



Pensionsbranchens unoterede investeringer

November 2023

Indhold

1.1 Hvad er unoterede investeringer, og hvorfor har pensionsselskaberne dem?	4
1.1 Indledning.....	5
1.2 Hvad er unoterede investeringer og hvordan adskiller de sig fra noterede investeringer?	7
1.3 Hvorfor investerer pensionsselskaberne i unoterede aktiver?.....	8
1.4 Unoterede investeringer kræver ressourcer og kompetencer	10
2. Investeringernes omfang og afkast	11
2.1 Investeringernes omfang og eksempler	12
2.2 Afkast	13
Historisk afkast	13
Forventet fremtidigt afkast.....	14
2.3 Andre samfundsgavnige effekter af unoterede investeringer	16
Sundheds- og plejesektoren.....	17
Uddannelsessektoren.....	17
Offentlig forvaltning.....	18
Vækst og arbejdspladser i den private sektor	19
3. Særlige forhold ved unoterede investeringer	22
3.1 Særlige forhold	23
3.2 Branchens arbejde med unoterede investeringer	25
Investeringsbeslutninger	26
Håndtering af risici	26
Risiko for skæv værdiansættelse	26
Organisatorisk set-up	26
Konkret eksempel danske ejendomme.....	27
Konkret eksempel private equity.....	28
3.3 Regulering og tilsyn	30
Ledelse og styring.....	30
Bestemmelser om, hvad selskaberne må investere i.....	31
Solvenspositionen	31
Tilsyn med reglernes overholdelse	31
4. Værdiansættelse af unoterede investeringer	33
4.1 Regulering	34
4.2 Praksis for unoterede investeringer.....	35
Finanstilsynets undersøgelser af værdiansættelserne.....	35
4.3 F&P's retningslinjer for værdiansættelser af unoterede aktiver.....	36
4.4 Værdiansætter pensionsselskaberne unoterede aktiver forkert?	37
Prisfastsættelse er ikke værdiansættelse.....	37
Private equity-fonde er ikke "bare" private equity-fonde	39
Skal forskellige virksomheder værdiansætte det samme aktiv ens?.....	39
Opsamling.....	40



1. Hvad er unoterede investeringer, og hvorfor har pensionselskaberne dem?

1.1 Indledning

Danskerne har en betydelig pensionsformue. Alene hos F&P's medlemmer ligger en formue på ca. 3.500 mia. kr. Pensionsselskaberne investerer i dag i flere forskellige aktivtyper end stats- og realkreditobligationer, børsnoterede virksomheder samt ejendomme, som tidligere udgjorde selskabernes investeringsunivers. I dag investeres der også i fx vindmøleparker og anden energiinfrastruktur og i virksomheder uden for børsmarkederne, bl.a. i mindre danske virksomheder og iværksættere gennem fx Dansk Vækstkapital og andre kapitalfonde.

Gennem de senere år har pensionsselskaberne øget deres unoterede investeringer. I 2015 var ca. 16-17 pct. af danskernes pensionsformuer hos F&P's medlemmer investeret i unoterede aktiver. I dag er det 23-24 pct. svarende til i størrelsesordenen 750 mia. kr.

I denne rapport kortlægger F&P omfanget af investeringerne, og vi præsenterer en række eksempler på unoterede investeringer. Med rapporten vil vi – billedligt talt – åbne kassen med unoterede aktiver og vise, hvad det konkret er for nogle virksomheder og aktiver, pensionsselskaberne har investeret i. På den måde skal rapporten skabe øget åbenhed om de unoterede investeringer og om branchens arbejde med dem.

Vi vil blandt andet vise, at:

- unoterede aktiver udvider det samlede investeringsunivers og muliggør en yderligere spredning af investeringerne set ift., hvis der alene investeres i noterede aktiver
- renteniveauet på stats- og realkreditobligationer har i mange år været faldende. Det har gjort det attraktivt at investere i fx infrastrukturaktiver med et langsigtet, stabilt og forholdsvis sikkert afkast, som overstiger, hvad der kan opnås på obligationer, men hvor der stadig er tale om begrænset risiko
- unoterede investeringer understøtter i stort omfang den grønne omstilling i Danmark og udlandet, det danske velfærdssamfund og effektiv drift heraf, ligesom branchen investerer bredt i "underskoven" af unoterede danske virksomheder og derved er med til at sikre værdiskabelse og arbejdspladser. Investeringerne har således en række positive effekter for det danske samfund ud over, at de bidrager til at skabe afkast til nuværende og kommende pensionsmodtagere.

Pensionsbranchen bidrager dermed til at løse nogle af de store samfundsmæssige udfordringer, vi står over for i de kommende år

- der er nogle særlige forhold, man skal være opmærksom på ved investering i unoterede aktiver. Lovgivningen stiller omfattende krav til pensionsselskabernes håndtering af risici. Reglerne indebærer blandt andet, at selskaberne skal have passende styrings- og kontrolsystemer, så investeringerne ikke resulterer i, at man uforvarende påtager sig væsentlige uforudsete risici. Værdiansættelse af unoterede aktiver er komplekst, fordi der i mange tilfælde ikke løbende fastsættes kurser på unoterede aktiver, som det er tilfældet for mange noterede aktiver. Som supplement til reguleringen vedtog branchen derfor i 2021 en række retningslinjer for håndteringen af værdiansættelsen af unoterede aktiver, hvor fokus er på at sikre, at aktivernes værdi opdateres tilpas hyppigt og med anvendelse af konsistente metoder.

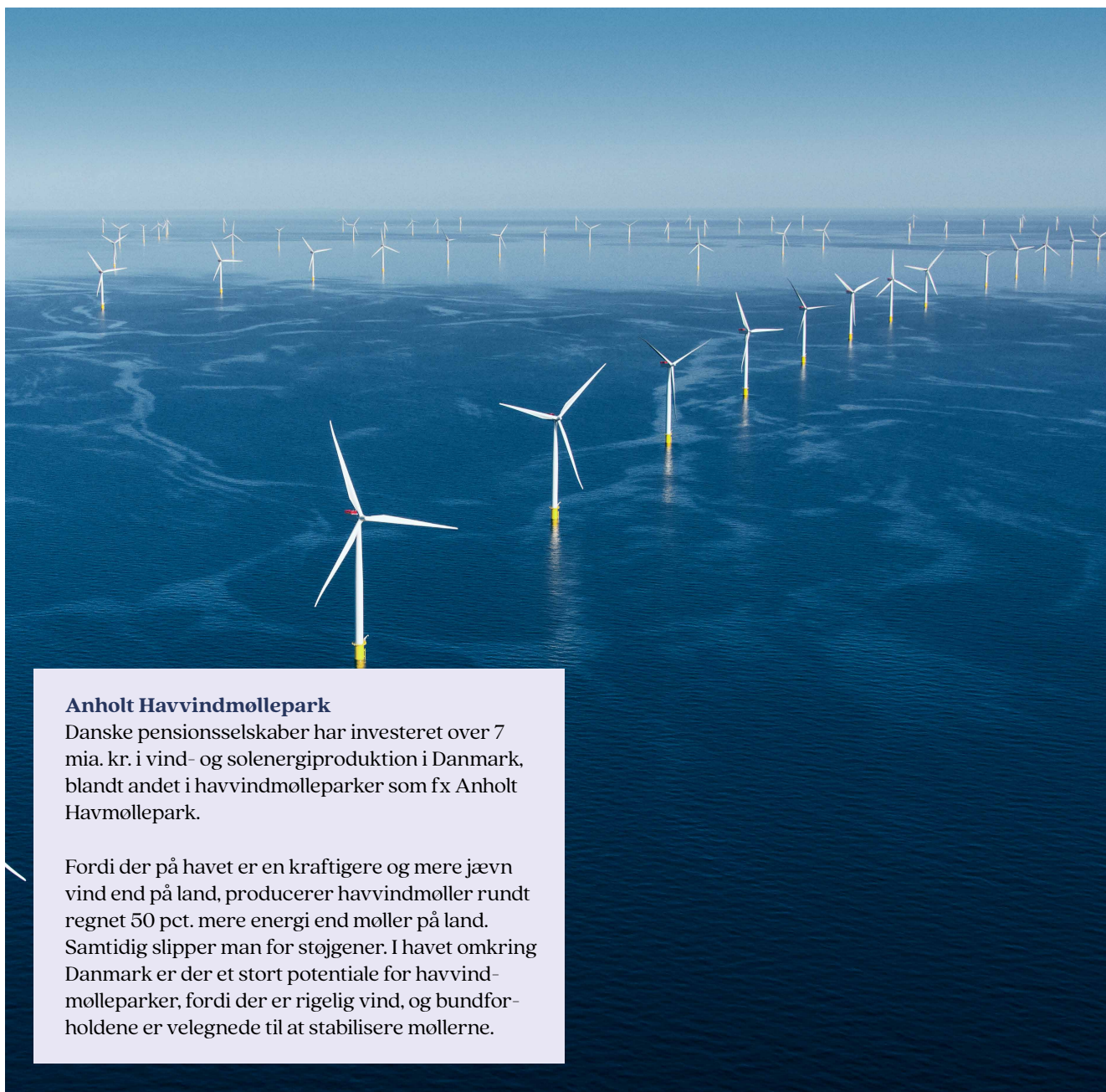
Pensionsselskaberne er tålmodige investorer, fordi pensionsopsparing i sagens natur har et meget langsigtet perspektiv. Derfor er det naturligt at investere bredt i selskaber, som ikke er børsnoterede, for at få del i den betydelige, langsigtede værdiskabelse, der finder sted i denne store del af økonomien¹.

Finanstilsynet har betegnet pensionsselskabernes øgede investeringer i unoterede aktiver som "en logisk udvikling", idet unoterede investeringer "giver en illikviditetspræmie, som langsigtede investorer kan prøve at samle op"².

Finanstilsynet fører tilsyn med, at selskaberne lever op til reglerne og har tillige udarbejdet en udførlig vejledning om, hvordan man lever op til lovgivningens krav på området, herunder de såkaldte prudent person-regler. Selskaberne selv bruger betydelige ressourcer på deres unoterede investeringer, fordi det kræver højt specialiserede medarbejdere og ofte også bistand fra eksterne eksperter med kompetencer og indsigt i eksempelvis ejendoms- og byggeforhold, juridiske forhold, specialiserede finansielle emner m.v. Hvor unote-

¹ Det er vanskeligt at vurdere, hvor stor en del af økonomien, unoterede virksomheder udgør. I et studie fra 2006 anfører det amerikanske National Bureau of Economic Research, at mindre end 1 pct. af alle amerikanske virksomheder er børsnoterede, og disse beskæftiger ca. 1/3 af de privatansatte i USA. Andre studier peger på, at antallet af børsintroduktioner har været aftagende over de senere år og, at en del virksomheder har ladet sig afnotere. På den baggrund virker det rimeligt at antage, at en væsentlig del af den økonomiske værdiskabelse sker i ikke-børsnoterede virksomheder

² Debatindlæg af Finanstilsynets direktor Jesper Berg i Børsen, 5. januar 2023.



Anholt Havvindmøllepark

Danske pensionselskaber har investeret over 7 mia. kr. i vind- og solenergiproduktion i Danmark, blandt andet i havvindmølleparker som fx Anholt Havmøllepark.

Fordi der på havet er en kraftigere og mere jævn vind end på land, producerer havvindmøller rundt regnet 50 pct. mere energi end møller på land. Samtidig slipper man for støjgener. I havet omkring Danmark er der et stort potentiale for havvindmølleparker, fordi der er rigelig vind, og bundforholdene er velegnede til at stabilisere møllerne.

Kilde: Aarhus Universitet

rede investeringer udgør omkring 20-25 pct. af investeringerne, bruges en betydeligt større andel af investeringsressourcerne på at administrere de unoterede investeringer.

Det har i de senere år været diskuteret, om pensionselskaberne i for stort omfang lader værdiansættelsen af unoterede investeringer udvikle sig "ude af trit" med udviklingen for noterede aktiver. Dette er et væsentligt emne, fordi der i så fald kunne ske en utilsigtet omfordeling af værdier mellem kunder, og fordi ajourførte værdier er væsentligt for det enkelte selskabs risikostyring. Vi sætter derfor i rapporten spot på kritikken af branchen på dette område.

Værdiansættelsen af unoterede aktiver er ubetinget mere kompliceret end for noterede aktiver, først og fremmest fordi aktivernes værdier typisk

ikke kan observeres på en markedsplads, som det er tilfældet med noterede aktiver, der handles hyppigt og er standardiserede.

Finanstilsynet er meget opmærksomme på de udfordringer, det kan give, og har da også gennemført en række tilsyn hos selskaberne, hvor der er påpeget forhold, der skulle gøres bedre. Finanstilsynets reaktioner indikerer, at det, en del selskaber særligt skal fokusere på, er hyppigheden, hvormed selskaberne efterprøver – og eventuelt justerer – deres værdiansættelser.

Derudover har Finanstilsynet peget på, at selskaberne skal sikre en konsistent og veldokumenteret tilgang til, hvordan man fastsætter og følger op på det krævede afkast ved forskellige typer af unoterede investeringer.

1.2 Hvad er unoterede investeringer, og hvordan adskiller de sig fra noterede investeringer?

Unoterede investeringer er investeringer, som – til forskel fra noterede – ikke handles på børser. Investeringer i unoterede aktiver foregår typisk som bilaterale handler uden for en organiseret markedsplads.

Unoterede investeringer kan være mange forskellige ting. De mest almindelige er investeringer i ejendomme (fx boliger og virksomhedsdomiciler), energi- og infrastruktur (fx vindmølle- og solcellerparker), private equity (ejerandele i ikke-børsnoterede virksomheder), unoteret kredit (lån til bl.a. virksomheder), hedge-fonde m.v.

Der er tale om aktiver, der er vidt forskellige og handles i vidt forskellige markeder, selvom de alle går under betegnelsen unoterede investeringer.

En del af pensionsselskabernes unoterede investeringer er i aktiviteter, som understøtter det danske velfærdssamfund, for eksempel plejehjem, sundhedshuse, undervisningsfaciliteter m.v. samt investeringer i andre offentlige bygninger som kontorbygninger, domhuse m.v.

Unoterede investeringer kan foretages som direkte investering, fx co-investering, hvor en gruppe af investorer går sammen i en form for konsortie, eller via fonde med speciale i at investere i unoterede virksomheder og bygge porteføljer op. Ved investeringer i offentlig infrastruktur og byggeri til offentlige formål er investeringen ofte et såkaldt OPP – Offentlig Privat Partnerskab – hvor et pensionsselskab som investor går sammen med virksomheder, der kan projektere og gennemføre byggeriet, og hvor den offentlige bruger er med til at kravspecifere og også står som lejer/aftager i en fastlagt periode. I afsnit 2.3 findes en række eksempler på sådanne investeringer.



1.3 Hvorfor investerer pensionsselskaberne i unoterede aktiver?

Pensionsselskaber er forpligtede til at søge det bedst mulige afkast til deres kunder. Det følger af Lov om Finansiell Virksomhed (fra 1. januar 2024 Lov om Forsikringsvirksomhed), at investeringer skal foretages i kundernes bedste interesse, og selv om kunderne kan have flere – og forskellige – interesser, så er det hensynet til afkast inden for passende risikomæssige rammer, der er det centrale.

Optimering af risikojusteret afkast

Den primære årsag til, at pensionsselskaberne investerer i unoterede aktiver, er, at de forventer, at aktiverne vil give et risikojusteret afkast, som er attraktivt, når der sammenlignes med afkastet af noterede aktiver, og når der tages højde for, at unoterede aktiver kan være vanskeligere at investere i, afhængende og løbende administrere.

Nye investeringsområder

Der er i de senere år sket en nytænkning i den måde, hvorpå offentlige institutioner udvikler, finansierer og driver nogle af de meget store bygninger og anlæg, som er forudsætningen for fx et velfungerende sundheds- og plejesystem, ordentlig transportinfrastruktur, den grøn omstilling m.v. Offentlige institutioner inddrager således i stigende grad private investorer, fordi de har den fornødne kapital og fordi, de har opbygget betydelig know-how på området.

For pensionsselskaber er det attraktivt at deltage i sådanne projekter. Investeringerne repræsenterer en del af økonomien, som det ikke er muligt at investere i via de "almindelige" markeder, men hvor der ikke desto mindre er et attraktivt risikojusteret afkast at hente. Samtidig er det aktiver, som i høj grad er samfundsnyttige bl.a. i forhold til at sikre velfærd og grøn omstilling.

