ved væsentlige ændringer i risikobilledet.

Selskaberne skal fastsætte størrelsen af eventuelle tærskelværdier, så det sikres, at der sker en tilstrækkelig hurtig og hyppig vurdering og eventuel værdiregulering, og at relevante markedsbevægelser indgår i værdiansættelserne.

- **Betryggende metoder til værdiansættelse**

Pensionsselskaberne skal fastlægge betryggende værdiansættelsesmetoder for de alternative investeringer. Metoderne skal så vidt muligt baseres på markedsinput, som skal justeres, så de afspejler de specifikke faktorer for aktivet eller porteføljen. Benytter pensionsselskaberne markedsindeks eller andre proxyer til at approksimere værdiansættelsen af de alternative investeringer, forventer Finanstilsynet således, at selskaberne vurderer, om de valgte markedsproxyer er relevante i forhold til det enkelte aktiv/investeringssporteføljens sammensætning. Det gælder f.eks. i forhold til sektoreksponering, investeringstype, geografisk område, koncentrationsrisici mv.

Finanstilsynet forventer, at benyttede betaværdier (der udtrykker aktivets værdifølsomhed sammenlignet med markedsbevægelser) dokumenteres. Finanstilsynet forventer i den forbindelse, at pensionsselskaberne også tager hensyn til gearingsniveauet i de alternative investeringer i fastlæggelsen af betaværdier.

Finanstilsynet forventer desuden, at usikkerhed i f.eks. fremtidige indkomststrømme samt ændringer i den risikofrie rente, risikopræmier mv. har det fornødne gennemslag på værdiansættelsen, når selskaberne benytter DCF-modeller. Sådanne forhold vil også kunne få effekt på værdien af de investeringer, hvor den aktuelle indtjening ikke umiddelbart eller kun i mindre grad er påvirket.

- **Kritisk stillingtagen til benyttede informationer og input i modeller**

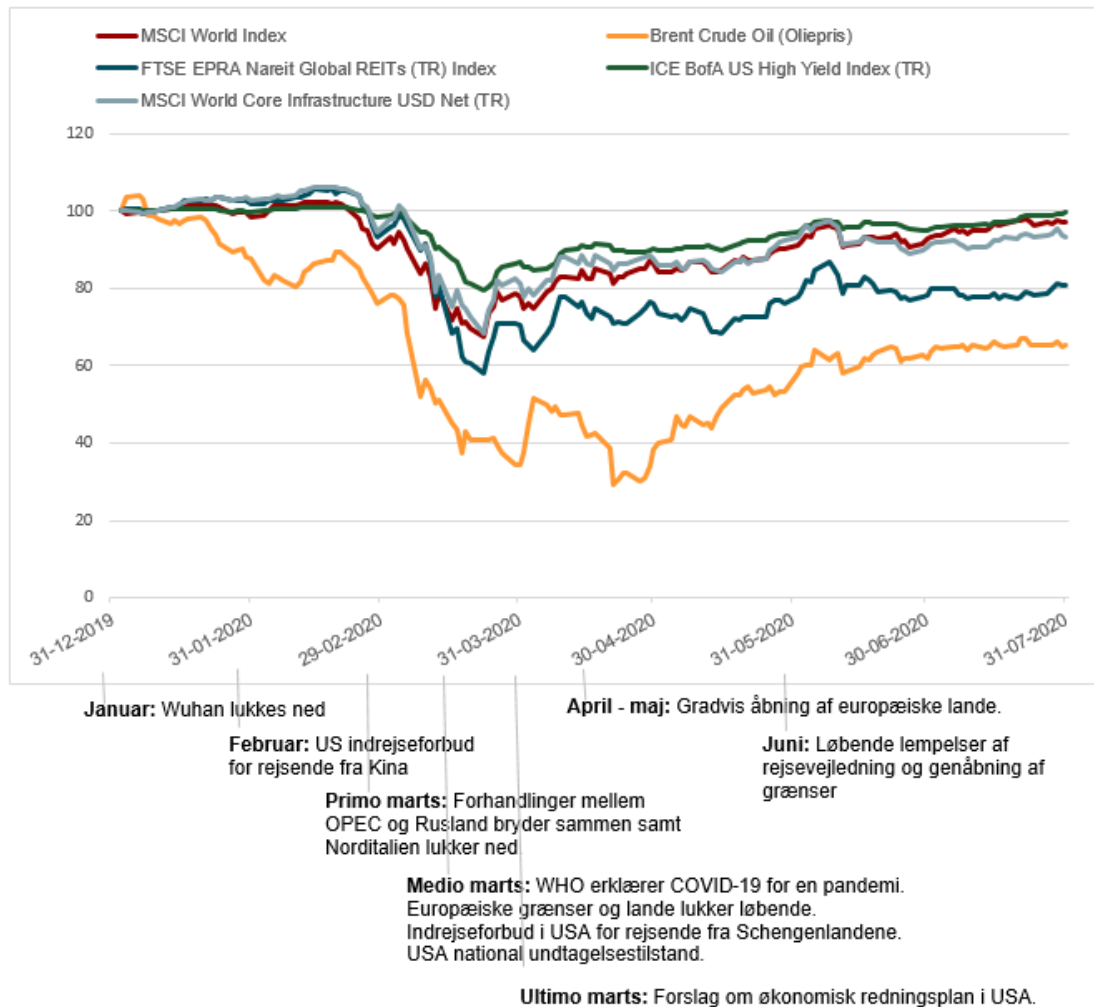
Finanstilsynet forventer, at pensionsselskaberne forholder sig kritisk til benyttede informationer og input i værdiansættelsesmodellerne, herunder til værdiansættelser fra eksterne parter. Dette er særligt relevant i tider med store markedsbevægelser.

Ved værdiansættelse af f.eks. fondsinvesteringer tager pensionsselskaberne typisk udgangspunkt i værdiansættelser og informationer fra fondsforvalteren. Vurderer et pensionsselskab, at de opgjorte værdier ikke er udtryk for dagsværdi, skal selskabet korrigere værdierne. For de benyttede input i værdiansættelsesmodellerne f.eks. markedsindeks, risikopræmier og korrelationer mv., forventer Finanstilsynet, at selskaberne sikrer, at de er relevante og afspejler investeringernes risici.

