

Temainspektion i livsforsikringselskaber og tværgående pensionskasser om investeringer i infrastruktur

Indledning og sammenfatning

Finanstilsynet gennemførte i efteråret 2017 til efteråret 2018 en temainspektion med fokus på alternative investeringer i infrastrukturaktiver. Der var tale om inspektioner, hvor samme tema blev undersøgt i otte udvalgte livsforsikringselskaber og tværgående pensionskasser (herafter pensionselskaber).

Infrastruktur er en forholdsvis heterogen aktivklasse. De otte pensionselskabers investeringsporteføljer indeholdte bl.a. hav- og landvindmøleparker, energiforsyning, vejanlæg, havne og lufthavne og aktiver med OPP-kontrakter.

Finanstilsynet fandt mangler i forhold til pensionselskabernes infrastrukturporteføljer på en række områder, bl.a.:

- At bestyrelserne ikke i tilstrækkeligt omfang havde fastsat investeringernes risikoprofil, og/eller sikret denne i politikker og retningslinjer.
- At der var udfordringer i forhold til udfyldelsen af risikostyringsfunktionens rolle som central aktør i pensionselskabernes risikostyring.
- At det var uklart, om selskaberne havde håndteret interessekonflikter i forbindelse med værdiansættelse.
- At der var mangler i risikoidentifikationen i forhold til investeringer i infrastrukturfonde.
- At der var mangler i forhold til måling af risici og vurdering af risiko/afkast-forholdet.

Baggrund for temainspektionen

Baggrunden for temainspektionen er de senere års udvikling på investeringsområdet, hvor mange pensionsselskaber placerer stadig flere midler i alternative investeringer, herunder i infrastruktur. Medio 2018 udgjorde infrastruktur således i gennemsnit 3 pct. af investeringsaktiverne hos de danske pensionsselskaber. Investeringer i infrastruktur er et relativt nyt område for pensionsselskaberne.

Formålet med temainspektionen var at vurdere pensionsselskabernes organisation og processer i relation til investering i infrastruktur, herunder pensionsselskabernes vurdering af risici og efterlevelse af prudent person-princippet. Prudent person-princippet tilsiger, at pensionsselskaberne skal investere deres aktiver sådan, at forsikringstagernes og de begunstigedes interesser varetages bedst muligt, og at pensionsselskabernes investeringsstrategi og de enkelte investeringer skal afspejle det, kunderne er stillet i udsigt. Det enkelte selskab må alene investere i aktiver, hvis risici selskabet kan forstå og håndtere, herunder kan identificere, måle, overvåge, forvalte, kontrollere og rapportere om, jf. "Vejledning om alternative investeringer og gode investeringsprocesser i lyset af prudent person-princippet".

Udvalgte investeringer i infrastruktur indgik som en del af inspektionen med henblik på at afdække, hvordan organisation og processer fungerer i praksis.

Pensionsselskabernes infrastrukturinvesteringer

De otte pensionsselskaber blev udvalgt til temainspektionen med udgangspunkt i en risikobaseret tilgang. Pensionsselskaberne har alle investeret i infrastruktur og har et ønske om at bibeholde eller øge porteføljeandelen. Investeringerne er meget forskelligartede og afspejler, at infrastruktur er en forholdsvis heterogen aktivklasse med mange forskellige aktivtyper, risikoprofiler og investeringsstrukturer. F.eks. indeholdte pensionsselskabernes porteføljer områder som hav- og landvindmølleparker, energiforsyning, vejanlæg, havne og lufthavne, OPP kontrakter i forbindelse med hospitalsvæsen mv.

I nogle tilfælde investerer selskaberne i enkeltaktiver, som enten er ejet 100 pct. af det enkelte pensionsselskab eller i sameje med få andre investorer, såkaldte "club deals". De fleste investeringer sker dog gennem infrastrukturfonde drevet af specialiserede kapitalforvaltere. En del af aktiverne er karakteriseret ved stabile, lange og relativt sikre cash flows, herunder aktiver der betragtes som "kvalificerende infrastrukturaktiver" under Solvens II. Dette gælder bl.a. investeringer i vejanlæg baseret på en OPP-kontrakt med faste betalinger. Andre infrastruktur-

aktiver er væsentligt mere ustabile og svarer risikomæssigt til investeringer i private equity, herunder f.eks. investeringer i aktiver indenfor gasforsyning, hvor indtægterne påvirkes af efterspørgsel på gas og af gaspriserne.

Virksomhedsstyring og bestyrelsens ansvar

Bestyrelsen har ansvaret for, at pensionselskabet drives betryggende, og at forsikringstagernes og de begunstigedes interesser varetages bedst muligt. Bestyrelsen skal sikre effektive former for virksomhedsstyring.