Egenskaber ved unoterede aktiver

Unoterede investeringer har en række egenskaber, som gør dem velegnede i forhold til investering af pensionsmidler:

Diversifikation. Afkastene på nogle typer af unoterede aktiver svinger i en anden takt end afkastene på fx noterede aktier og obligationer³. Det kan pensionsselskaber udnytte til at opnå en øget risikospredning. Generelt opnås en diversifikationsgevinst ved at investeringerne spredes på flere aktivtyper. Investerer man fx i to aktiver med samme forventede afkast og risiko (standardafvigelse), så

³ Danmarks Nationalbank, "Pensionssektorens alternative investeringer", s. 4 ff. 15. september 2021

opnår man nøjagtig det samme forventede afkast, som hvis man kun investerer i et af aktiverne. Men hvis de to aktivers afkast ikke følges fuldstændigt ad, opnås en lavere samlet risiko ved at investere i begge aktiver i stedet for blot i det ene. Jo flere aktivklasser man kan investere i, jo større diversifikationsgevinst kan man – alt andet lige – opnå. Eksempelvis forventer Rådet for Afkastforventninger en langsigtet korrelation mellem aktier og illikvide (unoterede) aktiver på 0,3 og en korrelation mellem obligationer og illikvide (unoterede) aktiver på 0,0⁴.

Eksempel

Antag to aktiver A og B begge har et forventet afkast på 5% og en standardafvigelse på 12%. Korrelationen mellem de to aktivers afkast antages at være 0,3.

Investeres alene i enten A eller B fås et forventet afkast på 5% og en risiko (standardafvigelse) på 12%.

Investeres i både A og B, vil det forventede afkast stadig være 5%, men risikoen bliver mindre på grund af diversificering, jf. at korrelationen er mindre end 1.

Ved en 50 pct. investering i begge aktiver fås:

Samlet forventet afkast: $0,5 \cdot 5\% + 0,5 \cdot 5\% = 5\%$

Samlet risiko/standardafvigelse:

$\sqrt{(0,5^2 \cdot 12^2 + 0,5^2 \cdot 12^2 + 2 \cdot 0,5 \cdot 0,5 \cdot 12 \cdot 12 \cdot 0,3)} = 9,67\%$

Ved at sprede investeringsrisikoen på to frem for ét aktiv reduceres risikoen – standardafvigelsen – altså fra 12% til 9,67%, uden at det går ud over afkastet.

Det simple eksempel illustrerer en af de væsentlige grunde til, at pensionsselskaber også investerer i unoterede aktiver – nemlig for at sprede risikoen mest muligt og samtidig opnå et fornuftigt afkast.

Eksempelvis kan der investeres i private equity som alternativ til børsnoterede aktier og i unoteret kredit, infrastruktur og ejendomme som alternativ til børsnoterede obligationer.

Dertil kommer, at unoterede investeringer udgør en betragtelig del af det samlede globale investeringsunivers⁵. Det er oplagt, at – især – store institutionelle investorer som fx danske pensionsselskaber,

⁴ <https://www.afkastforventninger.dk/media/1507/afkastforventninger-2-halvaar-2023.pdf>

⁵ ifølge Gadzinski, Schuller og Vacchino (2021): "The Global Market Portfolio", The Journal of Portfolio Management, 47, s. 151-163 udgør unoterede aktiver ca. 40-50 pct. af værdien af alle verdens aktiver.

som har de fornødne ressourcer til at foretage unoterede investeringer, investerer i disse for at få del i den værdiskabelse, der finder sted uden for det noterede univers.

Attraktive afkast/risiko-muligheder. Nogle typer unoterede aktiver har stabile, forudsigelige og evt. inflationssikrede cash flows. Det gælder særligt ejendoms- og infrastrukturinvesteringer. Andre typer unoterede aktiver – fx private equity – kan være mindre stabile, men også her er der typisk tale om attraktive afkastmuligheder i forhold til risikoen, ikke mindst når der sammenlignes med investeringer i noterede aktier. jf. Nationalbankens analyse⁶.

En væsentlig årsag til de attraktive afkastmuligheder er, at der typisk er en illikviditetspræmie forbundet med unoterede investeringer.

Unoterede aktiver handles normalt bilateralt og uden for en organiseret markedsplads. Mens man oftest kan sælge aktier i en stor børsnoteret virksomhed uden væsentlige problemer og med begrænsede transaktionsomkostninger, så er unoterede aktiver typisk betydeligt vanskeligere at omsætte – de er ganske enkelt mindre *likvide*. Fx står der ikke nødvendigvis købere klar, den dag man ønsker at sælge en ejendom eller en vindmøllepark. Og investeringer i fx private equity-fonde er bindende i fondens levetid på typisk 7-10 år. Sidstnævnte hænger sammen med fondenes forretningsmodel, som netop er at købe sig ind i en række virksomheder, holde investeringen i en årrække og i nogle tilfælde deltage ledelses- og styringsmæssigt i udviklingen af virksomheden og så foretage et exit ved at videresælge sin ejerandel, fx gennem en børsnotering af virksomheden.

Alt andet lige skal unoterede investeringer give et højere forventet afkast – en *illikviditetspræmie* - end noterede investeringer for, at investorer ønsker den mere langsigtede pengebinding. Forventningen om et merafkast på illikvide aktiver går igen mange steder, fx i Nationalbankens analyse af pensionssektorens unoterede investeringer, [her](#) og hos Rådet for Afkastforventninger, jf. afsnit 2.2.

I teorien værdiansættes ethvert finansielt aktiv som summen af de forventede fremtidige udbetalinger diskonteret med en risikojusteret rente. Diskonteringsrenten udgør summen af en risikofri rente, en risikopræmie og evt. en illikviditetspræmie. Den

risikofri rente er i princippet ens for alle aktiver. Forskellen på forskellige aktivers prissætning afhænger derfor af volatiliteten i aktivets prissætning – dvs. hvor risikabelt det er at investere i aktivet – samt en evt. illikviditetspræmie, hvis der er tale om et aktiv med lav omsættelighed. Jo større risiko, desto større vil risikopræmien være. Og jo lavere omsættelighed, desto større vil illikviditetspræmien være.

Unoterede aktiver har altså alt andet lige et højere forventet afkast for at kompensere for ulempen i form af lavere likviditet. Men da pensionsinvesteringer er karakteriseret ved at være meget langsigtede, så udgør den lavere likviditet ikke så stor en ulempe som for mange andre investorer, og pensionselskaber har dermed optimale forudsætninger for at "høste" illikviditetspræmien.

Ønsket om/behovet for at høste illikviditetspræmier ved at investere i unoterede aktiver er forstærket af det *lavrentemiljø*, der har været kendetegnende for de finansielle markeder frem til starten af 2022. Med de rentestigninger, der er sket gennem 2022 og 2023, er obligationer dog atter blevet mere attraktive at investere i. Der er imidlertid ikke noget, der tyder på, at det vil få pensionselskaberne til at skrue markant ned for andelen af unoterede investeringer i deres porteføljer. Årsagen til det er netop, at selvom der nu kan opnås attraktive afkast også ved obligationsinvesteringer, så repræsenterer unoterede investeringer en attraktiv diversifikationsmulighed. Dertil kommer, at der trods alt stadig forventes attraktive afkast af unoterede aktiver, som overstiger obligationsafkastet. Så længe pensionselskaberne rent praktisk/administrativt kan håndtere de unoterede investeringer og økonomisk/solvensmæssigt og likviditetsmæssigt set har plads til den forøgede risiko ved disse investeringer, er der derfor ikke behov for at "gå tilbage" til mere traditionelle obligationer.

I en undersøgelse, F&P gennemførte medio 2023 svarede en betydelig andel af pensionselskaberne, at de over de kommende 3-5 år forventer en nogenlunde uændret allokering til unoterede aktiver. Det dækker over, at enkelte selskaber forventer at øge allokeringen mærkbart, mens enkelte har forventning om mindre reduktion af allokeringen.

⁶ Danmarks Nationalbank, 15. september 2021: "Pensionssektorens alternative investeringer", s. 6

1.4 Unoterede investeringer kræver ressourcer og kompetencer

De senere års vækst i unoterede investeringer skal ses på baggrund af de ovennævnte forhold. Det kræver imidlertid betydelige ressourcer og kompetencer at investere i disse aktiver, både hvad angår forudgående screening og undersøgelse af potentielle investeringer og, hvad angår det løbende arbejde med at overvåge og følge op på investeringerne.

I kraft af deres størrelse – selskaberne administrer pensionsformuer i størrelsesordenen fra små 100 mia. kr. til over 600 mia. kr. – har de danske pensionsselskaber forudsætninger for at gå ind i unoterede investeringer, om end der naturligvis er en grænse for, hvor mange unoterede investeringer det enkelte pensionsselskab kan håndtere. Det er næppe realistisk, at unoterede aktiver skal udgøre 40-50 pct. af pensionsselskabernes investeringer svarende til den andel, unoterede aktiver udgør ift. alle verdens aktiver (jf. fodnote 5 ovenfor), men der er en bred forventning om, at på 3-5 års sigt vil unoterede aktiver vokse som andel af de samlede investeringer i forhold til de godt 23 pct., som aktiverne udgør medio 2023.



2. Investeringernes omfang og afkast



2.1 Investeringernes omfang og eksempler

Tabel 1 viser, at unoterede investeringer udgør en stigende andel af pensionssektorens investeringer. Det ses, at investeringerne i perioden er vokset fra at udgøre 19 pct. af de samlede investeringer i 2018 til 25 pct. ultimo 2022, hvorefter andelen er faldet til 23 pct. medio 2023. Ejendomsinvesteringer, hvor der ved medio 2023 var investeret godt 300 mia. kr., er den største aktivklasse blandt de unoterede, mens private equity udgør den næststørste med godt 270 mia. kr. Private equity-aktivklassen er vokset mest set over perioden, med 90 pct., mens ejendoms-aktivklassen "kun" er forøget med 48 pct. og infrastruktur med 45 pct., jf. tabel 2.

Samlet set er sektorens unoterede investeringer siden 2018 vokset med knap 60 pct. til 759 mia. kr. Langt hovedparten af de samlede investeringer – 77 pct. – består således fortsat af børsnoterede aktier og obligationer.

Kategorien "øvrige" er primært såkaldte "hedge-fonde", der typisk anvendes til særlige formål, herunder afdækning af risici for kursfald, renteudsving og valutaforskydninger. Investeringerne i disse fonde er typisk ikke langsigtede strategiske investeringer, og det ses da også af tabel

2, at værdien af investeringerne i kategorien både falder og stiger over den betragtede periode.

Tabel 2 viser også, at især ejendomsinvesteringerne for en stor dels vedkommende er placeret i Danmark, – 72 pct., men også hvad angår infrastrukturinvesteringer – herunder energiinfrastruktur – og investeringer i unoterede virksomheder – private equity – er der betydelige investeringer på dansk grund, henholdsvis 16 pct. og 14 pct. I alt er godt en tredjedel af de unoterede investeringer placeret i Danmark.

Tabel 1. Unoterede investeringer – andel af samlede investeringer

	2018	2019	2020	2021	2022	1H 2023
Ejendomme	8%	8%	8%	8%	10%	9%
Infrastruktur	4%	4%	4%	4%	5%	4%
Private equity	6%	7%	6%	7%	8%	8%
Øvrige	1%	2%	1%	2%	2%	2%
I alt	19%	21%	19%	20%	25%	23%

Kilde: Forsikring og Pension, [Investeringsstatistik – beholdning fordelt på aktivklasser – F&P \(fogp.dk\)](#)

Tabel 2 Unoterede investeringer

	2018	2019	2020	2021	2022	1H 2023	Andel i danske aktiver ult. 1H 2023
Ejendomme	203,4	239,5	250,9	292,8	297,7	300,7	72%
Infrastruktur	97,6	113,2	116	135,6	159,7	141,7	16%
Private equity	142,1	205,3	191,7	235,6	259,2	272,7	14%
Øvrige	31,8	44,9	33,5	37,9	42,4	44,2	0%
I alt	474,9	602,9	592,1	701,9	759	759,3	36%
Aktiver i alt	2481,4	2912,8	3072,5	3457,4	3091,4	3287,3	

Kilde: Forsikring og Pension, [Investeringsstatistik – beholdning fordelt på aktivklasser – F&P \(fogp.dk\)](#)



2.2 Afkast

Historisk afkast

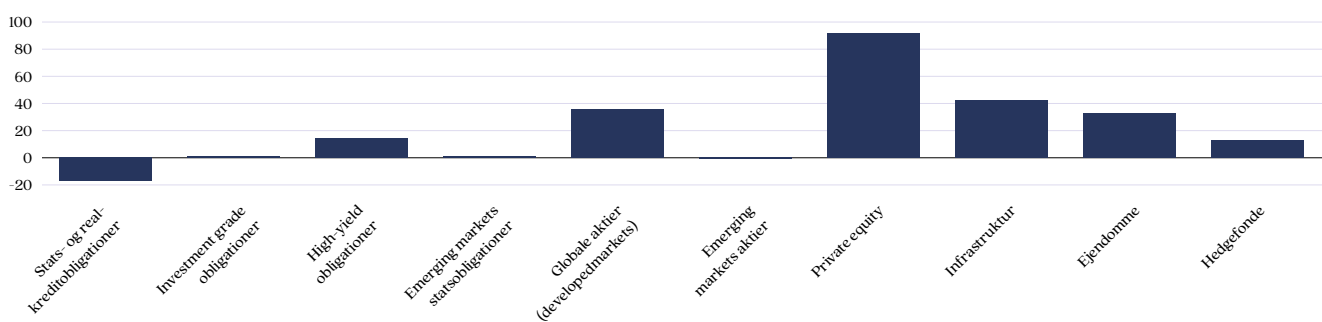
Unoterede investeringer har i de senere år bidraget mærkbart til den positive udvikling i pensionsformuen. Figur 1 viser, at set over perioden 2018-1H 2023 har de to aktivklasser private equity og infrastruktur givet det højeste afkast blandt de i alt 10 aktivklasser, pensionssektorens investeringer inddeles efter⁷, mens ejendomme har givet et afkast, der kun ligger en anelse under globale aktier.

Figur 2 viser, at set over den femårige periode har afkastet af infrastruktur og ejendomme år for år været mere stabilt, når der sammenlignes med

afkastet af stats- og realkreditobligationer samt af investment grade-obligationer, dvs. virksomhedsobligationer udstedt af selskaber med de absolut bedste credit ratings, og hvor risikoen for at den obligationsudstedende virksomhed ikke kan betale renter og afdrag på obligationslånet, er begrænset.

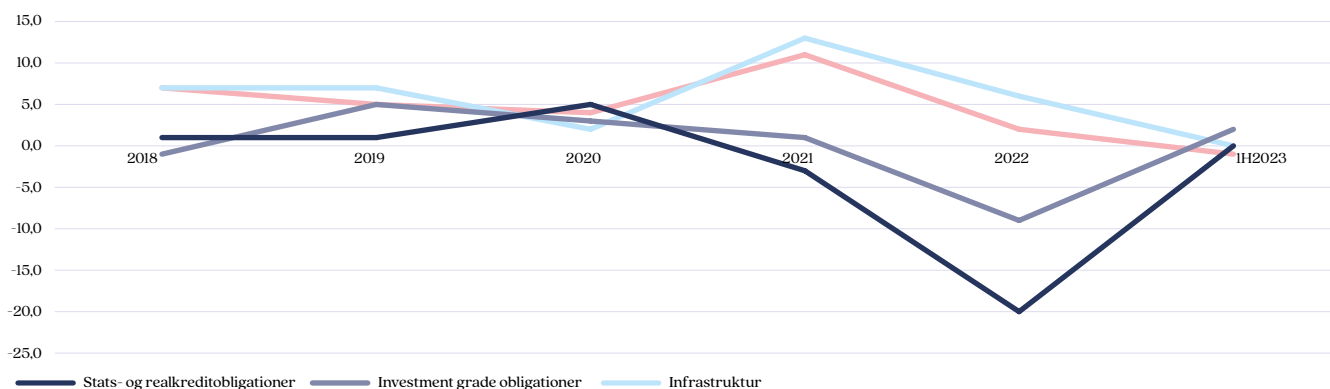
Tilsvarende viser figur 3 et afkast af private equity, der år for år er mere stabilt end afkastet af henholdsvis globale aktier og emerging markets aktier, om end udsvingene i afkast i 2021 og 2022 – også for private equity aktivklassen – er betydelige.

Figur 1, Afkast pr. aktivklasse, akkumuleret 2018-1H 2023, pct.