Indledning

De finansielle markeder var i første halvdel af 2020 præget af volatilitet, særligt fra slutningen af februar/starten af marts, jf. figur 2. Her viste effekterne af spredningen af COVID-19 sig gradvist i takt med, at flere og flere regeringer, bl.a. den danske, valgte at lukke samfundet ned.

Figur 2: Udviklingen i hændelser vedr. COVID-19 og udviklingen på finansielle markeder, januar til juli 2020



Kilde: Bloomberg og Federal Reserve Bank of St. Louis

De volatile markeder betød, at pensionselskaberne i perioden skulle tage stilling til effekten på værdiansættelsen af de alternative investeringer i investeringsporteføljerne. Finanstilsynet ønskede derfor at få indblik i, hvordan pensionselskaberne under disse ekstraordinære begivenheder har sikret en løbende værdiansættelse til dagsværdi af de alternative (typisk ikke børsnoterede) investeringer.

Finanstilsynet bad derfor pensionselskaberne om at redegøre for deres løbende værdiansættelse af alternative investeringer indenfor aktivkategorierne private equity, kredit, infra-

struktur og ejendomme fra ultimo 2019 og frem til den 31. juli 2020. Foruden data for værdireguleringer af aktivkategorierne i perioden blev selskaberne bl.a. bedt om at beskrive udviklingen i de væsentligste risici og redegøre for værdiansættelsesprocessen.

Denne rapport bygger på pensionselskabernes besvarelser og indsendte værdireguleringer for perioden. Rapporten tager udgangspunkt i selskabernes egne værdireguleringer, dvs. de værdireguleringer, der ikke skyldes faktiske pengestrømme såsom ind- eller udbetalinger mv., men værdireguleringer som er baseret på markedsbevægelser og ændringer i risikobilledet³.

Identificerede risici

Pensionselskaberne beskrev generelt, at COVID-19-pandemien havde stor betydning for risici. F.eks. nævntes usikkerheden omkring udviklingen af selve pandemien, myndighedernes reaktioner, manglende risikoappetit hos investorer og det forhold, at pandemien generelt intensiverede de allerede identificerede risici. Der blev i perioden observeret lav aktivitet på markederne, f.eks. for handel med virksomheder (M&A-transaktioner), og selskaberne nævnte, at kreditmarkedet var præget af lav likviditet.

Selskaberne nævnte også ændringer i generelle markedsrisici på baggrund af nedlukningen af samfundet, der f.eks. betød faldende indtjening i mange selskaber som følge af manglende omsætning. Det medførte stigende usikkerhed og risikopræmier på markedet. Selskaberne nævnte særligt sektorer som detailhandel, hotel og restauration, oplevelsesøkonomi og transport, mens andre sektorer klarede sig bedre, f.eks. IT og onlinehandel. Faldet i energipriserne i perioden, f.eks. olieprisen, blev også nævnt.

Det fremgår desuden af nogle af redegørelserne, at pandemien og det forventelige øgede pres på statsfinanserne øgede de risikofrie renter i EU, som fik indflydelse på værdiansættelser via diskonteringsrenten.

Pensionselskabernes værdiansættelsesproces

Finanstilsynet konstaterer, at de fleste pensionselskaber havde implementeret en værdiansættelsesproces for illikvide investeringer, der betød, at der i marts blev foretaget en vurdering af værdiansættelserne af alternative investeringer. Det betød også i de fleste tilfælde, at der som følge heraf blev foretaget negative værdireguleringer. For selskaber med ekstern porteføljeforvaltning var der forskel på, hvordan og i hvilket omfang selskaberne vurderede forvalternes værdiansættelse.

Mange pensionselskaber beskrev, at mødefrekvensen blandt f.eks. investeringsmedarbejdere, økonomifunktioner og værdiansættelseskomitéer blev intensiveret for at vurdere betydningen for værdiansættelsen af de alternative investeringer.

Finanstilsynet observerer en spredning i forhold til pensionselskabernes første værdiregulering. Der var selskaber, som foretog den første større værdiregulering i uge 11, mens andre gjorde det i ugerne efter eller ultimo marts (uge 14). Der er også eksempler på, at nogle alternative aktivkategorier og underkategorier blev værdireguleret senere.

³I selskabernes redegørelser antages dette at svare til de indrapporterede data for urealiserede værdireguleringer.

I den efterfølgende periode observerer Finanstilsynet større forskelle i forhold til, hvornår de alternative investeringer blev værdireguleret i takt med, at markederne genvandt noget af det tabte. For nogle eller alle aktivkategorier havde nogle selskaber daglige eller ugentlige værdireguleringer, mens andre foretog månedlige og enkelte kvartalsvise værdireguleringer.

Flere selskaber havde fastsat tærskelværdier for, hvornår der skal ske en vurdering eller værdiregulering. En tærskelværdi på 8 procentpoint betyder f.eks., at der skal foretages en vurdering eller værdiregulering af de alternative investeringer, hvis det benyttede indeks ændres med 8 procentpoint eller mere. Selskaberne benyttede forskellige niveauer for tærskelværdier.

Boks 1: Gode værdiansættelsesprocesser

Pensionselskaberne skal have klart definerede politikker og procedurer for værdiansættelsesprocessen, eksempelvis beskrivelse og fastlæggelse af de relevante værdiansættelsesmetoder (modeller) og de informationskilder, selskaberne skal bruge. Værdiansættelsesprocesserne skal sikre, at værdiansættelserne af de alternative investeringer er retvisende. Det gælder eksempelvis, at markedspriser og data i værdiansættelsesmodeller er relevante og pålidelige, og at værdiansættelsen sker til dagsværdi.

For alternative investeringer betyder det, at processerne skal kunne håndtere relevante markedsbevægelser og ændringer i risikobilledet, der har betydning for de alternative investeringer. I tilfælde, hvor der f.eks. er betydelige ændringer i de alternative investeringers væsentlige identificerede risikofaktorer, skal selskabernes processer sikre, at markedsværdierne bliver opdaterede, så de afspejler investeringernes risici.