På investeringsområdet skal bestyrelsen bl.a. drøfte og beslutte den ønskede risikoprofil for selskabets investeringer og fastsætte en politik med tilhørende retningslinjer, der udmønter det enkelte pensionselskabs investeringsstrategi og fastlægger klare rammer og afgrænsninger for de ønskede risici.

Alternative investeringer vil som udgangspunkt kræve en mere detaljeret afgrænsning af risici end mere traditionelle aktiver som følge af, at alternative investeringer ofte er mere heterogene, mere illikvide og kan struktureres med meget forskellige risikoprofiler.

Generelt skal bestyrelsen sikre, at de enkelte investeringsområder har en klar risikoprofil, og at der er fastlagt et forventet afkast og en risikospredning, der understøtter, at forsikringstagernes interesser varetages bedst muligt. På infrastrukturområdet er der brug for at fastlægge, hvilke segmenter der kan investeres i (f.eks. transportanlæg, energiforsyning og social infrastruktur) og i hvilke lande. Der er også brug for at tage stilling til omfanget af finansiel gearing, råvareprisfølsomhed, politisk risiko, konstruktionsrisiko og andre mere generelle risikofaktorer. Endelig kan der være forhold vedrørende investeringsstrukturene, som bestyrelsen skal forholde sig til (f.eks. brug af fonde eller direkte investeringer med driftsansvar).

Risikoprofil og afgrænsninger skal indarbejdes i interne styringsdokumenter, dvs. investeringsstrategi, politikker og retningslinjer. Styringsdokumenterne skal være tilstrækkeligt konkrete til, at de reelt er retningsgivende for, hvilke risici bestyrelsen ønsker, at pensionselskabet skal eksponere sig overfor. Er styringsdokumenterne ikke tilstrækkeligt konkrete, kan det medføre, at de foretagne infrastrukturinvesteringer ikke er i overensstemmelse med bestyrelsens ønskede risikoprofil, og at bestyrelsen reelt overlader beslutningskompetencen til administrationen.

Observationer på inspektionen

På inspektionen fandt Finanstilsynet i større eller mindre omfang mangler i styringsdokumenterne hos alle de undersøgte pensionselskaber. Desuden var der i de fleste tilfælde mangler i bestyrelsernes fastlæggelse af risikoprofil og afgrænsning af risici for investeringer i infrastrukturaktiver. I nogle pensionselskaber var der foretaget nogen afgrænsning af risici, mens der i andre udestod en nærmere drøftelse af den ønskede risikoprofil og implementering af investeringsstrategien i bestyrelsens politik og/eller retningslinjer. Der var i enkelte tilfælde også behov for at afgrænse risici for større eksponeringer mod enkelte samarbejdspartnere, f.eks. fondsforvaltere og operatører, og afgrænse hvornår der kan foretages investeringer alene eller sammen med få andre investorer.

Finanstilsynet vurderer derudover, at det er vigtigt, at selskabernes bestyrelser løbende får lejlighed til at tage stilling til en række konkrete alternative investeringer, og at bestyrelserne orienteres tilstrækkeligt om status for og udviklingen af de foretagne alternative investeringer, så bestyrelserne er informeret og involveret i relevant omfang.

Organisation og processer

Risikostyringsfunktionen

Pensionselskabers risikostyringsfunktion skal have det samlede overblik over risici på tværs af pensionselskabet, og skal bistå direktionen med at sikre risikostyringsystemets effektivitet. På investeringsområdet skal risikostyringsfunktionen præsenteres for væsentlige investeringer, inden investeringen gennemføres, og skal selvstændigt vurdere investeringsafdelingens identificerede risici, og om der er uidentificerede risici. Risikostyringsfunktionen skal efterfølgende følge med i risici og vurdere nye identificerede risici.

Den ansvarlige for risikostyringsfunktionen skal mindst én gang årligt udarbejde en rapport til direktion og bestyrelse, som skal indeholde rapportering om pensionselskabets risici. Rapporten skal være informativ nok til at kunne indgå i bestyrelsens samlede vurderingsgrundlag til bl.a. at vurdere, om investeringspolitik og retningslinjer, organisation og ressourcer er betryggende.

Risikostyringsfunktionen er en nøgelfunktion og central i forhold til at sikre et samlet overblik over pensionselskabets risici og bistå direktionen med at sikre risikostyringsystemets effektivitet. Manglende involvering fra risikostyringsfunktionen eller en mangelfuld rapport fra den ansvarlige for risikostyringsfunktionen kan medføre, at der ikke er et tilstrækkeligt samlet overblik over risici i pensionselskabet, eller at selskabet ikke retter op på fejl i vurdering og håndtering af risici.