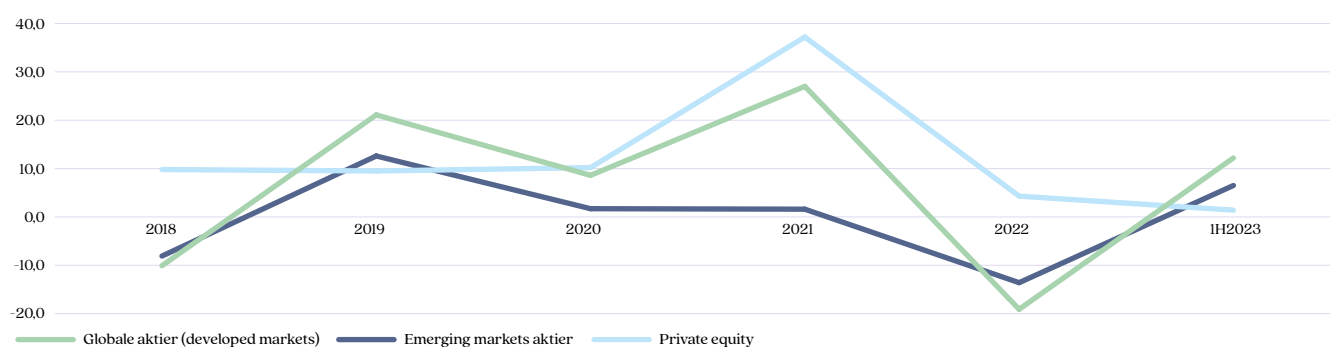
Kilde: F&P Investeringsstatistik

Figur 2, afkast af udvalgte fixed income-lignende aktivklasser (pct.)



Kilde: F&P Investeringsstatistik

Figur 3, afkast af udvalgte equity-lignende aktivklasser (pct.)



Kilde: F&P Investeringsstatistik

⁷ De ti aktivklasser svarer til den opdeling af investeringer, som Rådet for Afkastforventninger anvender.

Forventet fremtidigt afkast

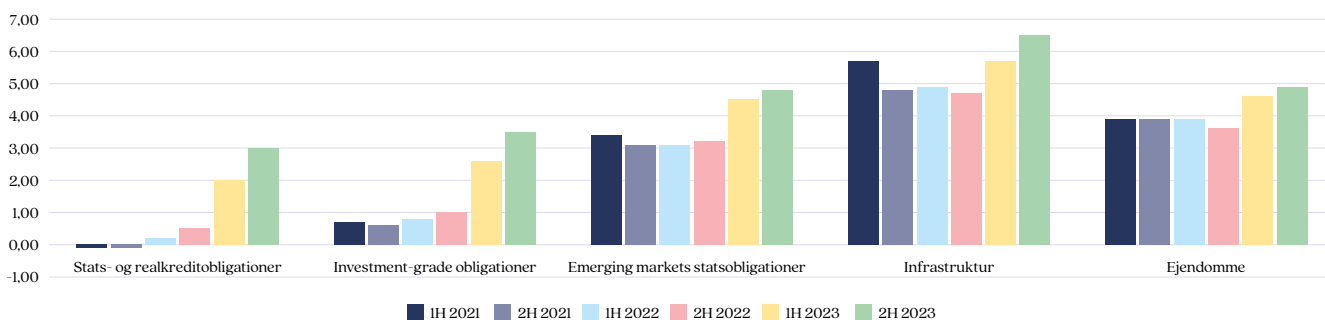
At afkastet af unoterede investeringer i de forgangne år har oversteget afkastet af noterede, betyder ikke, at det tilsvarende billede vil være dominerende fremover. At der ikke desto mindre kan være god grund til at forvente, at unoterede aktivklasser fortsat vil være attraktive, kan blandt andet ses af de forventninger til afkast og risiko for de forskellige – noterede og unoterede – aktivklasser, som Rådet for Afkastforventninger offentliggør hvert halve år. Rådet baserer sig på input fra forskellige internationale finanshuse, og Rådets forventninger kan således betragtes som en form for bedste bud på markedsforventningerne.

Rådet for Afkastforventninger er et uafhængigt ekspertråd, som leverer afkastforventninger til brug for pensionsselskabernes og pengeinstitutternes pensions- og investeringsprognoser. Se mere om Rådet for Afkastforventninger [her](#)

Figur 4 viser, at afkastet på de unoterede aktivklasser infrastruktur og ejendomme konsekvent forventes at overstige afkastet af sammenlignelige obligationsaktivklasser.

Tilsvarende viser figur 5, at afkastet på den unoterede aktivklasse private equity forventes at overstige afkastet af de noterede aktieklasser samt high-yieldobligationer, som er virksomhedsobligationer udstedt af virksomheder med credit rating under investment grade-niveauet, og som derfor forventes at give et højere løbende afkast, men hvor risikoen for, at den obligationsudstedende virksomhed ikke er i stand til at betale renter eller afdrag på obligationslånet, også er større.

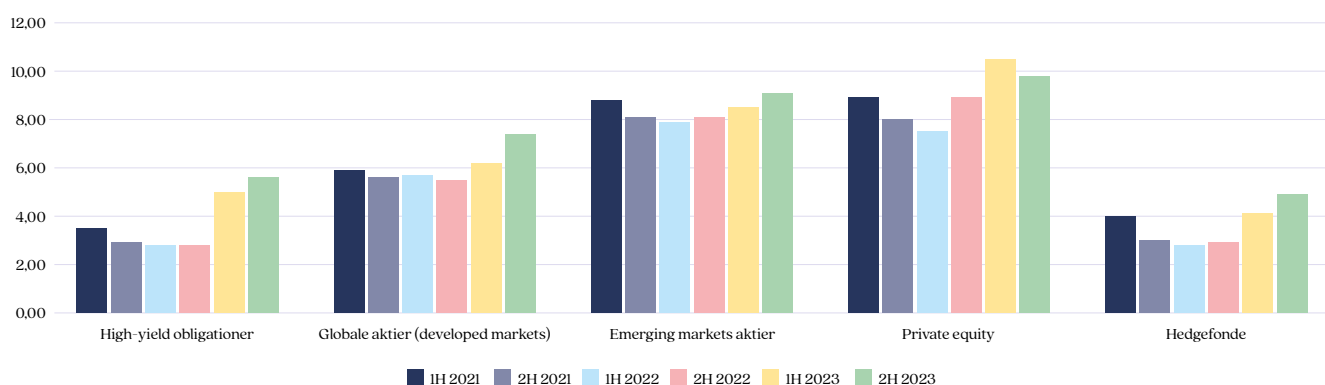
Figur 4, Forventet årligt afkast i 10 år, udvalgte aktivklasser, 2021-2023 (pct.)



Rådet for afkastforventninger

Anm: Figuren viser det gennemsnitlige årlige afkast 10 år frem, som Rådet har fastsat i perioden 1H 2021 til 2H 2023. Det ses fx, at forventningerne til afkastet af stats- og realkreditobligationer er øget markant fra 1H 2021 til 2H 2023

Figur 5, Forventet årligt afkast i 10 år, udvalgte aktivklasser, 2021-2023 (pct.)



Rådet for afkastforventninger

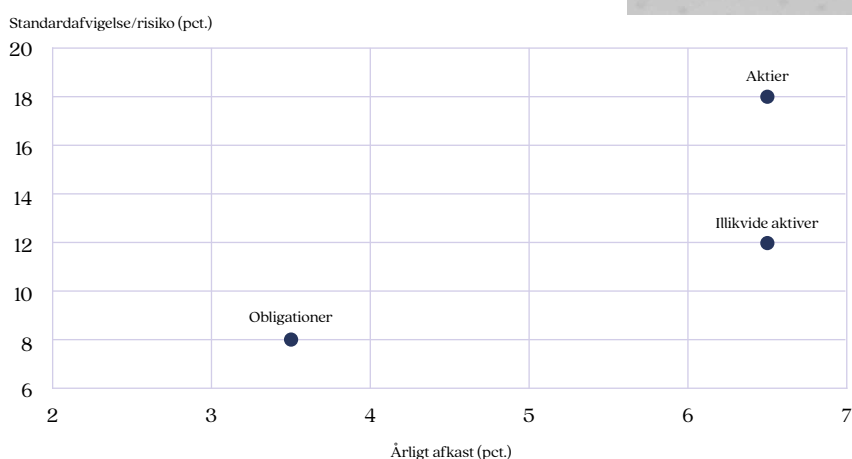
Anm: Figuren viser det gennemsnitlige årlige afkast 10 år frem, som Rådet har fastsat i perioden 1H 2021 til 2H 2023. Det ses fx, at forventningerne til afkastet af high-yield obligationer er øget markant, særligt fra 2H 2022 til 1H 2023

Som omtalt i afsnit 1.3 er det unoterede aktivers illikvide karakter, der ligger bag forventningerne om et merafkast.

Rådet for Afkastforventninger offentliggør blandt andet forventede afkast for det såkaldte lange sigte (prognosehorisonter længere end 10 år) fordelt på tre aktivklasser: to likvide (aktier og obligationer) samt en illikvid, der omfatter alle former for unoterede investeringer.

Rådets forventninger til de tre aktivklasser fremgår af figur 6 nedenfor:

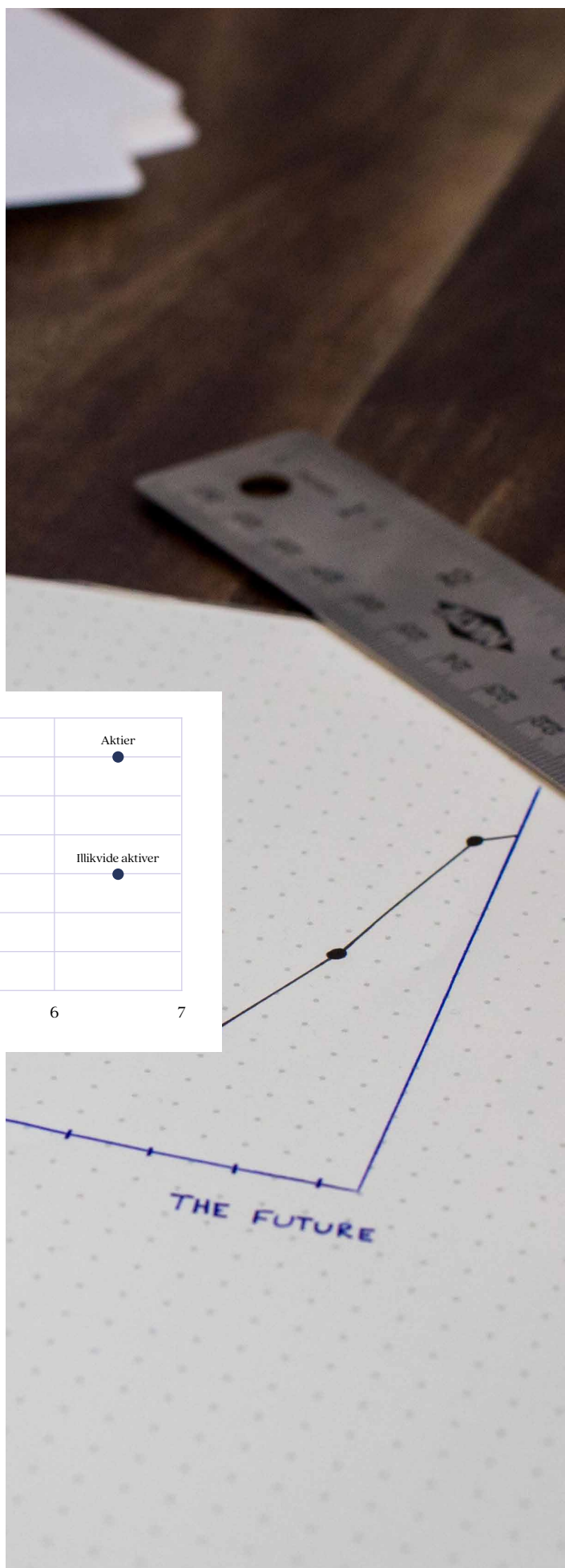
Figur 6, langsigtede forventninger til afkast og risiko



Rådet for afkastforventninger

Det ses, at obligationer forventes at have lavere risiko, men også lavere afkast end de to andre aktivklasser. Aktier og illikvide aktiver, forventer Rådet, vil give samme afkast – og højere end obligationer, men illikvide aktiver vil have lavere risiko end børsnoterede aktier. Det skal dog bemærkes, at illikvide aktiver i Rådets prognose omfatter både de mere stabile aktiver som ejendomme og infrastruktur og private equity og andre aktivtyper, hvor risikoen kan være større.

Samlet set forventer Rådet med andre ord, at pensionselskaberne ved at investere bredt i illikvide aktiver kan forøge det samlede afkast af investeringerne, uden at påtage sig risiko i samme omfang, som ville være nødvendigt, hvis et tilsvarende merafkast skulle opnås alene ved at kanalisere flere investeringer over i børsnoterede aktier.



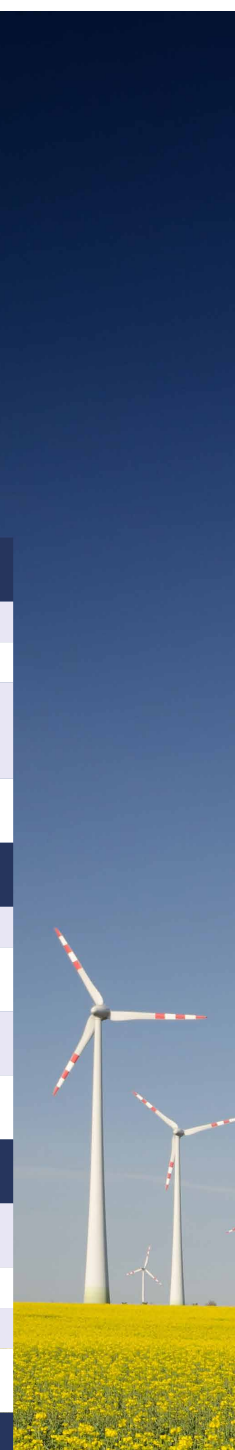
2.3 Andre samfundsgavnige effekter af unoterede investeringer

Pensionsselskabernes unoterede investeringer bidrager til at løfte vigtige samfundsmæssige opgaver som grøn omstilling, understøttelse af velfærdsopgaver som sundhed, uddannelse m.v. og er med til at skabe vækst, arbejdspladser og udvikling af ny og avanceret teknologi.

Tabel 3 viser udvalgte unoterede investeringer inden for en række områder, hvor der – ud over forventninger om et attraktivt afkast af investeringerne til gavn for pensionskunderne – også er tale om investeringer, der på strukturel vis gavner det danske samfund og dansk økonomi.

Tabel 3. Udvalgte unoterede investeringer i Danmark

Investeringer, der fremmer grøn omstilling [1+2+3+4]	8.134
1) Vind-/solbaseret energiproduktion	7.010
2) Biogasbaseret energiproduktion	370
3) Anden energiproduktion baseret på vedvarende energi (fx vandkraft, geotermisk energi m.m.)	107
4) Inden for recycling og fremme af ressourceeffektivitet	647
Direkte velfærdsunderstøttende investeringer [5+6+7+8]	7.927
5) Plejehjem og plejefaciliteter m.v.	1.829
6) Sundhedsfaciliteter (sundhedshuse, hospitaler, klinikker m.v.)	3.136
7) Undervisning/forskning/uddannelse	2.962
8) Andre direkte velfærdsunderstøttende inv.	-
Investeringer, der understøtter offentlig forvaltning [9+10+11+12]	6.776
9) Offentlige kontorfaciliteter og lignende	5.364
10) Domhuse	1.125
11) Forsvarsrelaterede aktiviteter	5
12) Andre inv. til understøttelse af offentlig forvaltning	282
Total	22.838



Nedenfor viser vi nogle konkrete eksempler på disse investeringer.

Sundheds- og plejesektoren

Investeringer i sundheds- og plejesektoren, uddannelsessektoren og den offentlige forvaltning er typisk meget omfattende, og ofte komplekse byggerier, hvor ét eller flere pensionselskaber samarbejder med rådgivende ingeniører, entreprenører og arkitekter og den aftagende sundhedsenhed om at projektere, etablere og evt. efterfølgende drifte byggeriet.