Pensionselskaberne bør grundigt vurdere, hvordan værdiansættelsesprocessen sikrer, at værdireguleringerne sker tilstrækkeligt hurtigt og hyppigt. Generelt kan den nødvendige frekvens afhænge af konkrete forhold i det enkelte selskab, som f.eks. skal tage højde for kundernes mulighed for at skifte mellem produkter og risikoprofiler og for kunders til- og afgang, så selskabet sikrer mod omfordeling mellem kunderne. Ved relevante markedsbevægelser eller ændringer i risikobilledet vil det dog generelt ikke være tilstrækkeligt, at værdireguleringen først sker ved månedens eller kvartalets udgang. Retvisende værdiansættelse er en forudsætning for god risikostyring og korrekte opgørelser af f.eks. solvens, afkast, aktivbeholdning mv. og for at undgå risiko for, at der sker omfordeling mellem kunder, hvilket også skal sikres mellem faste måneds- og kvartalsopgørelser.

I den forbindelse kan fastsatte tærskelværdier være afgørende for, hvornår selskaberne aktivt vurderer værdiansættelserne, idet høje tærskelværdier alt andet lige vil medføre færre værdireguleringer. Velunderbyggede tærskelværdier er derfor vigtigt, da det har betydning for frekvensen af værdireguleringerne.

Det er vigtigt, at værdiansættelsesprocesserne i relevante tilfælde også sikrer, at selskaberne regulerer på baggrund af ledelsesmæssige skøn, hvis det ikke tidsmæssigt er muligt at nå at indhente opdaterede forventede input til værdiansættelsen. Det kan f.eks. være input i form af ny vurdering af lejesituation i ejendomme og opdatering af afkastkrav fra valuarer. En mere nøjagtig værdiansættelse skal hurtigst muligt efterfølgende erstatte de ledelsesmæssige skøn, når relevante opdaterede input er tilgængelige.

Pensionsselskaberne skal desuden være opmærksomme på, at værdiansættelsesprocessen sikrer, at de også foretager værdireguleringer som følge af positive udviklinger i risikobilledet og på de finansielle markeder.

Pensionsselskabernes metoder til værdiregulering

Pensionsselskaberne brugte en række forskellige metoder til at fastlægge størrelsen af en eventuel værdiregulering af de alternative investeringer. Det drejer sig om f.eks. markedsproxyer, ledelsesmæssige skøn af reguleringer på porteføljeniveau og justering af input i DCF-modeller. Mange selskaber benyttede forskellige metoder for indirekte investeringer (såsom fondsinvesteringer) og direkte investeringer.

Indirekte investeringer

Pensionsselskaberne nævnte typisk, at de som udgangspunkt brugte fondsforvalterens opgjorte værdi for aktiverne, også kaldet NAV (Net Asset Value) eller indre værdi. Rapporteringen af NAV sker ofte kun kvartalsvis (kan dog også ske månedligt eller hyppigere), og ofte med en del forsinkelse, f.eks. op til 60 dage. Selskaberne kan derfor have behov for at korrigere værdierne løbende imellem fondenes rapporteringer, f.eks. i forhold til ind- og udbetalinger, markedsudsving og specifikke forhold.

Langt de fleste selskaber nævnte, at de havde dialog med forvaltere mv. for at få informationer omkring udviklingen i risici og input til at vurdere værdireguleringen. Der var eksempler på selskaber, som på den baggrund valgte ikke at værdiregulere i forhold til den seneste rapportering af NAV fra forvalter for enkelte aktivkategorier.

Der var pensionsselskaber, som på forhånd havde fastlagt metoder til at korrigere værdiansættelserne af de alternative investeringer imellem rapporteringerne fra fondene som følge af store markedsbevægelser, men der var også eksempler på selskaber, som ændrede værdiansættelsesmetode i perioden. Det havde i nogle tilfælde formentligt betydning for tidspunktet for værdireguleringerne, idet nogle aktivkategorier blev reguleret senere end andre. I de selskaber, der på forhånd havde fastlagt en metode til løbende værdiansættelse imellem de rapporterede NAV-værdier fra f.eks. fondene, var det udbredt at foretage værdireguleringen på baggrund af udviklingen i markedsindeks, som approksimerede værdiudviklingen i de alternative investeringer, såkaldte markedsproxyer. Eksempler på sådanne er aktieindeks, kreditindeks, enkeltaktiver mv. Der var i den forbindelse forskelle på pensionsselskabernes valg af markedsproxyer, ligesom der var forskel på detaljeringsgraden af metoden. Der var selskaber, der foretog værdiregulering ved at benytte en enkelt markedsproxy for den enkelte aktivkategori, f.eks. MSCI World for private equity-porteføljen. Andre selskaber brugte mere specifikke indeks relateret til de konkrete porteføljer, f.eks. forskellige aktieindeks, kreditindeks, ejendomsindeks mv. Der var desuden selskaber, som havde knyttet markedsproxyer til enkelte investeringer, og der var eksempler på, at selskaber tog hensyn til f.eks. geografi og sektorer.

Finanstilsynet konstaterer desuden, at mange pensionsselskaber benyttede følsomhedsfaktorer (betaværdier) til at justere for, at de alternative investeringer ikke nødvendigvis følger markedsudviklingen en til en i den anvendte markedsproxy. Benytter et pensionsselskab f.eks. en betaværdi på 0,5, betyder det, at værdien af de alternative investeringer henholdsvis

vil øges eller reduceres med 50 pct. i forhold til værdiændringen i det benyttede indeks. Finanstilsynet konstaterer betydelige forskelle i de benyttede betaværdier.

I takt med, at udsigterne og markedspriserne på de likvide markeder rettede sig i løbet af andet kvartal, foretog de fleste selskaber værdireguleringer. I den forbindelse brugte selskaberne bl.a. de samme metoder som i marts, f.eks. metoder baseret på udviklingen i bestemte markedsindeks. Det blev nævnt, at fondenes løbende rapportering og værdier blev brugt, herunder hvis det blev vurderet, at fondene i tilstrækkelig grad havde taget højde for effekterne af COVID-19.