Observationer fra inspektionen

Finanstilsynet konstaterede, at risikostyringsfunktionen i de fleste tilfælde ikke var involveret i investeringsprocessen for investeringer i infrastruktur. I enkelte selskaber indeholdt den årlige rapport fra den ansvarlige for risikostyringsfunktionen analyse og overblik over pensions-selskabets risici, mens Finanstilsynet i de fleste selskaber fandt, at det var uklart, hvorvidt rapporten fra den ansvarlige for risikostyringsfunktionen, der ofte var meget kortfattet, levede op til kravene.

Generelt var det Finanstilsynets indtryk, at mange pensions-selskaber i større eller mindre grad fortsat var i proces i forhold til at udfylde risikostyringsfunktionens rolle som det centrale omdrejningspunkt for risikostyringen.

Funktionsadskillelse i værdiansættelse

Medarbejdere, der er involverede i indgåelse af handler og risikotagning, må som udgangspunkt ikke også være ansvarlige for værdiansættelsen af aktiverne. Det skyldes, at der ved en sådan dobbeltrolle opstår en interessekonflikt. Der kan også opstå interessekonflikter, hvis medarbejdere, der er involverede i indgåelse af handler og risikotagning, blot er involveret i værdiansættelsesprocessen, f.eks. i form af input til værdiansættelsen. Det gælder ikke mindst, hvis en investering ikke forløber så godt som forventet.

Manglende funktionsadskillelse og håndtering af interessekonflikter kan medføre, at værdiansættelsen af et aktiv ikke er korrekt. Hvis det ikke er muligt at have funktionsadskillelse, skal selskabet derfor sikre tilstrækkelige kompenserende foranstaltninger til håndtering af interessekonflikter, så opgaven med værdiansættelsen bliver varetaget fornuftigt, ærligt og objektivt.

For alternative investeringer vil værdien af aktivet typisk ikke kunne aflæses på et noteret marked, og der er behov for, at pensions-selskabet foretager en løbende værdiansættelse. Investeringsmedarbejderne vil ofte, qua deres viden om investeringerne, være involveret i værdiansættelsesprocessen, f.eks. ved løbende at give input om markedsforhold og forhold vedrørende den enkelte investering.

Observationer på inspektionen

For de fleste pensions-selskaber var det gældende, at der ikke var tilstrækkelig funktionsadskillelse i værdiansættelsesprocessen, og det var uklart, hvorvidt pensions-selskaberne havde sikret tilstrækkelige kompenserende foranstaltninger. I enkelte pensions-selskaber blev der som en kompenserende foranstaltning foretaget en formaliseret gennemgang og godkendelse af værdiansættelsen, f.eks. i en særskilt værdiansættelseskomité.

Identifikation af risici

Pensionselskaber skal investere deres aktiver i overensstemmelse med prudent person-princippet, således at forsikringstagernes interesser varetages bedst muligt. Identifikation af risici er en afgørende forudsætning i den forbindelse.

Risikoidentifikation skal foregå både forud for en investeringsbeslutning og efterfølgende, hvor selskabet f.eks. skal tage stilling til udviklingen i den foretagne investering. Den efterfølgende risikoidentifikation er central i forhold til forvaltningen af investeringen.

Mangelfuld risikoidentifikation kan medføre, at selskabet foretager investeringer på et forkert grundlag, og i yderste konsekvens foretager investeringer, som ikke skulle have været foretaget. F.eks. kan den pågældende investering reelt ligge uden for bestyrelsens fastsatte risikoprofil. Mangelfuld risikoidentifikation i den efterfølgende håndtering af investeringerne kan tilsvarende medføre, at en investering bliver håndteret under forkerte forudsætninger.

Disse forhold kan potentielt resultere i en portefølje, hvor risikoprofilen ikke lever op til bestyrelsens målsætning, samtidig med at pensionselskabet risikerer, at det ikke opnår et afkast svarende til den risiko, som selskabet løber.

Observationer på inspektionen

I nogle pensionselskaber fandt Finanstilsynet, at der var mangler i identifikationen af risici i forhold til investeringer i infrastrukturfonde – både inden investeringsbeslutning og efter investeringen var foretaget.

Andre selskaber arbejdede mere metodisk med håndteringen af de alternative investeringer. Således var der selskaber, der havde indarbejdet en systematisk skabelon for risikoanalyse i investeringsindstillingerne, f.eks. ved et fast afsnit til SWOT-analyse, analyse af fondsforvalter, analyse af interessekonflikter m.v. Efter investeringen fulgte selskaberne løbende op på risikoudviklingen, herunder i de underliggende fondsinvesteringer, så pensionselskabet havde et opdateret risikobilde af investeringerne.

Finanstilsynet vurderer, at det medfører en mere effektiv proces for værdiansættelse og måling af risici, samt løbende håndtering af risici, såfremt selskabet arbejder metodisk med identifikation, overvågning og rapportering af risici.