Akutsygehus i Slagelse

I 2018 stod det nye akutsygehus i Slagelse klar til at tage imod patienter. Bag byggeriet står et OPP-konsortium bestående af Sampension, MT Højgaard, DEAS, Industriens Pension, PensionDanmark og PKA. Byggeriet har som det første sygehus i Danmark modtaget en særlig certificering, DGNB guld, for at være bæredygtigt byggeri. OPP-modellen har sikret finansiering af byggeriet, og efter 20 år kan regionen vælge at købe ejendommen.

Kilde: <https://www.sampension.dk/om-sampension/presse/nyheder/opp-akutsygehus-i-slagelse-indvie>



Ny psykiatriafdeling til Odense Universitetshospital

I 2024 forventes psykiatriafdelingen at stå færdig som en del af det nye Universitetshospital i Odense. Det er Velliv, der finansierer byggeriet, som opføres og drives i et offentligt-privat-partnerskab (OPP). Projektet opføres i samarbejde med entreprenøren A. Enggaard A/S, der skal bygge den 20.000 kvm store afdeling. Enggaard skal endvidere drive og vedligeholde bygningerne i den 20-årige driftsperiode efter færdiggørelsen.

Afdelingen forventes at beskæftige 600 medarbejdere på det nye OUH, som kommer til at indeholde otte sengeafsnit med 142 senge.

Kilde: <https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/velliv-star-bag-ny-psykiatriafdeling-til-odense-universitetshospital?publisherId=135593388&releaseId=13629809>



Uddannelsessektoren

Bio-manufacturing Project House (BPH) bliver et videnscenter i verdensklasse, der skal sikre et styrket samarbejde mellem industri og forskning og være med til at accelerere oversættelsen af den nyeste akademiske forskning til konkrete løsninger, som kan hjælpe med at drive den grønne omstilling i industrien

BPH etableres i Kalundborg. Udviklingen af centret er støttet af Novo Nordisk Fonden, og AP Pension står for byggeriet.

Kilde: <https://kalundborg.dk/erhverv/erhvervsudvikling/bio-manufacturing-project-house>

Offentlig forvaltning



Østre Landsret

Den nye retsbygning til Østre Landsret blev taget i brug i 2022. Bygningen er på 16.000 m² (ekskl. kælder) og ligger i Nordhavn i København. Østre Landsret havde gennem længere tid haft et stort ønske om bedre og mere tidssvarende bygningsmæssige rammer. Baggrunden for landsrettens overvejelser var navnlig behovet for en mere funktionel bygning for såvel brugere som medarbejdere, samt at landsrettens bygninger ikke levede op

til de tilgængeligheds- og sikkerhedsmæssige krav, der stilles til nye retsbygninger. Dertil kom, at landsretten var spredt på flere adresser.

Bygningen blev opført som offentligt-privat partnerskab, hvor projektering, anlæg, drift og vedligehold er samlet i én kontrakt med en privat leverandør, der varetager alle opgaver forbundet med projektet.

Kilde: <https://domstol.dk/oestrelandsret/om-oestre-landsret/landsrettens-nye-bygning/>



Nyt hovedkvarter til Forsvarets Efterretningstjeneste

Forsvarets Efterretningstjeneste er i dag spredt på en række forskellige lokaliteter, men skal i fremtiden samles i et nyt domicil. Der bliver tale om et byggeri, der understøtter den ekstremt højteknologiske organisation, FE er, hvilket stiller helt særlige krav til sikkerhed og teknisk infrastruktur. Byggeriet er på ca. 50.000 kvm., har en anlægssum på over 2 mia. kr. og forventes at stå færdigt i 2027.

Bygherre på projektet er PensionDanmark. Det færdige byggeri skal driftes af DEAS Group & MT Højgaard Property Development i fælles driftsselskab.

Kilde: <https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/erfarne-partnere-skal-bygge-danmarks-storste-opp-egendom?publisherId=6040993&releaseId=13672461>

Vækst og arbejdspladser i den private sektor

Investeringer i dansk erhvervslivs mange unoterede virksomheder sker typisk gennem kapitalfonde, der er specialiserede i at rejse kapital og finde virksomheder, der er velegnede til denne type investeringer. Kapitalfonde kan være specialiserede inden for visse erhvervssektorer, men der kan også være tale om fonde, hvis investeringsstrategi er at skabe en veldiversificeret portefølje på tværs af brancher og lande.

Danske pensionselskaber er storinvestorer i Dansk Vækstkapitalfondene. Tabel 4 viser en opgørelse af branchens investeringer i DV I-III ultimo 2022.

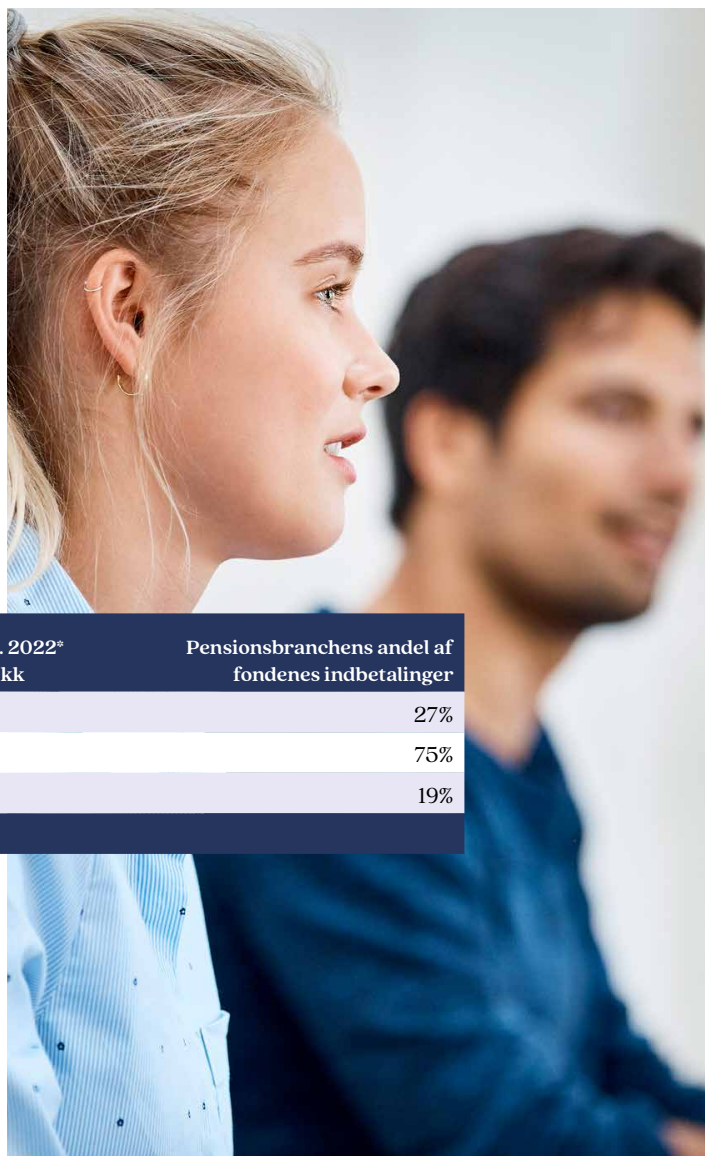
Tabel 4, pensionsbranchens investeringer i Dansk vækstkapital, ultimo 2022

Pensionsbranchens investeringer i DV I-III	Indbetalt ult. 2022 mio. dkk	Inv. i DK ult. 2022* mio. dkk	Pensionsbranchens andel af fondenes indbetalinger
DV I	975	692	27%
DV II	1.556	716	75%
DV III	129	37	19%
I alt	2.660	1.446	

* Inv. i DK er estimerede på grundlag af fondens regnskabsoplysninger om geografisk fordeling af investeringer fra fondsetablering frem til ult. 2022. Da nogle investeringer i DV I allerede er afviklet, kan fordelingen være anderledes. De oplyste tal er det bedste "gæt".

NB) Tallene indeholder alene indbetalinger. Ikke indbetalte tilsagn og tilbagebetalinger fra DV-fondene er ikke indregnet. DV III er fortsat under opbygning og "mangler" endnu indbetalinger for ca. 1,6 mia. dkk. DV I og II er væsentligt mere modne.

Nedenfor præsenteres en række eksempler på konkrete danske virksomheder, pensionssektoren er medinvestorer i via Dansk Vækstkapital og andre kapitalfonde.



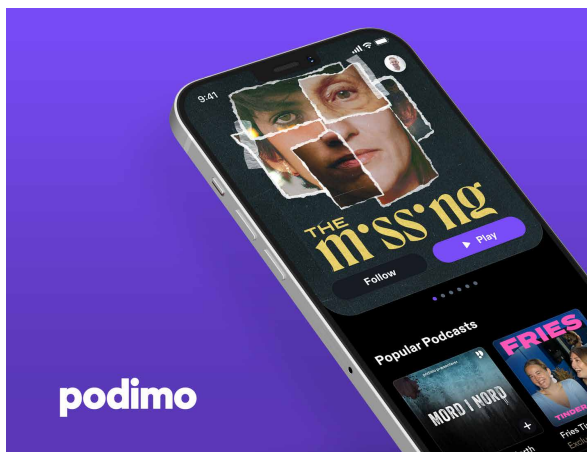
Bogballe

Bogballe er en teknologisk førende producent af mineralgødningsspredere. Virksomheden er etableret tilbage i 1934 i landsbyen Bogballe ved Vejle. I dag arbejder 65 højt specialiserede medarbejdere på fabrikken, som stadig ligger i Bogballe. Virksomheden eksporterer til omkring 100 lande.

Bogballe.com

Danske pensionselskaber har investeret i virksomheden via kapitalfonde.

Fortsættes på næste side

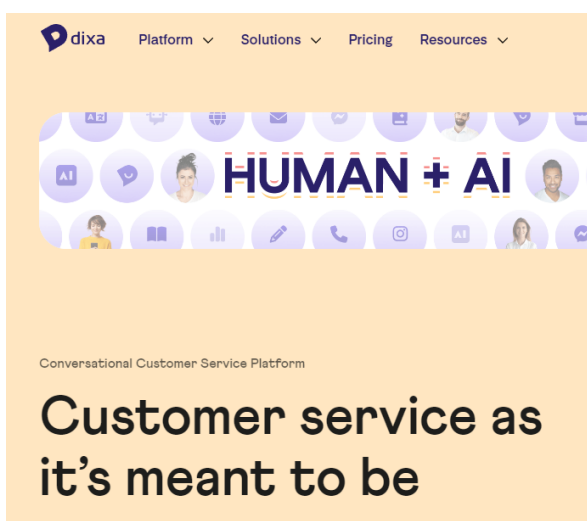


Podimo

Podimo er en podcast- og lydbogsplatform, som tilbyder originale, eksklusive og reklamefri podcasts og lydbøger i både korte og lange lydformater. Med et dedikeret fokus på lokalsproget indhold, er Podimo i øjeblikket tilgængelig i Danmark, Norge, Tyskland, Spanien, Holland, Finland og Latinamerika – og med planer om at ekspandere til flere lande. Podimo er stiftet i København i 2019 og har i øjeblikket mere end 220 medarbejdere på tværs af mere end 20 forskellige lande.

Podimo.com

Danske pensionsselskaber har investeret i virksomheden via kapitalfonde



Dixa

Dixa er en dansk iværksættervirksomhed, som startede på Islands Brygge i København i 2015. Dixa tilbyder en software- og AI-baseret platform til kundeservice. Platformen gør det muligt for virksomheder at forbedre deres kundeservice ved at samle kundesupporten over flere forskellige kanaler (telefon, e-mail, sociale medier) i et enkelt skærmbillede. Det giver en mere personlig kundeoplevelse.

Virksomheden har i dag ca. 230 medarbejdere fordelt over en række lande.

dixa.com

Danske pensionsselskaber har investeret i virksomheden via kapitalfonde



John Bjerrum Nielsen A/S

John Bjerrum Nielsen A/S udfører CNC-træbearbejdning (flightcases, højttalerkabinetter m.v.), industrilakering, tampontryk, lasergravering, stofmontage og andre former for montage.

John Bjerrum Nielsen A/S beskæftiger ca. 170 medarbejdere på fabrikken i Bramming.

bjerrum-nielsen.dk

Danske pensionsselskaber har investeret i virksomheden via kapitalfonde



Lyngsoe Systems

Lyngsoe Systems leverer automatiserede logistikløsninger (sortering, selvbetjening m.v.) til biblioteker, lufthavne, sundhedssektoren, detailhandlen m.v. over hele verden.

Virksomheden er baseret i Aars i Nordjylland og har 250 ansatte over hele verden, heraf 170 i Danmark (Aars).

lyngsoesystems.com

Danske pensionsselskaber har investeret i virksomheden via kapitalfonde

Fortsættes på næste side



Aaboe-Ideal

Den sydfynske virksomhed Aabo-Ideal producerer store industrielle lakerings- og overfladebehandlingsanlæg, som bruges i stort set alle industrier i hele verden. Produktionen foregår i Vester Aaby på Sydfyn, hvor hovedsædet også ligger. Virksomheden beskæftiger ca. 150 medarbejdere i Danmark og udlandet.

aaboe-ideal.com

Danske pensionselskaber har investeret i virksomheden via kapitalfonde

A hand holding a glowing lightbulb against a sunset background. The background is a gradient of colors from light blue at the top to bright red at the bottom. The lightbulb is illuminated from within, casting a warm glow. The hand is positioned in the lower right quadrant of the frame.

3. Særlige forhold ved unoterede investeringer

3.1 Særlige forhold

Udover at unoterede aktiver – som tidligere omtalt – ikke handles på regulerede markeder, så gælder børsretlige regler som fx prospektkrav, løbende oplysningsforpligtelser og lignende ikke for unoterede aktiver. Derfor er mængden, karakteren, kvaliteten og validiteten af tilgængelige oplysninger om et unoteret aktiv mere begrænset, og investorer må selv skaffe oplysninger for at kunne vurdere aktiverne og identificere og håndtere investeringsrisiciene. Det er ofte også karakteristisk, at unoterede aktiver er ikke-standardiserede, så det kan være vanskeligt at sammenligne aktiver og derved overføre viden baseret på ét aktiv til et andet.

Hvor investorernes opgave, hvad angår noterede aktiver – groft sagt – er at tage stilling til, hvilke investeringer blandt de mulige der giver det bedste risikojusterede afkast, så skal unoterede investeringer findes, opdyrkes, modnes og struktureres til et niveau, hvor det bliver en attraktiv investeringscase. Derfor er det et betydeligt mere omfattende arbejde at udvælge unoterede aktiver, og mange potentielle investeringscases ender med at blive skrottet undervejs, fordi projektet ikke hænger sammen, risiciene er for store eller lignende.

De regler, der gælder for pensionsselskabers unoterede investeringer, er helt de samme som for noterede investeringer. Alle investeringer skal bidrage til, at pensionskunderne får de pensioner og andre udbetalinger, de forventer, og selskaberne skal, for de investerer, og mens de holder investeringen, kunne identificere, måle, overvåge, forvalte, kontrollere og rapportere om de risici, der er ved investeringen⁸, uanset om den er noteret eller unoteret.

Ud over den investeringsmæssige risiko; at værdien af aktiver kan svinge op og ned over tid, så fremføres fra forskellig side det synspunkt, at pensions-selskaberne med unoterede investeringer påfører pensionskunderne og samfundet nogle typer af risici, som specifikt knytter sig til det forhold, at aktiverne er unoterede og illikvide og dermed vanskelige at

1. værdiansætte og
2. realisere til rimelige priser, såfremt pensions-selskabet skulle komme i en situation, hvor det er presset til at afhænde nogle af aktiverne.

⁸ Se afsnit 4.2 om regulering og tilsyn

Der peges således på risikoen for, at unoterede aktiver kan være "forkert" værdiansat af pensions-selskabet. I så fald kan

- oplysninger fra pensionsselskabet til kunder om den løbende værdi af pensionsopsparingen være misvisende, fordi de unoterede aktiver ikke er opgjort til retvisende værdi
- kunder, der skifter pensionsprodukt inden for selskabet eller flytter deres pensionsopsparing til et andet selskab, få for lidt eller for meget værdi med (hvis de unoterede aktiver er værdisat for lavt henholdsvis for højt)
- fordelingen mellem nuværende og fremtidige pensionsudbetalinger, blive forkert; hvis unoterede aktiver systematisk værdiansættes for lavt, vil det påvirke nuværende pensionsmodtagere negativt, men når investeringerne er blevet realiseret, og den virkelige værdi viser sig, vil de, der til den tid modtager pensionsudbetalinger, få mere udbetalt, end de reelt er berettiget til
- det enkelte pensionsselskab opgøre sin økonomiske soliditet på forkert grundlag, så selskabets risikostyring hviler på forkerte forudsætninger.

