

## Temaundersøgelse om pensionsselskabers investeringer i illikvid kredit

### 1. Sammenfatning

Finanstilsynet har gennemført en temaundersøgelse af investeringer i illikvid kredit hos livsforsikringsselskaber, tværgående pensionskasser, Arbejdsmarkeds Tillægspension (ATP) og LD Fonde (herefter pensionsselskaber). Baggrunden for temaundersøgelsen var, at Finanstilsynet har observeret strukturelle skift i kreditmarkederne samtidigt med, at pensionsselskaberne har øget eksponeringen i illikvid kredit.

Temaundersøgelsen bestod af en skriftlig undersøgelse hos alle pensionsselskaber. Denne undersøgelse blev suppleret af en on-site temainspektion i fire udvalgte pensionsselskaber i perioden fra februar til august 2019<sup>1</sup>.

Undersøgelsen viste, at de fleste pensionsselskaber havde investeringer i illikvid kredit, og at de typisk forventede at fastholde eller øge eksponeringen. Pensionsselskaberne nævnte samtidig forhold som f.eks., at der var pres på kreditpræmier og lempeligere kreditvilkår. Finanstilsynet vurderer, at det er vigtigt at være opmærksom på risici i kreditmarkederne.

På baggrund af undersøgelsen vil Finanstilsynet fremover have fokus på, om pensionsselskaberne ved investeringer i illikvid kredit har tilstrækkelig opmærksomhed på at sikre:

- At bestyrelsen fastsætter en tilstrækkelig retningsgivende risikoprofil for investeringerne, og at krav til kreditbehandlingen er indarbejdet i styringsdokumenterne.
- At pensionsselskaberne i tilstrækkelig grad identificerer og overvåger risici i investeringerne, herunder i investeringer foretaget gennem fonde.

---

<sup>1</sup>Redegørelser fra de enkelte inspektioner kan læses på Finanstilsynets hjemmeside (finansstilsynet.dk).

- At modeller og data til brug for f.eks. måling af risici, risikostyring og aktivallokering afspejler investeringernes risici.

## 2. Illikvide kreditinvesteringer

Pensionsselskaberne investerer i forskellige typer af illikvid kredit, som f.eks. direkte lån til erhvervsvirksomheder og ejendoms lån givet direkte til debitor eller investeret via en fondsforvalter, som administrerer lånene. I modsætning til likvide kreditobligationer handles illikvid kredit ikke på noterede og likvide markeder. Graden af illikviditet varierer. Finanstilsynet vurderer, at nogle af pensionsselskabernes illikvide kreditaktiver har en vis grad af standardisering og kan handles indenfor en kortere tidshorison. Andre former for illikvid kredit er mere komplekse, mindre standardiserede og er ofte mere illikvide. Kreditaktivers likviditetsgrad vil typisk blive reduceret i stressede markeder.

Illikvide kreditaktiver kan struktureres med meget forskellige risikoprofiler. Risikoen ved långivning afhænger bl.a. af debitorernes bonitet samt lånenes sikkerheder og de lånevilkår, der forhandles i forbindelse med långivningen.

## 3. Observationer i temaundersøgelsen

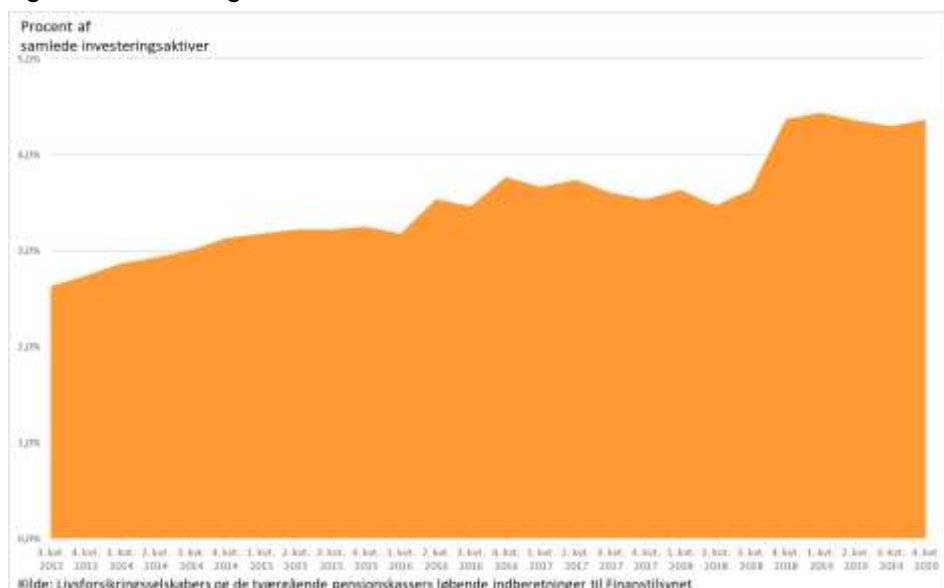
I den indledende undersøgelse modtog Finanstilsynet redegørelser og oversigter over illikvide kreditaktiver fra samtlige pensionsselskaber baseret på data opgjort pr. medio 2018.

### *Illikvid kredit i pensionsselskabernes investeringsporteføljer*

De fleste pensionsselskaber havde eksponeringer inden for illikvid kredit. Andelen varierede, men eksponeringen var på undersøgelsestidspunktet under 10 pct. af de samlede investeringsaktiver for de fleste af pensionsselskaberne.