Direkte investeringer

Finanstilsynet konstaterer, at værdiregulering af direkte investeringer ofte var baseret på DCF, multipler og lignende metoder. Pensionsselskabernes kendskab til de specifikke forhold i disse investeringer betød, at mange selskaber foretog konkrete vurderinger af den enkelte investering. Vurderingerne var baseret på f.eks. nye forventninger til indtjeningen på baggrund af COVID-19 og/eller ændringer i diskonteringsrenten baseret på markedsudviklingen, eventuelt støttet af observationer for lignede børsnoterede selskaber på markedet.

Der var også eksempler på, at direkte investeringer blev justeret efter markedsproxymetoder på samme måde som fondsinvesteringerne.

Boks 2: Betyggende metoder og kritisk stillingtagen

Pensionsselskaberne skal fastlægge betryggende værdiansættelsesmetoder for de alternative investeringer. Hvis det ikke er muligt at værdiansætte på baggrund af markedspriser for de samme aktiver eller tilsvarende aktiver på aktive markeder, skal aktiverne værdiansættes ud fra en alternativ værdiansættelsesmetode. I det tilfælde skal der indgå mindst muligt selskabsspecifikke input og så vidt muligt relevante markedsinput.

Ved brug af markedsinput skal der foretages justeringer, så de benyttede markedsinput afspejler de faktorer, der er specifikke for aktivet. Pensionsselskaberne skal også sikre, at eksterne informationskilder, der bruges til værdiansættelsen af alternative investeringer løbende bliver evalueret. Det gælder f.eks. kurser fra eksterne parter, markedsindeks, risikopræmier, korrelationer såvel som kvalitative informationer mv. Pensionsselskaber skal løbende foretage vurdering af udviklingen i specifikke risici i underliggende investeringer i indirekte såvel som direkte investeringer.

Pensionsselskaber skal ved f.eks. fondsinvesteringer være opmærksomme på at vurdere, om valget af markedsproxyer er relevant for den specifikke portefølje. Pensionsselskaber, der værdiregulerer på baggrund af et eller få markedsindeks på porteføljeniveau, bør generelt vurdere, om de benyttede indeks er relevante i forhold til porteføljens risici i de underliggende investeringer, f.eks. i forhold til sektoreksponering, investeringstype, geografisk område, koncentrationsrisici mv., eller om en mere granuleret metode i højere grad vil være retvisende.

Finanstilsynet vurderer, at det er vigtigt at sikre, at betaværdierne er retvisende, da det har afgørende betydning for værdireguleringerne. Finanstilsynet forventer, at betaværdierne

afspejler risikoniveauet i aktiverne, herunder at der tages højde for eventuelle forskelle i gearingsniveau, hvilket f.eks. kan være relevant at forholde sig til i mange private equity investeringer. Estimeres betaværdierne ud fra f.eks. indeks, der bygger på bogførte værdier, som typisk ikke varierer med markedet, kan der desuden være risiko for, at korrelationer estimeres for lavt.

Finanstilsynet vurderer, at forvalterne kan give vigtige informationer om de underliggende aktiver, men forventer også at selskaberne samtidigt forholder sig kritisk til fondenes NAV, særligt i tider med store markedsbevægelser. Fonde har dybdegående kendskab til de underliggende aktiver, men det er selskabernes ansvar, at de løbende værdiansætter til dagsværdi. Pensionsselskaberne skal udfordre forvalternes vurdering af risici i den konkrete situation, f.eks. under COVID-19. Er et pensionsselskab ikke enig i forvalternes vurdering, skal det regulere værdierne.

Selskaberne skal også sikre, at den løbende fondsrapportering er relevant og fyldestgørende, og at der er mulighed for at få ad hoc informationer imellem de faste rapporteringer, så det er muligt at foretage en tilstrækkelig overvågning og vurdering af fondsforvalternes NAV.

Når selskaber foretager værdiregulering ved hjælp af DCF-modeller skal de sikre, at usikkerheder i f.eks. fremtidige pengestrømme og ændringer i parametre, som f.eks. den risikofrie rente, risikopræmier mv., i tilstrækkelig grad slår igennem på værdiansættelsen. Pensionsselskaberne skal være opmærksomme på disse effekter, så de nedskriver tilstrækkelig i de segmenter, som er særligt følsomme overfor økonomiske tilbageslag, som f.eks. shoppingcentre og hotelejendomme har været det under COVID-19. Ændringer i risikopræmier vil også kunne få effekt på værdien af de investeringer, hvor den nuværende indtjening ikke umiddelbart eller kun i mindre grad er påvirket.

For de benyttede input i værdiansættelsesmodellerne f.eks. markedsindeks, risikopræmier og korrelationer forventer Finanstilsynet, at selskaberne sikrer, at de er relevante og afspejler investeringernes risici.