I en artikel i Revision & Regnskabsvæsen fra 2020 peges ligeledes på disse problemstillinger⁹. Værdiansættelse, debatten herom og Finanstilsynets inspektioner på området omtales mere udførligt i afsnit 4.

Nogle peger endvidere på risici for samfundsøkonomien - systemiske risici. Det fremføres, at hvis pensionsselskaber kommer i en situation med omfattende finansiell uro – kraftig rentestigning, fald på noterede aktiemarkeder eller kraftige valutafor-skydninger – så kan aktivernes illikvide karakter føre til betydelige tab som følge af brandudsalg – evt. fremprovokeret af behov for store mængder likviditet til fx marginbetalinger¹⁰. Det fremføres, at det også vil kunne presse solvensdækningen i nogle selskaber.

⁹ "Manglende gennemsigtighed i værdiansættelsen af pensionsselskabernes alternative investeringer?" i Revision & Regnskabsvæsen nr. 3 2020 ([link](#))

¹⁰ Marginbetaling er et udtryk for den afregning af værdiændringer på visse finansielle instrumenter, fx futures, swaps og lignende, som pensionsselskaber og andre institutionelle investorer foretager dagligt. Marginafregning finder hovedsageligt sted i kontanter og stiller derfor krav til, at selskaberne har den fornødne mængde kontanter tilgængelig, når marginbetalingerne skal foretages.

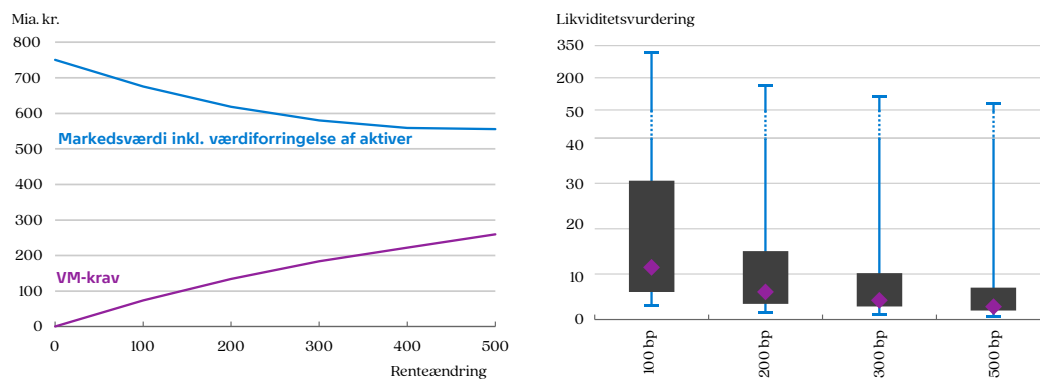
Nationalbanken har i en analyse¹¹ peget på, at store beholdninger af unoterede investeringer kan indebære systemiske risici. Selvom en højere andel af unoterede aktiver ikke giver selskaberne likviditetsproblemer under normale forhold, kan perioder med markedsstress lægge pres på selskaberne, og lav likviditet kan reducere pensionssekskabernes kapacitet til at købe, når andre tvinges til at sælge, hvilket mindsker sektorens evne til at købe attraktive aktiver med "rabat" og som bivirkning virke stabiliserende på de finansielle markeder. Denne risiko kvantificerer Nationalbanken i figuren nedenfor.

Figuren til venstre viser – ved en simulering af rentestigninger fra 0 til +5 procentpoint (500 basispoint), hvordan kravet til marginbetalinger (VM-krav) stiger, mens

markedsværdien af aktiver falder. Til højre ses likviditetsdækningen på enkeltsekskabsniveau i form af minimum og maksimum ved de angivne rentestigninger.

Nationalbanken kommer i analysen frem til, at pensionsbranchen som helhed har rigeligt likvide aktiver til at imødegå likviditetsbehovet selv i et ekstremt stress-scenarie, samt at selskaber, der i et stress-scenarie må imødesee størst behov for likviditet, også er blandt dem, der har det største beredskab.

Figur 7, Rigelig sektorlikviditet, men nogle selskaber har et lavt likviditetsniveau



Kilde: Danmarks Nationalbank, Analyse nr. 22, 15. september 2021 s. 12



¹¹ Danmarks Nationalbank: "Pensionssekskabernes alternative investeringer", sept. 2021 ([link](#))

3.2 Branchens arbejde med unoterede investeringer

Som beskrevet i afsnit 1.3 passer unoterede aktiver godt til pensionssekskabernes langsigtede forpligtelser. Det ændrer dog ikke ved, at investering i unoterede aktiver er noget andet end investering i noterede aktiver.

Pensionssekskaberne udfører et omfattende arbejde i forbindelse med investering i unoterede aktiver. Det kræver stor indsigt og meget ofte inddragelse af eksterne eksperter til at gennemføre fx analyser og planlægning, ligesom forvaltningen af specialiserede aktiver typisk foretages af operatører eller forvaltere uden for pensionssekskabet.

Unoterede investeringer forudsætter, at pensionssekskabet har højt specialiserede medarbejdere med de nødvendige kompetencer og indsigt i fx specialiserede dele af finansverdenen, ejendoms- og byggeforhold eller lignende.

Investeringsbeslutninger

Pensionssekskaber beslutter som led i deres investeringsstrategi, hvor stor en andel af deres samlede investeringer der skal placeres i henholdsvis noterede og unoterede aktiver. Desuden udvælges naturligvis, hvilke specifikke aktivklasser man vil investere i.

Investeringsstrategier tager overordnet set afsæt i målsætninger om at

- skabe et langsigtet afkast, der sikrer at pensionskunderne får de pensioner og andre udbetalinger, de forventer, og som kan bevare pensionernes købekraft
- begrænse risikoen for, at uventede tab på investeringer kan føre til lavere pensionsudbetalinger.

Som omtalt i afsnit 1.3 kan unoterede investeringer bidrage til risikospredning. Men selv om unoterede investeringer på papiret passer godt til pensionssekskabers langsigtede placeringsbehov og kan forventes at bidrage med højere risikojusteret afkast og med risikospredning, så skal andelen af de samlede investeringer, der allokeres til unoterede aktiver, alligevel holdes på et forsigtigt niveau, så risikoen for at måtte afhænde aktiver på et ugunstigt tidspunkt begrænses.

Derfor baserer sekskaberne deres beslutninger om allokering til unoterede aktiver på

- omhyggelige fremskrivninger af forpligtelserne over for kunderne, som foretages hyppigt og giver et ret præcist billede af, hvordan sekskabets kapitalforhold vil udvikle sig, og hvordan indbetalinger fra og udbetalinger til kunder og sekskabets likviditet udvikler sig over en årrække
- analyser af de forskellige aktivtypers forventede afkast og risiko
- scenarieanalyser, der skal afdække den samlede investeringsporteføljes robusthed og likviditet med mere under forskellige scenarier. Scenarierne kan afspejle fx pludseligt stigende renter eller inflation, generelle kursfald på aktiver, usikkerheder vedrørende likviditet samt de mere langsigtede usikkerheder, der knytter sig til udviklingen i sekskabets kundeportefølje.

På grundlag af sådanne analyser kan sekskabet på ledelsesniveau træffe beslutning om – og løbende revurdere - hvor meget det er forsvarligt at allokere til unoterede aktiver og til hvilke type af unoterede aktiver.

Håndtering af risici

Ligesom med andre investeringer har selskaberne detaljerede procedurer til at vurdere og løbende håndtere risici ved deres unoterede investeringer. Tilgangen hertil tager hensyn til de særlige forhold og risici, som gør sig gældende for unoterede investeringer. Samtidig er tilgangen specifik for de konkrete unoterede aktiver.

Dels er der forskel på, hvilke former for risiko der karakteriserer forskellige typer af unoterede aktiver, og dels er der som hovedregel specifikke forhold ved de konkrete aktiver, som gør, at risikobilledet kan være forskelligt ved selv ganske ensartede unoterede aktiver.

Fælles for de forskellige typer af unoterede aktiver er dog, at selskabernes risikoanalyser har til formål så godt som muligt at afdække det samlede risikobillede, fx

- markedsmæssige risici – kan kontor- eller butikslokaler fx lejes ud, er strøm produceret ved hjælp af vedvarende energi prismæssigt konkurrencedygtigt i et givent område
- juridiske forhold - fx lovlig anvendelse af en ejendom eller muligheder for ombygning inden for rammerne af lokalplaner og specifikke vedtægter
- aktivets fysiske tilstand og omkostninger til drift, vedligehold og ekstraordinære forbedringer
- finansielle forhold – herunder aktivets historiske rentabilitet, men også mulighederne for at finansiere en investering med egen- hhv. lånekapital, inddrage andre investorer, afdække evt. særlige risici etc.

Risiko for skæv værdiansættelse

Som tidligere omtalt udgør værdiansættelse af unoterede aktiver en særlig problemstilling. Selv om værdien af et unoteret aktiv ikke dagligt kan aflæses på en børs eller lignende, så er det væsentligt, at aktiverne løbende er værdiansat så korrekt som muligt, så opgørelsen af kundernes værdier ved udbetaling af pensioner eller investering af nye indbetalinger bliver rigtig. Det er – som det også tidligere er berørt - også af stor betydning, at selskabernes risikostyring hviler på retvisende værdiansættelser af alle investeringsaktiver.

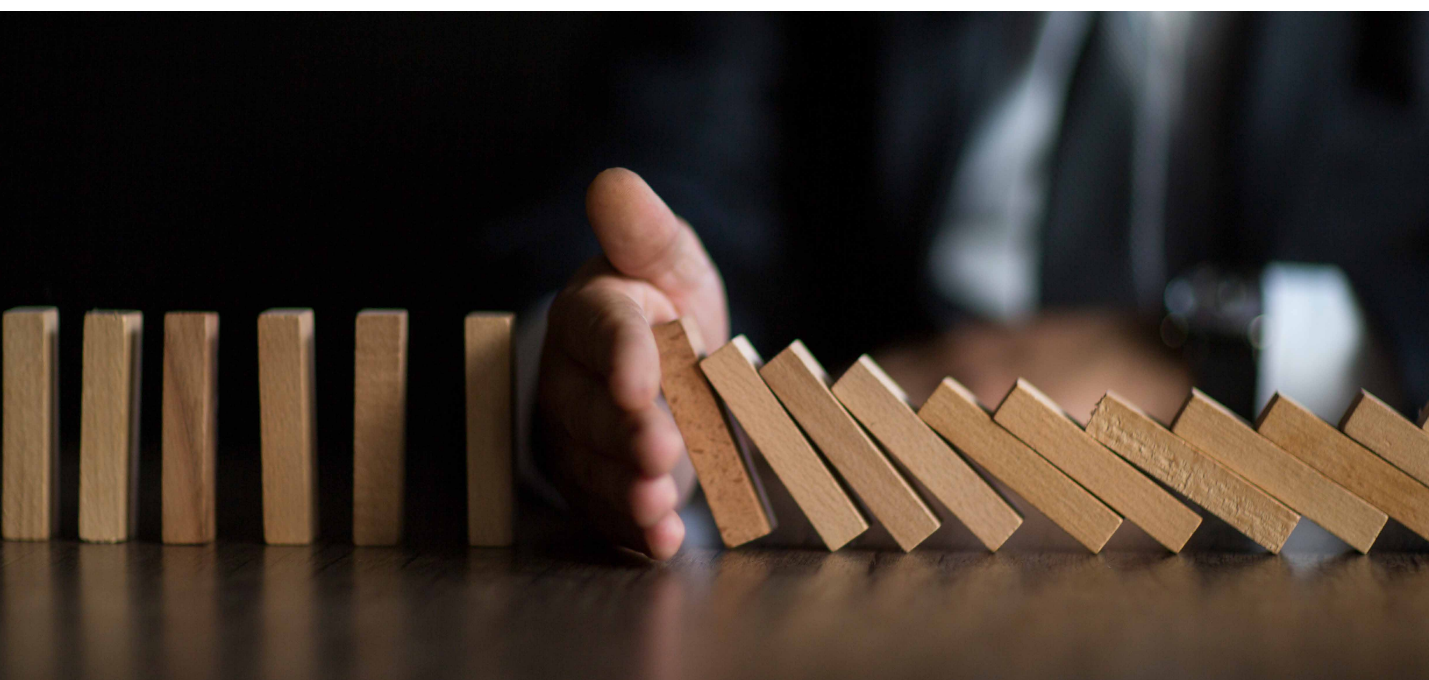
For unoterede investeringer, hvor der ikke dagligt kan observeres priser eller værdier, giver dette særlige udfordringer. Afsnit 4 går i dybden med reguleringen på området, selskabernes praksis og noget af den offentlige debat, der har været om emnet.

Organisatorisk set-up

Generelt kræver unoterede investeringer, at selskaberne besidder kompetencer inden for de specialiserede områder, som investeringerne repræsenterer, så de forstår aktivernes risici og kan lave de nødvendige analyser med videre. Ofte inddrager selskaberne også ekstern bistand, fx specialiseret juridisk viden, byggefaglig ekspertise eller eksperter inden for specifikke brancher.

Det sikrer, at investeringsbeslutninger træffes på et kvalificeret grundlag, så der løbende kan følges op på udviklingen i risiciene.

Nedenfor beskrives to konkrete eksempler på, hvad det er for aktivtyper og dermed risikoelementer, selskaberne skal kunne håndtere, og hvordan dette gribes an.



Konkret eksempel danske ejendomme

Danske ejendomme er en unoteret aktivklasse, som i efterhånden ganske mange år har været et kerneinvesteringsområde for pensionsselskaberne. De har således opkøbt bolig- og erhvervsudlejnings-ejendomme, stået for nybyggeri af såvel boliger, store kontorejendomme, indkøbscentre og i de senere år byggeri af ret specialiseret karakter, fx til særlig offentlig administration, syge-/sundhedshuse og plejeboliger.

Pensionsselskaberne har derfor over årene opbygget et indgående kendskab til og erfaring med, hvordan man fx

- sikrer, at en grund er velegnet til et givent byggeri
- indgår aftale om og projekterer et byggeri
- indgår byggekontrakter og tager højde for de risici, konstruktion af store, komplekse byggerier indebærer
- indgår langvarige kontrakter med brugere, der sikrer en økonomisk sammenhængende drift og vedligeholdelse
- sikrer omsætning af fast ejendom, fx løbende genudlejning, salg af boliger m.v.
- finansierer ejendomme og byggerier på en hensigtsmæssig måde
- sammensætter et konsortium af investorer, hvis et projekt er af en sådan størrelse, at der er behov for, at flere investorer går sammen, og evt. at nogle investorer dækker udvalgte dele af projektets risici.

Der er væsentlige risici indlejret i alle disse aktiviteter, som kan gøre, at et investeringsprojekt, der ellers ser fornuftigt ud, ender med at give betydelige tab. Derfor har pensionsselskaberne processer som sikrer, at

- risiciene i hver fase af et projekt identificeres, håndteres, løbende kan opgøres og rapporteres, og at det kan planlægges, hvordan man forhol-

der sig til projekter, der ikke udvikler sig som forventet. Denne risikoidentifikation og løbende opfølgning sker typisk med afsæt i den del af organisationen, der arbejder tæt på de pågældende projekter, dvs. investeringsafdelingen, og med tæt involvering af selskabets risikostyringsfunktion, der bidrager til at kvalificere og trykprøve de risikovurderinger, investeringsafdelingen udarbejder

- risici, fremdrift (for projekter) og løbende investeringsmæssig opfølgning for mange unoterede investerings vedkommende – alene som følge af deres karakter og størrelse – indgår i en hyppig rapportering til direktion og bestyrelse
- alle væsentlige beslutninger og milepæle vedrørende investeringerne er anliggender for direktion og bestyrelse.

Ud over, at pensionsselskaberne har opbygget egen ekspertise inden for investering i fast ejendom, så har de også gennem mange år etableret samarbejdsrelationer med bl.a. arkitekter, rådgivende ingeniører, entreprenører, virksomheder med speciale inden for ejendomsudvikling, advokater med speciale inden for bygge- og anlægsområdet, ejendomsformidlere med mere. Så markedsundersøgelser, projektplaner, kontraktforhold, operatoraftaler og lignende kan gennemføres på det høje niveau, der er nødvendigt.

Konkret eksempel private equity

Private equity-investering er investering i ikke-børsnoterede virksomheder. I modsætning til børsnoterede virksomheder (public companies) er den tilgængelige information om private selskaber begrænset, så det kræver betydelig indsigt og omfattende analyser at finde frem til de rette virksomheder og gennemføre opkøb.