Måling af risiko og afkast

Pensionselskaberne skal måle (vurdere og kvantificere) de risici, der er forbundet med en investering, både i forbindelse med investeringsbeslutningen og løbende efter, at investeringen er foretaget. Målingen skal omfatte de væsentligste identificerede risici, herunder også elementer som finansiel gearing i investeringen, aktivets placering i kapitalstrukturen, illikviditet og politiske risici.

På baggrund af de målte risici skal pensionselskaberne fastsætte et afkastkrav for investeringen, dvs. beslutte hvilket afkast selskabet som minimum skal have for at påtage sig de pågældende risici i investeringen. Afkastkravet kan sammenholdes med pensionselskabernes egne forventninger til investeringens afkast. Forholdet mellem afkast og risiko for en investering er helt centralt for at kunne vurdere om en given investering er attraktiv ved investeringsbeslutningen, men også i forhold til den efterfølgende mulighed for at kunne forvalte de investeringer, som pensionselskabet har i porteføljen.

Løbende værdiansættelse er et vigtigt grundlag for at sikre en korrekt måling af risici. Finanstilsynet forventer, at pensionselskaberne ikke kun ved års- eller kvartalsopgørelse, men også løbende inddrager væsentlig information i værdiansættelsen, så selskabet sikrer, at risikomålingen og selskabets risikostyring sker på et korrekt grundlag. En mangelfuld værdiansættelse kan medføre fejl i risikostyringen. Der vil også være risiko for, at investeringsafkastet ikke fordeles korrekt blandt kunderne, hvis der foretages interne transaktioner i aktiverne mellem pensionsprodukter, risikoprofiler, kundebestande m.v.

Mangler i måling af risiko til brug for vurdering af afkast/risiko-forholdet og en mangelfuld værdiansættelsesproces medfører manglende overholdelse af prudent person-princippet og dermed risiko for, at pensionselskaberne ikke sikrer bedst muligt afkast til forsikringstagerne.

Observationer på inspektionen

Hovedparten af de undersøgte pensionselskaber havde mangler i målingen af risici og vurderingen af afkast/risiko-forholdet, både i investeringsindstillinger ved investeringsbeslutning og i den efterfølgende overvågning. Kun et enkelt selskab foretog måling af risici inden investering og opgjorde selskabets afkastkrav til investeringerne. Dette var indarbejdet i investeringsindstillingerne, så beslutningstager, f.eks. bestyrelse eller investeringskomité, kunne forholde sig til afkast/risiko-forholdet. I alle pensionselskaber vurderede Finanstilsynet, at der var mangler i forhold til måling af risici i den løbende overvågning, efter investeringen var foretaget.

I forhold til selskabernes værdiansættelse var det Finanstilsynets opfattelse, at pensionselskaberne i højere grad var fokuserede på den kvartalsvise og årlige værdiansættelse end på løbende at vurdere værdiansættelserne i forhold til væsentlige generelle markedsudviklinger eller individuelle begivenheder i infrastrukturfonde, f.eks. udviklingen på et marked eller begivenheder hos de enkelte fondsforvaltere i infrastrukturfonde. I enkelte pensionselskaber var der dog en proces for vurdering af hændelser i markeder eller investeringerne med henblik på sikre en korrekt løbende værdiansættelse af de alternative aktiver til brug for måling af risici.

Øvrige opmærksomhedspunkter

Finanstilsynet har i forbindelse med temainspektionen i øvrigt henledt pensionselskabernes opmærksomhed på nogle forhold, som Finanstilsynet forventer, at pensionselskaberne løbende har fokus på.

Finanstilsynet vurderer, at det er vigtigt, at pensionselskaberne har fokus på betydningen af finansiel gearing i afkastkravet på infrastrukturaktiver.

Derudover forventer Finanstilsynet, at selskaberne har fokus på betydningen af de anvendte korrelationer mellem infrastrukturaktiver og andre aktivklasser i porteføljen, når den strategiske aktivallokering bestemmes. F.eks. er der ved en større økonomisk nedtur en tendens til, at aktier, kreditobligationer og mange alternative investeringer taber værdi samtidig, og pensionselskaberne vil kunne opleve, at den forventede anvendelse af alternative investeringer til risikospredningen i investeringsporteføljen ikke opnås. At korrelationer er komplekse og forskelligartede i forskellige økonomiske scenarier bør indgå i såvel risikostyring- som aktivallokeringsovervejelser.

Derudover skal der i selskaberne løbende være fokus på at sikre de nødvendige kompetencer i bestyrelsen til at udfordre administrationen også i forhold til alternative investeringer.

Finanstilsynet vil følge op på disse emner ved kommende inspektioner.