Pensionsselskabernes værdireguleringer i perioden

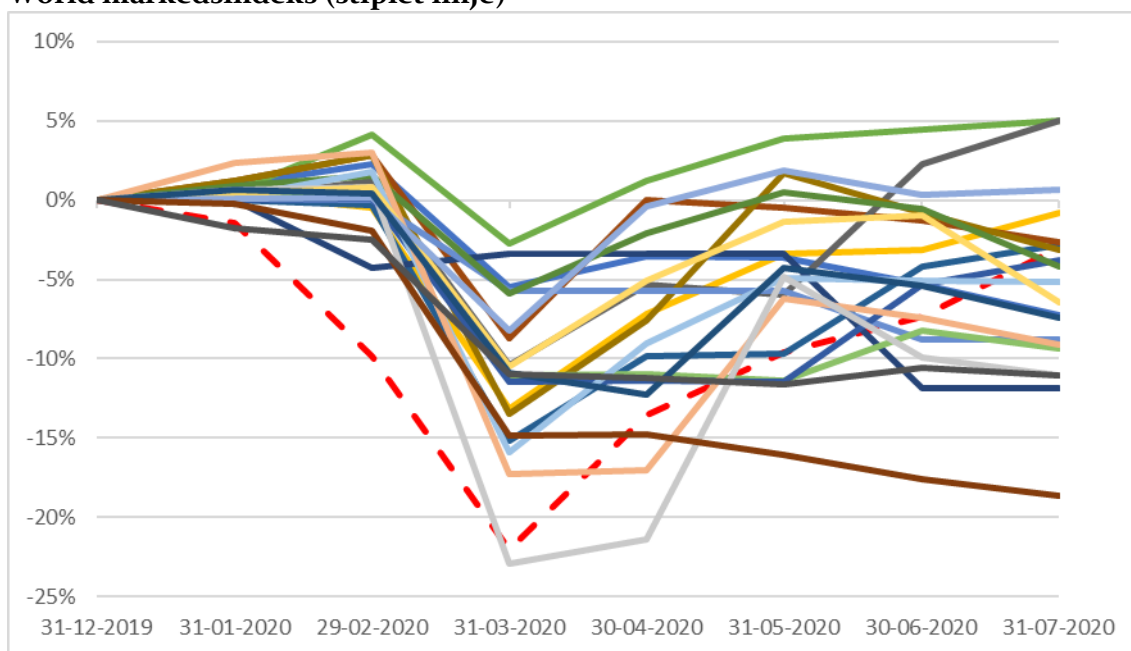
I pensionsselskabernes indberetninger kan der generelt observeres negative værdireguleringer af de illikvide investeringer i marts for de enkelte aktivkategorier og efterfølgende positive værdireguleringer i andet kvartal, jf. figur 1 i sammenfatningen.

Der var på tværs af pensionsselskaberne væsentlige forskelle på størrelsen af værdireguleringerne indenfor de enkelte aktivkategorier, både i marts og i de efterfølgende måneder. Finanstilsynet bemærker, at værdireguleringerne i perioden kan være forskelligt påvirkede af udviklingen i valutakurser, samt løbende ændringer i selskabernes beholdninger. Der skal derfor tages forbehold for dette ved vurderingen af udviklingen i værdireguleringerne.

Private equity-investeringer

Private equity er den alternative aktivkategori, hvis værdier i gennemsnit blev nedreguleret mest i marts. Stort set alle pensionssselskaber, der havde investeringer i private equity, foretog en negativ værdiregulering af porteføljen i marts måned, men der var stor forskel på størrelsen, jf. figur 3.

Figur 3: Pensionssselskabers værdiregulering af private equity aktiver og MSCI World markedsindeks (stiplet linje)



Note: Figuren viser udvalgte pensionssselskabers værdiregulering i perioden for private equity investeringer. Den stiplede linje viser MSCI World til sammenligning. Opgjort ÅTD ultimo hver måned som procentvis ændring i forhold til beholdningen ultimo 2019.

Kilde: Indberetning til Finanstilsynet om pensionssselskabernes værdiansættelse i perioden fra den 1. januar til den 31. juli 2020 samt Bloomberg.

Der var også forskelle i de metoder, pensionssselskaberne brugte til værdireguleringen af private equity-porteføljen. Pensionssselskaberne brugte typisk en markedsproxymetode til værdireguleringen af de indirekte investeringer samt informationer fra forvalterne. De selskaber, der oplyste, at de benyttede betaværdier i deres markedsproxymetode, angav typisk værdier gående fra 0,5 til 1 og i nogle tilfælde lavere. Der er også eksempler på selskaber, der benyttede betaværdier opdelt på sektorer, hvor nogle betaværdier var større end 1.

Finanstilsynet vurderer, at en del af forskellene i værdireguleringerne og valg af betaværdier kan skyldes, at private equity aktiver kan have forskellig risikoprofil, herunder forskellig eksponering overfor COVID-19, og dermed forskellig markedspåvirkning. Dog vurderer Finanstilsynet, at en del af forskellene også kan skyldes forskelle i selskabernes værdiansættelsesmetoder, herunder i fastlæggelsen af betaværdier.

Finanstilsynet finder det bemærkelsesværdigt, at flertallet af selskabernes private equity porteføljer reguleres mindre end noterede aktier, jf. figur 3, hvor udviklingen i MSCI World⁴ er

⁴ MSCI World Index er et globalt aktiemarkedsindeks, som er beregnet i USD og omfatter store og mellemstore selskaber fra lande med udviklede markeder.

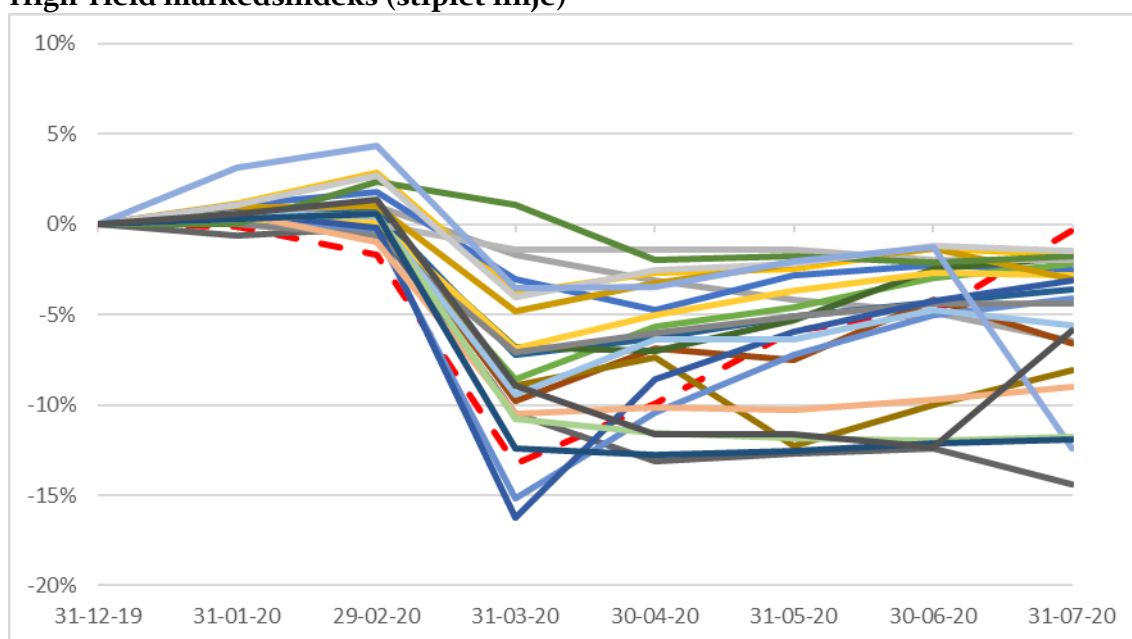
indsat til sammenligning. Dette bl.a. fordi private equity investeringer ofte har et højere geeringsniveau end noterede aktier, hvilket alt andet lige må forventes at øge risikoen og dermed volatiliteten i værdierne.