Pensionselskaberne varetager normalt ikke selv direkte investeringer i private virksomheder, men investerer i private equity-fonde, som administreres af (typisk) internationale fondsforvaltere, der varetager alle de opgaver, der er forbundet med de konkrete køb og salg af virksomheder, fx

- rejse kapitaltilsagn fra investorer som fx pensionselskaber
- finde frem til egnede virksomheder, der kan opkøbes helt eller delvist
- vurdere virksomheders markedsmæssige, teknologiske og ledelsesmæssige potentiale
- etablere en hensigtsmæssig finansieringsstruktur ved køb af en virksomhed
- sikre, at den købte virksomhed drives optimalt, og at der efter behov kan gennemføres nødvendige operationelle og/eller strategiske tilpasninger
- sikre, at virksomhedens ledelse og governance er alignet med investorernes interesser
- planlægge og gennemføre et salg af virksomheden, så de gevinster, der er opstået, realiseres til investorerne.

Det kræver meget store ressourcer at varetage disse opgaver. Selve arbejdet med at finde investeringsemner og foretage de nødvendige undersøgelser og analyser er tidskrævende og fordrer i sig selv stort indblik i de brancher og markeder, virksomhederne opererer inden for og de teknologier

eller produktionsmetoder, de anvender. PE-fondsforvaltere er i dag typisk meget store finansielle virksomheder med hundred- eller tusindvis af medarbejdere med ekspertise inden for specifikke brancher, som kan bidrage til at gennemanalysere virksomheder, identificere og mitigere risici, sikre at det forventede afkast står mål med risikoen osv.

Når pensionselskaber investerer i private equity, er de derfor kun i meget begrænset omfang "nede i maskinrummet", og træffe beslutninger om konkrete virksomhedskøb og -investeringer.

Pensionselskaberne gennemfører derimod typisk analyser af fondsforvalterne med henblik på bl.a. at sikre, at

- man forstår fondens planlagte investeringsstrategi
- den planlagte strategi passer til pensionselskabets investeringsstrategi og risikoappetit
- manageren historisk set har forvaltet investeringer godt og skabt gode resultater
- det er et kompetent team med de nødvendige ressourcer, der står bag fonden
- forvalteren har gode governance-processer
- forvalterens information til og inddragelse af investorerne er passende i forhold til pensionselskabets behov.

Pensionselskaberne spreder typisk investeringerne i private equity på flere fondsforvaltere og mange fonde, brancher og virksomheder. Derved undgås det, at de tab, der uvægerligt kommer, vil påvirke afkastet mærkbart. Det bliver også mere og mere almindeligt at sprede risikoen yderligere ved at investere i Private Equity via fund-of-funds strukturer, hvor en PE-fondsforvalter – i stedet for at investere direkte i egentlige virksomheder – investerer i en buket af PE-fonde med hver deres kendetegn og specialisering.



3.3 Regulering og tilsyn

Pensionsselskabers investeringsaktiviteter er underlagt omfattende lovgivning, og Finanstilsynet fører tilsyn med, at selskaberne lever op til kravene.

Reguleringen omfatter selskabernes organisering, krav til kompetencer på alle niveauer, krav til politikker og retningslinjer samt krav til den konkrete udførelse af aktiviteter med henblik på, at selskaberne lever op til reguleringen og til de forventninger, Finanstilsynet har til selskabernes måde at efterleve reguleringen på.

Lovgivningen udspringer af den fælleseuropæiske Solvens II-regulering, som består af et omfattende direktiv og en tilsvarende omfattende forordning (Solvens II-forordningen). Direktivets bestemmelser er implementeret i den danske Lov om Finansiell virksomhed (der, hvad angår forsikringsvirksomhed fra 1. januar 2024, afløses af Lov om Forsikringsvirksomhed) med tilhørende bekendtgørelser. Forordningen er i modsætning til direktivet direkte gældende i Danmark.

Ud over regler, som selskaberne skal følge, indeholder Solvens II-reguleringen bestemmelser om, hvordan Finanstilsynet og andre landes tilsynsmyndigheder skal føre tilsyn med, at selskaberne overholder reguleringen. Som supplement hertil udsteder den europæiske forsikringsmyndighed, EIOPA, guidelines til de nationale myndigheder om, hvordan de skal føre tilsyn, og hvilke forhold de skal lægge vægt på i forbindelse med tilsynet.

På overskriftsniveau kan reguleringen inddeles i en række områder, som hver især har betydning for selskabernes investeringer i unoterede aktiver.

De enkelte regelområder gennemgås kort nedenfor. I bilag findes uddybende information om Ledelsesbekendtgørelsen, Prudent person princippet, som er centralt i Solvens II-bestemmelsernes regler om investering og Værdiansættelseshierarkiet, som i regi af bla. Solvens II-bestemmelserne, Lov om Finansiell Virksomhed, Værdiansættelsesbekendtgørelsen og Regnskabsbekendtgørelsen fastlægger reglerne for værdiansættelse af aktiver (og passiver).

Ledelse og styring

Reglerne om ledelse og styring handler om, hvordan et pensionsselskab organisatorisk skal indrette sig, så selskabet sikkert og konsekvent håndterer alle former for risiko, ikke mindst risici på investeringsområdet. Reglerne skal sikre, at selskabet besidder en grundig forståelse af de forskellige investeringers typiske og specifikke risici og betydningen heraf for det forventede afkast. Derudover skal reglerne sikre, at der arbejdes systematisk med risikohåndteringen på alle niveauer, og at der findes passende kontroller og rapporteringsfunktioner vedrørende investeringerne.

Set med organisatoriske briller er der således betydeligt fokus på, at risici i forbindelse med (bl.a.) unoterede aktiver identificeres, overvåges og håndteres på hensigtsmæssig vis. Indstillinger om konkrete investeringer udarbejdes af investeringsfunktionen med afsæt i de politikker og retningslinjer for påtagelse af risici m.m., som bestyrelsen har vedtaget. De interne forretningsgange sikrer, at risikostyringsfunktionen har adgang til at efterprøve, om investeringsindstillingen på korrekt vis har identificeret de væsentlige risici. Og intern audit

Område	Relevant lovgivning
Ledelse og styring af investeringer og disses risici	<ul style="list-style-type: none">• Lov om finansiell virksomhed, ledelsesbekendtgørelsen (implementering af Solvens II-direktivet)• Solvens II-forordning• EIOPA-guidelines
Bestemmelser om, hvad selskaberne må investere i	<ul style="list-style-type: none">• Lov om finansiell virksomhed, ledelsesbekendtgørelsen (implementering af Solvens II-direktivet)• Solvens II-forordning• EIOPA-guidelines
Investeringernes sammenhæng med solvenspositionen	<ul style="list-style-type: none">• Lov om finansiell virksomhed, solvensbekendtgørelsen, værdiansættelsesbekendtgørelsen (implementering af Solvens II-direktivet)• Solvens II-forordningen
Opgørelse af investeringernes værdi	<ul style="list-style-type: none">• Lov om finansiell virksomhed, værdiansættelsesbekendtgørelsen, regnskabsbekendtgørelsen

overvåger, at de kontroller og mekanismer, som skal sikre, at arbejdet med at identificere risici og efterprøve disse, udføres korrekt, er hensigtsmæssige og bliver fulgt.

Reglerne om ledelse og styring er uddybet i bilag 1.

Bestemmelser om, hvad selskaberne må investere i

Solvens II-direktivet indeholder også regler om, hvad pensionselskaber må investere i. Disse regler tager udgangspunkt i det såkaldte prudent person-princip, som internationalt er et begreb, der omhandler forvalteres omgang med de betroede midler, de er sat til at forvalte.

Reglerne forbyder ikke selskaberne at investere i konkrete typer af aktiver. Men det er et krav, at investeringerne sammensættes på en måde, så den samlede portefølje tjener pensionskundernes interesser bedst muligt og sikrer, at de kan få de udbetalinger, de er stillet i udsigt. Derudover skal investeringer, der ikke omsættes på et reguleret marked, dvs. alle former for noterede investeringer, holdes på et *forsigtigt* niveau. Reguleringen tager ikke stilling til, hvad der er et forsigtigt niveau, idet dette for det enkelte selskab skal ses i sammenhæng med arten og karakteren af selskabets forpligtelser over for dets kunder.

Selv om der således ikke er klare regler for, hvilke aktiver pensionselskaber må investere i, så er der ikke desto mindre omfattende, principbaserede regler, som pålægger selskaberne at implementere styrings- og kontrolmæssige mekanismer, så investeringerne ikke resulterer i, at et selskab uforvarende påtager sig væsentlige uforudsete risici, eller risici som kan give selskabet udfordringer fx ift. at leve op til kundernes forventninger om udbetalinger, sikre sine likviditetsforhold m.v. Finanstilsynet inddrager disse regler i deres inspektioner, ligesom både Finanstilsynet og EIOPA arbejder med at konkretisere, hvad der skal til, for at selskaber lever op til reglerne.

Reglerne om, hvad selskaberne må investere i, er uddybet i bilag 2.

Solvenspositionen

Solvens II-reguleringen har som et centralt formål at beskytte forsikringskunder, så de til enhver tid er sikre på, at deres forsikringer eller pensionsopsparinger yder den dækning, de er stillet i udsigt, og de kan få de forventede pensionsudbetalinger. Derfor

skal pensions- og forsikringselskaber, især hvor der er tale om garanterede pensionsprodukter, leve op til strenge krav om kapitalisering.

Solvenskapitalkravet opgøres på grundlag af den risiko, selskabets aktiviteter indebærer. Jo mere risiko, et selskab påtager sig, jo større er solvenskapitalkravet. Teknisk set opgøres kravet som det tab, selskabet vil lide, såfremt dets aktiviteter bliver ramt af en såkaldt 200-årsbegivenhed, dvs. en tabsgivende begivenhed, som – statistisk set – kun burde forekomme hvert 200. år. Tankegangen er således, at et pensionselskab skal have så meget kapital, at det kan tåle at blive ramt af en sådan 200-årsbegivenhed på alle dets aktiviteter og stadig være i stand til at leve op til sine forpligtelser over for kunder og andre.

Investering i unoterede aktiver øger som udgangspunkt et selskabs solvenskapitalkrav set i forhold til investeringer i tilsvarende noterede aktiver. Så selv om der typisk forventes et merafkast af unoterede investeringer, så giver Solvens II-reguleringen altså som udgangspunkt selskaberne et vist økonomisk incitament til at begrænse investeringerne i unoterede aktiver.

Omvendt har fremkomsten af ugaranterede pensionsprodukter, bl.a. de såkaldte markedsrenteprodukter, hvor det er kunderne, ikke pensionselskaber, der bærer risikoen for tab på investeringer, reduceret dette incitament. Så det direkte økonomiske incitament til at begrænse investeringsrisici er mere begrænset for nogle selskaber end for andre.

Det er dog samtidig væsentligt, at selskaberne – garantier eller ej - skal leve op til prudent person-reglerne og derfor sammensætte investeringerne i kundernes bedste interesse, så der er sikkerhed for, at kunderne kan få de pensioner og andre ydelser, de er stillet i udsigt.

Tilsyn med reglerens overholdelse

Finanstilsynet følger selskabernes arbejde med unoterede investeringer tæt og stiller krav om, at de beslutninger selskaberne træffer om unoterede investeringer hviler på solid faglig forståelse af risici og afkastmuligheder og betydningen heraf for selskabets udvikling.

Og Tilsynet går op i, at risikoidentifikation og løbende opfølgning vedrørende risici sker på en ordentlig måde med inddragelse af alle relevante funktioner i selskabet.

Tilsynet har gennemført en mængde inspektioner vedrørende unoterede investeringer. De har bl.a. givet anledning til bemærkninger om, at eksempelvis bestyrelses politikker og retningslinjer for, hvilke risici selskaber ønsker at påtage sig ikke var tilstrækkeligt klare og operationelle. På den baggrund har en del selskaber fået påbud om at sikre øget klarhed og om at sikre overensstemmelse mellem de retningslinjer for investering i forskellige kategorier af unoterede aktiver, som bestyrelsen har vedtaget, og selskabets overordnede investeringsstrategi¹².

Finanstilsynet har ligeledes givet en del selskaber risikooplysninger om, at når selskaberne spreder deres unoterede investeringer over nye aktivtyper, skal de sikre tilstrækkelig viden om og fokus på aktivklasserne i selskabet, ikke mindst på bestyrelses- og øvrigt ledelsesniveau.

Endelig har Finanstilsynet i visse tilfælde givet påbud til selskaber om at sikre tilstrækkelig inddragelse af selskabets risikostyringsfunktion ved beslutninger om og løbende opfølgninger på visse unoterede investeringer.



¹² Danica marts 2018, MP januar 2018, Pensiondanmark september 2017, PKA februar 2018, Sampension december 2018, PFA marts 2021



4. Værdiansættelse af unoterede investeringer

Et aspekt af pensionsselskabers unoterede investeringer, som har tiltrukket sig særlig opmærksomhed i de seneste år, er værdiansættelsen af investeringerne.

Den værdi, som investeringerne vurderes at have på et givent tidspunkt, er vigtig af flere grunde, som vi gennemgår nedenfor. Men værdiansættelse af unoterede investeringer giver nogle særlige udfordringer, som først og fremmest skyldes, at unoterede investeringer ikke handles på regulerede markeder. Derfor gør pensionsselskaberne sig særlige anstrengelser for at værdiansætte de unoterede investeringer, og der gælder også særlige regler for værdiansættelsen. Dertil kommer, at der er betydelig forskel på, hvordan forskellige unoterede aktiver værdiansættes. Dette omtales nærmere i bilag 3.

4.1 Regulering

Pensionsselskaber skal værdiansætte alle investeringsaktiver til dagsværdi, det vil sige den værdi, to uafhængige, professionelle parter ville handle aktivet til i en normal transaktion, hvilket bl.a. indebærer, at transaktionen ikke er påtvunget nogen af parterne. Også unoterede aktiver skal værdiansættes til dagsværdi, også selv om de ikke handles på et reguleret marked, ofte ikke er standardiserede, og der kan gå lang tid mellem, at der foretages handler, som kan benyttes til at give en indikation af værdien.

Der er flere grunde til, at værdiansættelsen af unoterede investeringer – ligesom noterede investeringer – skal være up to date.

- For det første forudsætter en ordentlig risikostyring samt opgørelse af solvenskapitalkrav, at selskaberne ved, hvad deres investeringsaktiver er værd. Det er selvsagt vanskeligt at styre sine risici og opgøre sin solvens, hvis man ikke kender aktivernes værdi. Derfor stiller såvel Solvens II-reguleringen (forordningens art. 9 og 10) som den danske regnskabsbekendtgørelse (§43) krav om, at alle investeringer (og i øvrigt også forpligtelserne over for kunderne) værdiansættes til dagsværdi
- For det andet har det betydning, når nye kunder kommer ind i en pensionsordning, eller eksisterende træder ud, at opgørelsen af pensionerne afspejler aktivernes reelle værdier. I modsat fald risikerer pensionskunder at få for få – eller for mange - værdier med, når de træder ud af en ordning. Og nye kunder kan enten få en "rabat" ved indtræden, hvis nogle investeringsaktiver er værdiansat for lavt eller betale for meget, hvis aktiver er værdiansat for højt.

Det åbenlyse spørgsmål er imidlertid, hvordan man skal opgøre en dagsværdi for aktiver, hvor der ikke løbende eller jævnligt kan observeres handelspriser.

Såvel solvensreguleringen som internationale regnskabsstandarder og dansk regnskabsregulering har faktisk taget stilling til dette. I Solvens II-forordningen er det bestemt, at der skal anvendes det såkaldte dagsværdi-hierarki, som er beskrevet nærmere i bilag 3. Essensen er, at hvis der hverken findes noterede markedspriser for selve det pågældende aktiv eller for tilsvarende aktiver, så

skal værdiansættelsen i størst mulig grad baseres på såkaldt markedsinput. Eksempelvis vil man ofte værdiansætte unoterede virksomheder ved hjælp af en såkaldt DCF-metode (discounted cash flow), hvor man beregner nutidsværdien af virksomhedens estimerede fremtidige betalingsstrømme.

Til brug for opgørelsen skal man bl.a. fastsætte en diskonteringsfaktor med udgangspunkt i markedsforventninger til risikofri rente og risikotillæg. Man kan desuden benytte information om opnåede markedspriser ved salg af sammenlignelige virksomheder, hvis sådanne informationer er tilgængelige.