For de selskaber, der oplyste, at de i perioden anvendte en tærskelværdi for private equity porteføljen, nævnte nogle tærskelværdier omkring 15 procent, men der var også selskaber, som nævnte værdier omkring 5 procent.

Kreditinvesteringer

De pensionsselskaber, som havde kreditaktiver⁵, foretog alle en negativ værdiregulering i marts, men der var stor forskel på størrelsen af værdireguleringerne jf. figur 4.

Figur 4: Pensionsselskabers værdiregulering af kreditinvesteringer og ICE BofA US High Yield markedsindeks (stiplet linje)



Note: Figuren viser udvalgte pensionsselskabers værdiregulering i perioden for kreditinvesteringer. Den stippledte linje viser ICE BofA US High Yield Index (TR) til sammenligning. Opgjort ÅTD ultimo hver måned som procentvis ændring i forhold til beholdningen ultimo 2019.

Kilde: Indberetning til Finanstilsynet om pensionsselskabernes værdiansættelse i perioden fra den 1. januar til den 31. juli 2020 samt Bloomberg.

Mange selskaber værdiregulerede kreditaktiver med input fra fondsforvaltere og benyttelse af en markedsproxymetode, hvor nogle selskaber benyttede adskillige indeks, mens andre benyttede færre. Flere selskaber beskrev, at der var kreditfonde, hvor fondsforvalterne stillede månedlig eller hyppigere NAV, og de valgte at bruge disse.

I direkte investeringer, der blev værdiansat via en DCF-model, hvor kreditspænd indgik som risikopræmie i diskonteringsrenten, fik ændringer i risikopræmierne (kreditspændene) derved gennemslag på værdiansættelserne. Der var også eksempler på investeringer, hvor det blev vurderet, at boniteten var påvirket af COVID-19, hvilket fik effekt på værdiansættelserne.

⁵ Alternative kreditinvesteringer inkl. seniorlån og securitiseringer.

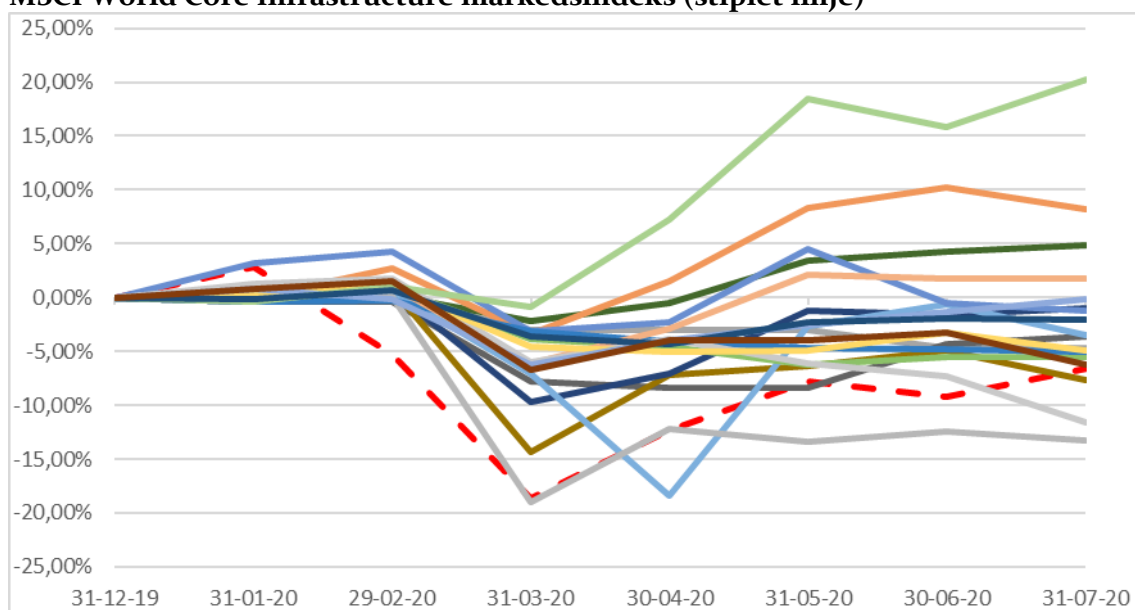
Forskellene i værdireguleringerne på tværs af selskaberne kan skyldes, at kreditaktiver kan have forskellige risikoprofiler, herunder forskellig kreditkvalitet og eksponering overfor COVID-19, og dermed forskellig markedspåvirkning. Finanstilsynet vurderer dog, at det også kan skyldes forskelle i værdiansættelsesmetode.

Finanstilsynet konstaterer, at flertallet af pensionsselskabernes negative værdireguleringer i marts var noget mindre end udviklingen i de noterede high yield indeks, jf. figur 4, hvor ICE BofA US High Yield Index (TR)⁶ er indsat til sammenligning. Der er endvidere eksempler på selskaber, der ikke fulgte udviklingen på markedet efterfølgende og dermed ikke tilbageregulerede værdierne. Finanstilsynet forventer, at selskaberne generelt kan begrunde eventuelle forskelle til markedsudviklingen.

Infrastrukturinvesteringer

Alle selskaber med investeringer i infrastruktur foretog negative værdireguleringer i marts. Der var dog eksempler på, at værdireguleringen på delporteføljer ikke skete i marts, men senere.

Figur 5: Pensionsselskabers værdiregulering af infrastrukturinvesteringer og MSCI World Core Infrastructure markedsindeks (stiplet linje)



Note: Figuren viser udvalgte pensionsselskabers værdiregulering i perioden for infrastrukturinvesteringer. Den stiplede linje viser MSCI World Core Infrastructure USD Net (TR) til sammenligning. Opgjort ÅTD ultimo hver måned som procentvis ændring i forhold til beholdningen ultimo 2019.

Kilde: Indberetning til Finanstilsynet om pensionsselskabernes værdiansættelse i perioden fra den 1. januar til den 31. juli 2020 samt Bloomberg.

De selskaber, der oplyste om værdireguleringer på henholdsvis indirekte og direkte infrastrukturinvesteringer, regulerede mere på indirekte end direkte investeringer. Det kan skyldes, at fondsinvesteringer kan indeholde mere konjunkturfølsomme aktiver, f.eks. betalingsveje, end direkte investeringer.

⁶ ICE BofA US High Yield Index (TR) er et indeks, som tracker performance af below investment grade rated selskabslån (corporate debt) udstedt i USA og beregnet i USD.

Nogle selskaber redegjorde for, at infrastrukturaktiver, der er eksponeret mod energipriser, oplevede et større værdifald over perioden end f.eks. vindmøller, som ofte har sikret stabile afregningspriser i en længere periode.

Der var selskaber med direkte vindmølleinvesteringer, der vurderede, at aktivernes værdier kun i mindre grad blev påvirket af ændringer i den risikofrie rente og risikopræmier. Der er desuden flere eksempler på, at ændringerne i risikopræmier havde et mindre gennemslag for direkte investeringer i infrastruktur og i ejendomme.

I forhold til værdiansættelsesmetoden for fondsinvesteringer i infrastruktur var der både eksempler på, at pensionselskaber benyttede en markedsproxymetode ved et bredt aktieindeks og en mere granulær markedsproxymetode. Typisk benyttede pensionselskaberne en beta på ca. 0,5 alt efter det benyttede markedsindeks. I perioden har nogle infrastrukturinvesteringer oplevet værdistigninger som følge af færdiggørelse af projekter m.v. Det har i nogle tilfælde medført positive værdireguleringer.

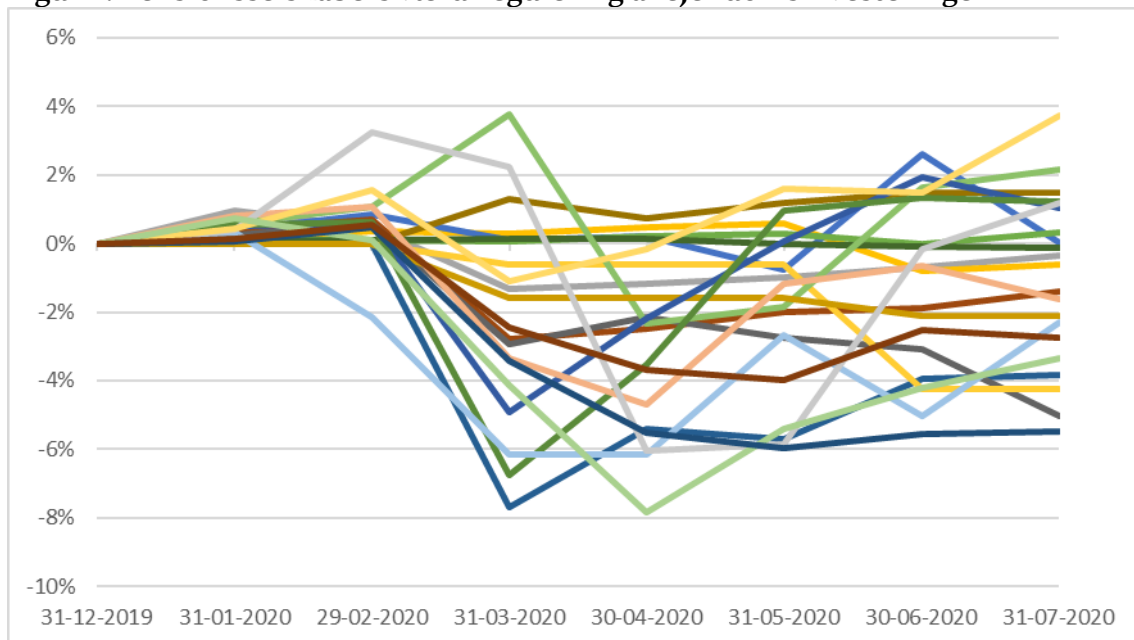
Finanstilsynet konstaterer, at selskaberne i mange tilfælde foretager en lavere værdiregulering af infrastrukturaktiverne end det, der kan observeres på markedet, jf. figur 5, hvor MSCI Core Infrastructure USD Net (TR)⁷ er indsat til sammenligning. Årsagen kan være de ovenfor beskrevne forskelle i risikoprofilerne, herunder andelen af direkte investeringer, men Finanstilsynet forventer, at selskaberne kan begrunde forskellene.

Ejendomsinvesteringer

På ejendomsområdet var der et mindre entydigt mønster for værdireguleringer, hvor de fleste selskaber dog nedskrev ejendomsværdierne i marts. Ejendomme var den aktivkategori, der i gennemsnit blev værdireguleret mindst.

⁷ MSCI World Core Infrastructure USD net (TR) er et globale total return (TR) indeks, som er beregnet i USD og som omfatter store og mellemstore selskaber i 23 lande med udviklede markeder, som er aktive i core infrastruktur projekter.

Figur 6: Pensionssekskabers værdiregulering af ejendomsinvesteringer



Note: Figuren viser udvalgte pensionssekskabers værdiregulering i perioden for ejendomsinvesteringer Opgjort ÅTD ultimo hver måned som procentvis ændring i forhold til beholdningen ultimo 2019.