Reguleringsmæssigt er der således taget klar stilling til, hvordan investeringsaktiver skal værdiansættes, når der ikke findes et marked med hyppigt fastsatte priser, som kan anvendes som grundlag.

Derudover skal det nævnes, at pensionsselskabernes revisorer (mindst) årligt reviderer selskabernes resultatopgørelser og balancer, herunder værdiansættelsen af unoterede aktiver og betydningen for investeringsafkastet.

Det enkelte pensionsselskab er ansvarlig for sin egen værdiansættelse. Det følger således af reguleringen¹³, at ethvert selskab er ansvarlig for at tilrettelægge politikker og retningslinjer for den løbende værdiansættelse af aktiverne. Reglerne i Solvens II-forordningen om værdiansættelser er uddybet i bilag 3.

¹³ Fx Ledelsesbekendtgørelsen, bilag 2 [her](#)

4.2 Praksis for unoterede investeringer

Selvom der reguleringsmæssigt er taget stilling til, hvordan unoterede investeringer skal værdiansættes, er der alligevel en mængde valg, som det enkelte selskab må foretage for at ansætte en værdi. Blandt andet hvilke specifikke markedsinput, tilgange og metoder, der skal anvendes. Valg af model er typisk afhængigt af karakteren af det enkelte aktiv. Se bilag 3 for en uddybning om brug af forskellige modeller.

Pensionsselskaber skal have processer for værdiansættelse, som sikrer en konsekvent tilgang, både hvad angår de metoder, der benyttes til værdiansættelse, og hvad angår tilgangen til at sikre, at værdiansættelse sker så tilpas hyppigt, at man i praksis lever op til reguleringens krav om, at alle aktiver løbende værdiansættes til dagsværdi.

Noterede, likvide værdipapirer prifsættes op til mange gange dagligt. Det er betydeligt vanskeligere – grænsende til det umulige – at sikre en lige så hyppig justering af værdierne for aktiver, hvor der ikke findes noterede priser fra et aktivt marked, og hvor der i stedet må anvendes forskellige typer markedsinput. Det kan fx være ganske ressourcerekrævende at opdatere en værdiberegning, hvor alle cash flows, rentekurver, risiko- og likviditetspræmier m.m. skal genbesøges. Derfor accepterer et pensionsselskab i praksis et vist niveau af udsving i priserne på noterede aktiver, før der igangsættes en vurdering af behovet for at justere værdiansættelsen af unoterede aktiver. I perioder med begrænsede udsving i priserne på noterede aktiver, vil pensionsselskaberne derfor ikke justere værdiansættelserne, men når de akkumulerede ændringer på de noterede markeder har nået en vis tærskelværdi, vil det så udløse en fornyet opgørelse af værdiansættelsen af unoterede aktiver.

Tærskelværdier, der udløser en justering af værdiansættelsen, fastsættes af det enkelte pensionsselskab bl.a. ud fra overordnede hensyn til selskabets behov for ajourførte værdier til brug for risikostyring m.m. samt sikring af, at værdien af kundernes depoter til stadighed er retvisende. Som nævnt ovenfor kan investeringer i unoterede virksomheder eksempelvis værdiansættes ved hjælp af DCF-modeller, hvor fremtidige betalingsstrømme tilbagediskonteres på basis af markedsinformationer om risikofri rente og risikotillæg. Hvis disse satser ændrer sig i markedet, vil det være nødvendigt at justere værdiansættelsen.

Finanstilsynets undersøgelser af værdiansættelserne

Finanstilsynet gennemførte i foråret 2020 en undersøgelse af pensionsselskabernes politikker og retningslinjer for opdatering af værdiansættelsen af unoterede aktiver¹⁴. Konklusionerne fra undersøgelsen bidrog til at skærpe selskabernes opmærksomhed på området og til at forbedre deres processer bl.a. ved at fokusere på vigtigheden af at anvende relevante benchmarks fra det noterede investeringsunivers som udgangspunkt for at kunne vurdere, hvornår der måtte være grund til at revurdere værdiansættelsen af konkrete aktiver.

Finanstilsynet har gennemført en tilsvarende undersøgelse i 2023 og har i kølvandet på denne meldt ud, at man generelt forventer, at selskaberne vurderer, om værdiansættelser skal ændres, når relevante benchmarks baseret på sammenlignelige, noterede aktiver har vist udsving på +/- 1 standardafvigelse.

¹⁴ Finanstilsynet har gennemgået en række pensionsselskabers løbende værdiansættelse af unoterede investeringsaktiver i perioden fra ultimo 2019 til 31. juli 2020, hvor de noterede investeringer var påvirket af betydelig volatilitet. Tilsynet gav en række påbud til selskaber om at sikre 1) tilstrækkelig hyppig ajourføring af værdiansættelser og 2) at vurdere af behovet for ændret værdiansættelse foretages ved passende udsving på de noterede markeder.

4.3 F&P's retningslinjer for værdiansættelser af unoterede aktiver

F&P vedtog i foråret 2021 brancheretningslinjer¹⁵ om transparens vedrørende værdiansættelsen af unoterede aktiver. Fokus er her, at selskaberne skal give omverdenen indsigt i, hvordan man på konsistent vis sikrer, at aktivernes værdi opdateres tilpas hyppigt med afsæt i hensynet til risikostyring og hensynet til, at kunder bliver afregnet rigtigt, både når de træder ind, og når de træder ud af en pensionsordning. Brancheinitiativet har således rod i et ønske om at sikre transparens om arbejdet med den løbende værdiansættelse, uagtet at de mere selskabsspecifikke forhold – af konkurrencehensyn og af hensyn til at undgå spekulationsmuligheder – ikke kan oplyses. Pensionselskaberne afgiver oplysningerne i den årlige SFCR-rapport¹⁶.

¹⁵ F&P: Branchehenstilling om værdiansættelse af unoterede investeringer - [link](#)

¹⁶ (årlig rapport om selskabets kapital-situation, risikoforhold m.m., som et forsikrings-selskab skal stille til rådighed for offentligheden.

4.4 Værdiansætter pensionsselskaberne unoterede aktiver forkert?

I de senere år har det været diskuteret, om pensionsselskaberne i for stort omfang lader værdiansættelsen af unoterede investeringer udvikle sig, hvad der betegnes som ude af trit med udviklingen for noterede aktiver^{17,18,19}. I medierne har der været fremsat synspunkter om, at prisfastsættelsen er et "tag selv-bord", at selskaberne skjuler dårlige afkast^{19,20}, og at vilkårlig værdiansættelse kan føre til omfordeling af værdier mellem kunder.^{17, 18, 19, 20} Der har endvidere været kritik af, at afkastet af særligt privat equity-investeringer kan være markant forskelligt fra selskab til selskab, og det har været omtalt, at når pensionsselskaber co-investerer i et aktiv, så kan det pågældende aktiv være værdiansat forskelligt i de deltagende selskaber.

Set i lyset af den omfattende regulering, jf. oven for, er der ikke belæg for, at værdiansættelsen skulle være et "tag selv-bord". Som beskrevet fastlægger reguleringen et klart hierarki i form af anerkendte tilgange til værdiansættelse. Finanstilsynet fører omfattende tilsyn med, at selskabernes metoder og modeller lever op til hierarkiet, og holder selskaberne til ilden, hvad angår tilstrækkelig hyppig ajourføring af værdier. I 2022-2023 gennemførte Finanstilsynet således inspektion i en bred kreds af pensionsselskaberne, hvor selskabernes arbejde med den løbende værdiansættelse blev gået efter i sømmene. Derudover har Finanstilsynet gennemført inspektioner af selskabernes investeringsprocesser og værdiansættelsesprocesser vedrørende infrastrukturinvesteringer (2019), private equity-investeringer (2021-2022) samt illikvid kredit (2020-2021). Finanstilsynet har således givet selskaber påbud om at have klare, veldokumenterede processer for ajourføring af værdiansættelser, og om at værdiansættelser skal revurderes med passende frekvens.

Derudover hviler de ovennævnte synspunkter på en forkert præmis om, at værdiansættelse af hhv. noterede og unoterede aktiver nødvendigvis bør følges ad, og at forskellige pensionsselskaber nødvendigvis skal værdiansætte det samme aktiv ens. Dette uddybes i det følgende.

Prisfastsættelse er ikke værdiansættelse

Som det forklares i boksen nedenfor, er den noterede pris på et aktiv – for eksempel kursen på en børsnoteret aktie – ikke nødvendigvis det samme som den reelle værdi af den pågældende børsnoterede virksomhed. Børskursen er selvsagt en indikator for en virksomheds værdi – og ofte en god indikator, men kursudviklingen i en børsnoteret virksomhed er ikke altid 1:1 udtryk for ændringer i den reelle, underliggende værdi af virksomheden. Det viser erfaringerne fra corona-crashet på aktiemarkederne i foråret 2020.

Den internationalt kendte investor Warren Buffet har udtalt at

“Price is what you pay and value is what you get”

De priser, noterede aktiver handles til, afspejler til enhver tid den pris, én person med et ønske om at købe og en anden person med et ønske om eller behov for at sælge, kan blive enige om, når de skal handle en begrænset mængde (typisk) aktier i et noteret selskab. Typisk vil der for hver person, der ønsker at købe til en bestemt pris, være mange, der ikke ønsker at købe til den pågældende pris, men gerne vil købe til en lavere pris. Tilsvarende vil der ofte være mange, som vil være villige til at sælge til en højere pris. Dette er til dels udtryk for, at forskellige købere og sælgere vurderer værdien af et noteret selskab forskelligt og ofte anderledes, end den pris selskabet aktuelt handles til. Dertil kommer, at den pris, der kan opnås i et noteret marked, ofte afhænger af, hvor stor en aktiepost der ønskes afhændet eller erhvervet.

At prisfastsættelse på et noteret marked ikke er et éntydigt udtryk for værdien af en virksomhed kommer af og til udtryk, når der udstedes købstilbud på aktier i en noteret virksomhed.

¹⁷ [Krise presser pensionsselskabers unoterede aktiver: Rådgiver opfordrer kunder til at flytte fripolicer – FinansWatch](#)

¹⁸ [Prisfastsætning af alternativer rejser spørgsmål: Pensionsselskaber opskriver i redt marked – FinansWatch](#)

¹⁹ [Pensionssektorens afkast på alternativer mystiske | Økonomisk Ugebrev](#)

²⁰ [Afkastsnyd i pensionssektorens alternativer: Oppustede værdier? Økonomisk Ugebrev](#)

Aktier i den børsnoterede, danske virksomhed Simcorp blev fra 2. januar til 26. april 2023 handlet på Københavns Fondsbørs til priser på mellem 452,57 kr. og 529 kr. 27. april 2023 fremsatte Deutsche Börse imidlertid købstilbud til aktionærene i Simcorp på 735 kr. pr. aktie. Det viser åbenlyst, at markedets prisfastsættelse af Simcorp lå meget langt (38,9 pct.) fra Deutsche Börses værdiansættelse af selskabet, og eksemplet understreger, at prisfastsættelse på et noteret marked alene er en indikator for dagsværdien af et aktiv.

Der findes talrige eksempler på opkøbstilbud i børsnoterede selskaber, både hvor der tilbydes en højere indløsningskurs end den noterede pris på tilbudstidspunktet, og hvor tilbudsgiver vil overtage et selskab med en "rabat" i forhold til den aktuelle børskurs.

Regulerede børsmarkeder associeres typisk med forhold som markedsefficiens, mulighed for at sammenligne transaktioner inden for enkelt-selskaber og på tværs af ensartede selskaber, et højt niveau af information om de selskaber, der handles, samt tillid til at handler foregår på en ordentlig måde. Derfor er der da også konsensus om, at en børskurs normalt er en god indikator for den reelle værdi af et selskab, hvilket jo også er rationalet bag det dags-værdihierarki, der er omtalt oven for. Men det er også klart, at børskurser netop kun er gode indikatorer.

Fra udgangen af januar 2020 til udgangen af marts samme år faldt MSCI World aktieindekset (opgjort i EUR) med ca. 20 pct. som følge af usikkerhed forbundet med corona og de første nedlukninger. Efterfølgende steg indekset med 17 pct. frem til udgangen af juni 2020. Ultimo 2021 var indekset steget med 49 pct. og med hele 74 pct. i forhold til marts 2020. Voldsomme udsving sås også i andre indeks.

Den reelle værdi af selskaberne i de nævnte indeks svingede næppe så meget, som børskurserne indikerede, over den forholdsvis korte periode. Snarere har en – kortvarig – overvældende usikkerhed sammenholdt med massiv mediedækning af coronaen, dens betydning for virksomheder og de finansielle markeders reaktion på den bidraget

til, at en del investorer – i panik eller med henblik på at kunne købe op på et senere tidspunkt – solgte massivt ud og dermed drev aktiepriserne ned. Andre investorer har så benyttet lejligheden til at købe op – evt. ud fra netop den antagelse, at de massive kursfald ikke afspejlede ændringer i virksomhedernes reelle værdi.

En undersøgelse peger da også på, at udsvingene i aktiekurserne i den nævnte periode i højere grad var drevet af markant øget opmærksomhed på nyheder relateret til de økonomiske implikationer af corona end af en tilpasning af rationelle forventninger til de økonomiske konsekvenser af coronaen²¹. En anden undersøgelse peger på, at aktiemarkedernes udvikling under coronakrisen i foråret 2020 udviste et "...typical pattern of a delayed and then too strong response to a surprising exogenous event."²² 14. april 2020 reviderede IMF sit World Economic Outlook og forecastede et fald i globalt BNP på 3 pct. i 2020 mod en tidligere forventet stigning på 3,6 pct. For USA hhv. Euro-landene ventede IMF et BNP-fald på 6 pct. og 7,75 pct. i 2020. Ved samme lejlighed forecastede IMF betydelige recoveries i 2021 på 5,8 pct. globalt og 4,7 pct. i både USA og Euro-landene.²³

Baseret på dette væksttab og selv under forudsætning af ganske betydelige merafkastkrav som følge af den betydelige usikkerhed, coronakrisen indebærer, burde dette højst resultere i et værditab på 5-10 pct.²⁴

At de finansielle markeder, da nyhedsstrømmen om de økonomiske konsekvenser af corona senere skiftede fokus til, at konsekvenserne ville blive mindre alvorlige end først antaget, reagerede med voldsomme kursstigninger, kan være udtryk for tilsvarende reaktion, blot med modsat fortegn.

²¹ Engelhardt, N., Krause, M., Neukirchen, D og Posch, P: "What drives stocks during the corona-crash? News attention or rational expectations. Journal of sustainability. 19. Juni 2020. [link](#)

²² Scherf, M., Matschke, X. og Rieger, M.O: "Stock market reactions to Covid 19 lockdown: A global analysis", Finance Research Letters, Science Direct, Marts 2022. [link](#)

²³ IMF World Economic Outlook, 14. april 2020. [link](#)

²⁴ Egne beregninger udført ved at tilbagediskontere en uendelig betalingsrække, hvor der i år 0 og år 1 forudsættes et fald svarende til det forventede væksttab og i år 1, 2 og 3 forudsættes markant forøgede afkastkrav sfa. Usikkerhed.



Private equity-fonde er ikke "bare" private equity-fonde

Pensionsselskaberne investerer i mange forskellige unoterede virksomheder gennem en række af private equity-fonde. I de enkelte fonde er det en manager eller et managerteam, der aktivt træffer beslutninger om konkrete køb og salg af virksomheder. Samtidig kan der være betydelige forskelle på private equity-fondes geografiske og sektormæssige fokus. Disse forskelle i investeringsstrategi og managernes eksekvering på strategien medfører helt naturligt, at der er væsentlige forskelle på, hvad der reelt ligger i de private fonde, pensionsselskaberne investerer i.

Tilsvarende billede ses ved investeringer på det noterede marked, hvor en aktiv investeringsstrategi fører til helt porteføljespecifikke afkast. Dette vises fx i en undersøgelse af afkastet på selskaber i det amerikanske S&P 500 indeks, for perioden primo 2022 til udgangen af 3. kvartal 2022. De 15 pct. bedst performende aktier har leveret et afkast på 0 pct. eller derover, mens de 15 pct. værst performende har givet tab på 40 pct. eller værre²⁶. Af samme undersøgelse fremgår, at selv mindre forskelle i sektorfordeling i den nævnte periode har resulteret i betydelige afkastforskelle, så en passiv strategi baseret på at "efterligne" indekset har ført til et helt andet afkast, end en strategi, hvor selskaber i indekset aktivt er valgt til eller fra.