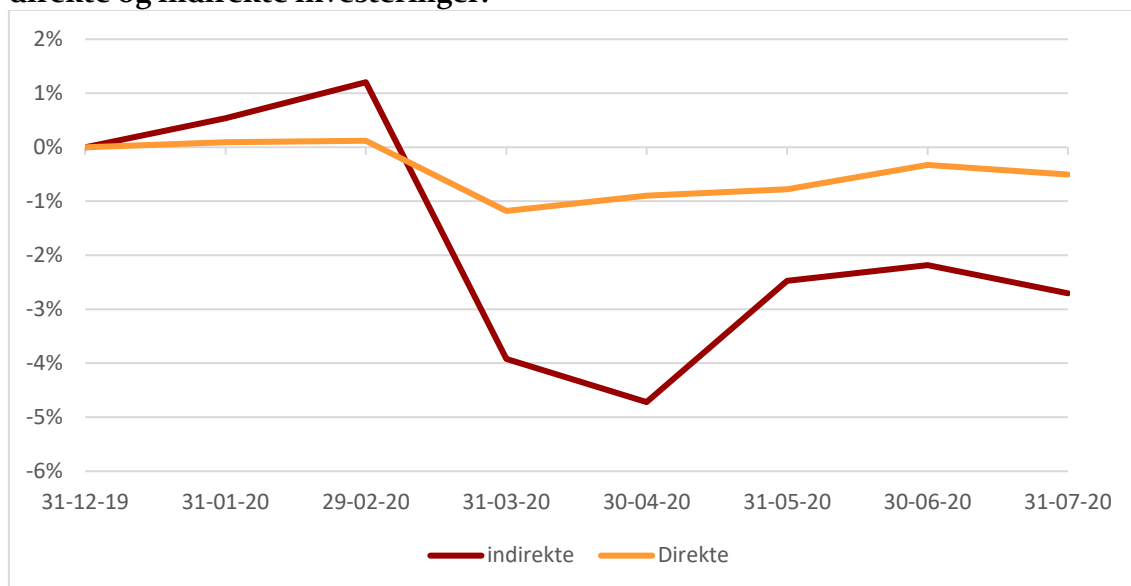
Kilde: Indberetning til Finanstilsynet om pensionssekskabernes værdiansættelse i perioden fra den 1. januar til den 31. juli 2020.

På ejendomsområdet nævnte pensionssekskaberne generelt, at detailhandel- og hotelejendomme blev ramt, mens det var mindre udtalt for boligejendomme. Forskellen i værdireguleringerne på ejendomme på tværs af sekskaberne kommer delvist fra graden af eksponeringen mod disse typer af ejendomme. Nogle pensionssekskaber oplyste således, at de overvejende havde kontor- og boligejendomme, og at deres ejendomsportefølje derfor var mindre påvirket af COVID-19.

For værdiansættelsen af ejendomme var der flere eksempler på, at værdireguleringen ikke blev gennemført i marts, men senere i perioden.

Finanstilsynet kan konstatere, at direkte ejede ejendomme blev reguleret mindre end ejendomme ejet indirekte, f.eks. via en fond, jf. figur 7. For direkte ejede ejendomme, som typisk er bolig- og kontorejendomme, vurderede sekskaberne generelt, at der var få værdiændringer efter gennemgang af f.eks. udvikling i tomgang, henstand og restancer fra lejere. Usikkerhed i forhold til lejeres eventuelle betalingsevne blev ikke i alle tilfælde medtaget i ejendomsvurderingerne.

Figur 7: Pensionsselskabers værdiregulering af ejendomsinvesteringer – opdelt på direkte og indirekte investeringer.



Note: Figuren viser udvalgte pensionsselskabers værdiregulering gennemsnitligt i perioden for ejendomsinvesteringer opdelt på direkte og indirekte infrastrukturinvesteringer. Data er ikke vægtet i forhold til beholdningsstørrelse.

Opgjort ÅTD ultimo hver måned som procentvis ændring i forhold til beholdningen ultimo 2019.

Kilde: Indberetning til Finanstilsynet om pensionsselskabernes værdiansættelse i perioden fra den 1. januar til den 31. juli 2020.

Nogle selskaber øgede afkastkravet marginalt på enkelte bolig- og kontorejendomme, mens andre vurderede, at der var behov for større reguleringer i marts. Et enkelt selskab foretog et ledelsesmæssigt skøn og nedregulerede forventningerne til huslejebetalinger i boligejendomme under opførsel. Finanstilsynet har også observeret en forskel i størrelsen af nedskrivninger på detailejendomme og hoteller, hvilket Finanstilsynet vurderer til dels kan skyldes forskel i geografisk placering mv., samt forskelle i værdiansættelsesmetoder.

Der var en lidt større spredning af pensionsselskabernes værdireguleringer for investeringer i ejendomsfonde. Det kan f.eks. skyldes karakteren af ejendommene i fondene og større geografisk spredning, men der var også tendens til, at pensionsselskaber med få reguleringer argumenterede for, at kortsigtede markedsbevægelser ikke havde betydning for værdiansættelsen. I stedet for en markedsproxymetode forholdte pensionsselskaberne sig derfor til forvalterens statusopdateringer. I sådanne tilfælde forventer Finanstilsynet, at selskaberne kan godtgøre, hvorfor deres ejendomsinvesteringer ikke påvirkes af stigende risikopræmier på ejendomsmarkederne, samt at pensionsselskaberne forholder sig kritisk til forvalternes statusopdateringer.

Finanstilsynet observerer en meget stor forskel på de værdireguleringer, som selskaberne foretager, og de værdiændringer, der ses i internationale ejendomsmarkedsindeks f.eks. FTSE EPRA Nareit Global REITs (TR) Index. Der kan være væsentlige forskelle på pensionsselskabernes ejendomsporteføljer og de aktiver, som indekset afspejler (herunder gearing, geografi, sektorer mv.). Finanstilsynet forventer, at selskaberne kan redegøre for, hvorfor deres porteføljer ikke påvirkes i samme grad som markedet. Dette gælder især for selskaber, som har internationale ejendomsinvesteringer eller ejendomstyper, som er særligt påvirkede af COVID-19.