På denne baggrund er det helt forventeligt, at forskellige pensionsselskabers private equity investeringer er værdiansat forskelligt, og at afkastene ikke udvikler sig ens. Det afhænger simpelthen af de konkrete investeringer, der indgår i de underliggende fonde, og af, hvordan selskabet har fordelt sine investeringer på forskellige private equity "under"-klasser.

Skal forskellige virksomheder værdiansætte det samme aktiv ens?

Når pensionsselskaber investerer i de samme unoterede aktiver – fx vindmølleparker, unoterede obligationer eller direkte erhvervslån - kan der opstå situationer, hvor forskellige pensionsselskaber værdiansætter det konkrete aktiv forskelligt. Det er der ikke noget mærkeligt i af de grunde, som er beskrevet ovenfor. Prisen på et noteret aktiv kan i sagens natur ikke aflæses noget sted, og som beskrevet ovenfor kan noterede priser ikke nødvendigvis bruges til præcist at fastsætte den reelle værdi, ikke engang værdien af de noterede aktiver selv og dermed naturligvis heller ikke de unoterede aktiver. Man kan derfor spørge, hvordan nogen kan forvente, at der skal være konsensus om værdierne af unoterede aktiver, når der ikke engang er nogenlunde konsensus om, hvad værdien af et meget stort, hyppigt omsat og – i forhold til unoterede aktiver – ekstremt transparent og gennemanalyseret selskab som Novo Nordisk (jf. ovenfor).

Det enkelte pensionsselskab må derfor gøre sit bedste for at estimere værdien af det unoterede aktiv i overensstemmelse med reglerne og ved hjælp af passende metoder.

²⁵ Financial Times Equities, 10. juli 2023

²⁶ Hansen, Bo William i FinansInvest 02, marts 2023

Opsamling

Pensionsselskaberne værdiansætter deres unoterede aktiver i overensstemmelse med strenge regulatoriske krav samt danske og internationale regnskabsstandarder og med brug af de metoder og modeller, reguleringen foreskriver. Finanstilsynet fører et meget aktivt tilsyn med selskabernes processer, herunder værdiansættelse for investering i unoterede aktiver. Som beskrevet ovenfor har Finanstilsynet over de seneste ca. 4 år gennemført fire omfattende inspektioner af pensionsbranchens unoterede investeringer og i den forbindelse besøgt samtlige selskaber.

Det er også værd at bemærke, at værdiansættelsen af unoterede investeringer indgår i selskabernes reviderede regnskaber. Der er ikke noget, der tyder på, at selskabernes revisorer har problemer med de værdiansættelser, der kommer frem i regnskaberne.

Som beskrevet ovenfor, giver det forhold, at selskaber opnår forskellige afkast af samme unoterede aktivklasse eller værdiansætter det samme aktiv

forskelligt, heller ikke grundlag for at konkludere, at værdiansættelserne er forkerte.

Det er ikke ensbetydende med, at der aldrig kan sættes en finger på nogle af de forudsætninger og antagelser, der ligger til grund for værdiansættelsen. Men samlet set har pensionskunderne al mulig grund til at være trygge ved værdiansættelsen af deres pensionsselskabs unoterede investeringer.

Ét forhold, der står tilbage, er hyppigheden af værdiansættelserne. Finanstilsynets undersøgelse fra foråret 2023 viser, at der er selskaber, som har en opgave med at opstille klarere kriterier for, hvor store udsving i de noterede markeder, der skal til, før der er behov for at "genbesøge" værdiansættelsen af unoterede aktiver. Sker der ikke en tilpas hyppig ajourføring af værdierne på baggrund af de forudsætninger og antagelser, der kan opstilles, så er der – væsentlig - risiko for, at selskabernes værdiansættelse af de pågældende unoterede aktiver ikke – som det er intentionen – afspejler aktivernes dagsværdi.



BILAG

Bilag 1 Ledelsesbekendtgørelsen

Det er et lovkrav, at bestyrelses- og direktionsmedlemmer i et pensionsselskab har den nødvendige viden, faglige kompetence og erfaring til at kunne varetage deres hverv (LFV §64). Samtidig er det et krav, at bestyrelsen som kollektiv besidder den nødvendige faglige viden for at kunne forstå de risici, selskabets aktiviteter indebærer (LFV §64e).

Bestyrelsen skal fastlægge politikker for, hvordan selskabet skal styre væsentlige risici og i øvrigt løbende tage stilling til, hvilke risici selskabet kan påtage sig og i hvilket omfang samt den rapportering om risiciene, bestyrelsen skal modtage (LFV §70).

Bestyrelsens og direktionens opgaver samt krav til, hvordan et pensionsselskab indretter sig med henblik på at styre risici er konkretiseret i Bekendtgørelse om ledelse og styring af forsikringsselskaber m.v. (ledelsesbekendtgørelsen). Heraf fremgår bl.a., at bestyrelsen er forpligtet til

- At vedtage politikker for selskabets risikoområder, herunder investeringsområdet (LBK §3 og 5)
- Udstede retningslinjer til direktionen omfattende kontrollerbare og klare grænser for, hvilke risici selskabets direktion kan tage på selskabets vegne, samt hvorledes risiciene skal opgøres, og hvordan der skal rapporteres om risikotagningen til bestyrelsen (LBK §7 og 8).

Kravene til bestyrelsens politik på investeringsområdet er detaljeret fastlagt i bilag 2 til LBK. Her fremgår bl.a., at politikken skal fastlægge det ønskede eller acceptable risikoniveau samlet for markedsrisici, herunder fra alternative [unoterede] investeringer.

På tilsvarende vis fastlægger bilag 2 til LBK, at bestyrelsens retningslinjer til direktionen på investeringsområdet skal fastsætte konkrete grænser for

- investeringsrisici fra forskellige aktivtyper, herunder risici fra alternative [unoterede] investeringer
- særlige risici på investeringsområdet, som knytter sig til komplekse eller usædvanlige produkter.

Det er således bestyrelsens opgave at udstikke konkrete, operationelle grænser for fx selskabets investeringer i ejendomme, infrastrukturfonde, private equity-fonde og andre unoterede investeringer på

grundlag af en solid viden om de risici og afkastmuligheder, den type investeringer indebærer.

Selskabets direktion skal stå for den daglige ledelse på grundlag af bl.a. de politikker og retningslinjer, bestyrelsen har vedtaget. Direktionen har desuden selvstændigt ansvar for at sikre, at der udarbejdes nødvendige forretningsgange, så politikker og retningslinjer følges (LBK §9).

Direktionens opgaver og ansvar i forhold til investeringsområdet er – ligesom for bestyrelsens vedkommende – detaljeret beskrevet i bilag 2 til LBK. Her fremgår det bl.a., at direktionen har ansvar for, at

- der er betryggende systemer og metoder til at opgøre risici ved investeringsaktiver
- der er procedurer for overholdelse af lovgivningsmæssige og af bestyrelsen vedtagne grænser for risikotagning
- risikodisponerende medarbejdere har adgang til at konstatere, om dispositioner, de har til hensigt at foretage, ligger inden for de beføjelser, der følger af retningslinjer og forretningsgange m.v.
- der findes relevante interne kontroller på investeringsområdet, herunder til sikring af, at retningslinjers grænser for placering og risikotagning overholdes, og at positioner og risici opgøres korrekt.

Et pensionsselskab skal have en risikostyringsfunktion (LBK §18), som har ansvar for, at selskabets samlede system til identifikation og håndtering af alle typer risici fungerer og er velintegreret i organisationen og i beslutningsprocesser. Risikostyringsfunktionen skal bl.a. tilse, at væsentlige risici ved unoterede investeringer identificeres, overvåges og løbende kan håndteres på passende vis i organisationen.

Endelig skal selskabet have en intern auditfunktion (LBK §21), der har til opgave at vurdere funktionen af de kontrolmekanismer m.m., som skal sikre, at politikker, retningslinjer, forretningsgange og andre elementer af ledelse og styring er hensigtsmæssige og betryggende. Intern auditfunktion er uafhængig af selskabets operationelle funktioner.

Bilag 2 Prudent person princippet

Reguleringen stiller klare krav til selskabernes evne til at forstå og håndtere de risici, der knytter sig til investeringerne. Et selskab må således kun investere i aktiver, hvor selskabet kan

- identificere risici, dvs. kortlægge de forskellige risici ved en investering. Både de risici, der forekommer ved de fleste investeringer og de, der er mere specifikke for den konkrete investering
- måle risici, dvs. vurdere risicienes størrelse relativt til andre investeringer og på grundlag heraf vurdere, hvilken betydning risiciene skal have for det afkast, investeringen bør give selskabet
- overvåge risici, dvs. følge med i udviklingen i de risici, der er identificeret, så selskabet løbende kan revurdere investeringen
- forvalte risici, dvs. løbende handle på de identificerede risici og deres udvikling. Fx – om nødvendigt – afhænde investeringen, mitigere specifikke risici, hvor en negativ udvikling kan påvirke investeringen, eller andet
- kontrollere risici, dvs. sikre, at selskabet gennem relevante politikker, analyser, rapporteringer m.v. til stadighed har overblik over risiciene og har redskaber til at nedbringe eller mitigere risiciene
- rapportere om risici, dvs. sikre, at relevante data indsamles, bearbejdes og løbende rapporteres på det relevante niveau i selskabet.

Reguleringen siger ikke, hvad der konkret skal til for at leve op til disse krav, men såvel det danske Finanstilsyn som det europæiske tilsyn med forsikrings- og pensions-selskaber gør en stor indsats for at fylde den principbaserede regulering ud med konkrete krav og anvisninger til selskaberne.

Finanstilsynet arbejder gennem inspektioner og påbud til selskaberne med at fastlægge klarere rammer for, hvad der skal til for leve op til reguleringens krav, og Tilsynet har således ved en række inspektioner givet påbud om at forbedre fx den løbende overvågning af risici - især efter investeringer er foretaget - ligesom der er givet påbud om at sikre en bedre måling af risici og sikre sammenhængen mellem risikomålinger og afkastkrav.²⁷

²⁷ Danica marts 2018, Sampension december 2017, PFA marts 2021, PKA februar 2018, MP Pension januar 2018

EIOPA har udarbejdet guidelines til de europæiske tilsynsmyndigheder om, hvad de skal lægge vægt på i tilsynet med selskabers investeringsaktiviteter. EIOPA lægger vægt på, at tilsynsmyndighederne sikrer, at

- selskabernes risikostyring bl.a. omfatter procedurer for identifikation og vurdering af forskellige misforhold mellem investeringsaktiverne og de forpligtelser, aktiverne skal bidrage til at indfri
- politikker for styring af investeringsrisiko (som vedtages af bestyrelsen) beskriver, hvilken sikkerhed, kvalitet, likviditet, rentabilitet og tilgængelighed, selskabet ønsker at opnå for den samlede investeringsportefølje samt, hvordan selskabet planlægger at opnå målsætningerne på disse områder
- politikker på investeringsområdet sætter kvantitative grænser for forskellige aktivtyper, selskabet vil investere i samt tager stilling til, hvor let realiserbare aktiverne skal være.

EIOPA fastslår endvidere, at pensions-selskaber skal have en politik for likviditetsstyring, som bl.a. sikrer, at der tages passende hensyn til betalingsstrømme til og fra investeringer, pensionsindbetalinger og -udbetalinger, ophør og tilbagekøb m.v. og sikrer, at der tages højde for misforhold mellem betalingsstrømmene.

EIOPA's guidelines adresserer også prudent person princippet direkte. Her fremgår det bl.a., at et pensions-selskab skal være særligt opmærksom på dets evne til at forvalte aktiver, der ikke handles på et reguleret marked. Derudover skal selskabet vurdere de risici, der specifikt hænger sammen med investeringen og investeringens indvirkning på porteføljens samlede kvalitet, sikkerhed, likviditet, rentabilitet og tilgængelighed.

Bilag 3

I Solvens II-forordningen (art. 10) er det bestemt, at ved fastsættelsen af værdier skal selskaberne benytte det såkaldte dagsværdi-hierarki²⁸, som foreskriver tre trin til at fastsætte værdier:

1. som udgangspunkt skal værdiansættelse af investeringsaktiver som standardmetode ske ved hjælp af noterede markedspriser på aktive markeder
2. er det ikke muligt at anvende sådanne noterede markedspriser, værdiansættes der ved hjælp af noterede markedspriser på aktive markeder for tilsvarende aktiver med justeringer, der afspejler forskelle i
 - aktivets eller passivets tilstand eller placering
 - hvilket omfang input vedrører poster, som er sammenlignelige med aktivet eller passivet
 - mængden eller aktivitetsniveauet på de markeder, hvor det pågældende input er konstateret.
1. hvis det ikke er muligt at værdiansætte i overensstemmelse med 1. eller 2., benyttes andre værdiansættelsesmetoder, i størst muligt omfang baseret på markedsinput og med mindst muligt brug af selskabsspecifikt input. Input kan fx være
 - a) noterede priser på identiske eller lignende aktiver på markeder, som ikke er aktive
 - b) andre input end noterede priser, herunder renter og afkastkurver, implicitte volatiliteter og kreditspænd
 - c) markedsunderstøttede input, som måske ikke er direkte observerbare, men baseret på eller understøttet af observerbare markedsdata.

Findes relevante observerbare input ikke, skal der benyttes ikke-observerbare input, der afspejler de antagelser, markedsdeltagere ville anvende ved prisfastsættelse af aktivet eller passivet, fx om risiko.

Når der anvendes "andre værdiansættelsesmetoder" som anført under 3, skal et selskab anvende en eller flere af følgende tilgange:

- markedsmetoden, som anvender priser og andre relevante oplysninger skabt ved markedstransaktioner med identiske eller lignende aktiver eller en gruppe af aktiver
- indkomstmetoden, der konverterer fremtidige beløb som fx cash flow eller indtægter og omkostninger til et enkelt beløb. Værdiansættelsesmetoder, som stemmer overens med indkomstmetoden, omfatter nutidsværdimetoder, modeller for prisfastsættelse af optioner og overskudsvurderingsmetoden for flere perioder
- omkostningsmetoden eller den aktuelle genanskaffelsesværdimetode afspejler det beløb, der aktuelt kræves for at erstatte aktivets kapacitet. Set fra en markedsdeltagende sælgers synspunkt er prisen, der skulle modtages for aktivet, baseret på en markedsdeltagende købers omkostninger ved at anskaffe eller fremstille et erstatningsaktiv af sammenlignelig nytte reguleret for forældelse.

Valg af model er typisk afhængigt af karakteren af det enkelte aktiv. Er der tale om store ejendomsinvesteringer eller infrastrukturinvesteringer, kan en model baseret på diskontering af cash flows (DCF-model) være relevant, især hvis investeringens likviditetsflow er forholdsvist sikkert. Boligudlejningsejendomme kan fx værdiansættes på grundlag af den årlige lejeindtægt, som multipliceres med en faktor, der afspejler forventet årlig stigning i lejeindtægt og et relevant renteniveau. Ved investeringer i mere "almindelige" virksomheder inden for fx informationsteknologi, handel eller industri, hvor den konkrete investerings økonomiske udvikling ofte vil være mere svingende, kan det fx være relevant at basere værdiansættelsen på multipler – fx pris per forventet indtjeningskrone (P/E), pris i forhold til bogført værdi (P/BV), pris i forhold til indre værdi (P/IV), eller tilsvarende, hvor der tages udgangspunkt i multipler, som kan estimeres for virksomheder på noterede markeder, og hvor investor så justerer for eventuelle særlige forhold, der karakteriserer den konkrete unoterede virksomhed, herunder det forhold, at der er tale om en illikvid investering.

²⁸ Dagsværdihierarkiet er foruden Solvens II indarbejdet i dansk regnskabsregulering i Årsregnskabslovens §37-38 og i Bekendtgørelse om finansielle rapporter for forsikringselskaber og tværgående pensionskasser §43. Se endvidere IFRS 13 [her](#) eller [denne gennemgang](#) af IFRS 13 Dagsværdimåling



Philip Heymans Allé 1
2900 Hellerup
Tlf. 41 91 91 91
fp@fogp.dk
www.fogp.dk

F&P er brancheorganisation for forsikrings- og pensionselskaber. Vi varetager branchens interesser og arbejder for, at branchen bliver kendt for sit bidrag til at løse nogle af de største udfordringer, det danske og internationale samfund står over for. Det drejer sig om velfærd og tryghed for den enkelte dansker, og det drejer sig om bæredygtighed og den nødvendige grønne omstilling.