Pensionsselskaberne oplyste typisk, at de forventede at fastholde eller øge eksponeringen i aktivklassen i de kommende to år. Mange pensionsselskaber havde desuden på tidspunktet betydelige uudnyttede resttilsagn til fonde, der investerede i illikvid kredit. Livsforsikringsselskabers og de tværgående pensionskassers løbende indberetninger til Finanstilsynet om alternative investeringer viser, at eksponeringen i alternativ kredit fra medio 2018 til ultimo 2019 er steget fra 3,5 pct. til 4,4 pct. af investeringsaktiverne, jf. figur 1.

Figur 1: Investeringer i alternativ kredit



Nogle pensionselskaber oplyste, at formålet med at investere i illikvid kredit var at opnå højere afkast via illikviditetspræmier, og at aktivklassen bidrog til risikospredningen af porteføljen. Pensionselskaberne benyttede illikvid kredit til bl.a. at opnå et højere afkast i gennemsnitsrenteprodukter sammenlignet med afkastet i det likvide rentemarked.

#### Investeringstyper

Undersøgelsen viste, at pensionselskaberne havde investeret bredt i forhold til kreditkvaliteten lige fra AAA-ratede kreditaktiver til nødlidende lån.

De fleste pensionselskaber med investeringer i illikvid kredit havde investeret via fonde. Nogle forklarede, at det f.eks. var for at skabe en større spredning i porteføljen, eller fordi investeringer med eksterne forvaltere gav adgang til særlig viden og kompetencer.

Flertallet af pensionselskaber havde også et eller flere direkte lån i porteføljen. Det kunne f.eks. være lån til virksomheder og ejendomsfinansiering. Flere pensionselskaber med direkte lån oplyste, at direkte lån kræver både ressourcer og kompetencer.

Omkring halvdelen af pensionselskaberne angav, at de havde investeret i CLO'er/CDO'er eller "andre securitiseringer". Sådanne kreditprodukter kan være komplekse og struktureret med det formål at dele investeringerne op i trancher med forskellige risikoniveauer, som matcher forskellige investorers investeringsbehov.

#### *Pensionsselskabernes vurdering af kreditmarkederne*

Flere pensionsselskaber oplyste på tidspunktet for undersøgelsen (efteråret 2018), at kreditmarkedet var præget af at være sent i konjunkturcyklen, og at efterspørgslen var stor. Investorer har ifølge nogle pensionsselskaber søgt mod det illikvide kreditmarked for bl.a. at opnå højere afkast. En del pensionsselskaber påpegede, at bankernes appetit var reduceret, eller at bankernes rolle i lånemarkedet havde ændret sig. Det blev nævnt, at strammere regulering på bankområdet har haft betydning for denne udvikling.

Pensionsselskaberne nævnte desuden forhold som f.eks., at der var pres på kreditpræmierne og lempeligere kreditvilkår. Det blev endvidere nævnt, at der var højere gældsætning i nogle segmenter på lånemarkedet.

Det blev også påpeget, at det er vigtigt at lave grundig due diligence og have tilstrækkelige ressourcer og kompetencer, f.eks. i forhold til at udvælge investeringer og give modspil til forvaltere af fonde.

#### **4. Opmærksomhedspunkter fra temaundersøgelsen og funktionsinspektionerne**

Finanstilsynet har i forlængelse af den brede indledende temaundersøgelse gennemført en egentlig on-site temainspektion i fire pensionsselskaber. Finanstilsynet har primært haft fokus på indirekte långivning.

På baggrund af temaundersøgelsen og inspektionerne finder Finanstilsynet, at pensionsselskaberne har fokus på flere væsentlige forhold indenfor investering i illikvid kredit. Der er dog også områder, som pensionsselskaberne skal have mere fokus på, herunder risikoprofilering, identifikation og overvågning samt metoder til måling af risici i forbindelse med pensionsselskabers investeringer i illikvid kredit. Finanstilsynet vurderer, at disse områder er vigtige i forhold til at understøtte god governance og risikostyring og sikre bedst muligt afkast.

##### *Risikoprofilering*

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 pensionsselskabs 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. Styringsdokumenter i form af investeringsstrategi, politikker og retningslinjer skal være tilstrækkelig konkrete til, at de reelt er retningsgivende for, hvilke risici bestyrelsen ønsker, at pensionsselskabet skal eksponere sig overfor. På kreditområdet kan det i relevant omfang f.eks. omfatte lånestrukturer, typer af debitorer, geografi, sektorer m.v.

Pensionselskaber, som yder lån (direkte såvel som indirekte), skal i relevant omfang indarbejde krav til kreditbehandlingen i bestyrelsens styringsdokumenter, f.eks. processer og metoder til kreditvurdering og overvågning<sup>2</sup>. For indirekte lån skal bestyrelsen stille krav til f.eks. fondenes kreditprocesser, genforhandling af lån m.v., samt hvordan dette skal kontrolleres af pensionselskabet.

#### *Identifikation og overvågning af risici i illikvide kreditinvesteringer*

Pensionselskaberne skal investere deres aktiver i overensstemmelse med prudent person-princippet. Princippet stiller bl.a. krav om, at pensionselskaberne skal kunne identificere og overvåge de risici, som de påtager sig ved en investering.

Finanstilsynet forventer, at pensionselskaberne grundigt analyserer og identificerer risici, inden de investerer. Efterfølgende skal pensionselskaberne løbende opdatere risikoidentifikationen f.eks. i takt med, at fonde foretager investeringer. Kravet om overvågning indebærer, at pensionselskaberne skal være i stand til at følge udviklingen i de væsentligste identificerede risici forbundet med en investering, og løbende kunne vurdere investeringens risici og værdi.

Mangelfuld risikoidentifikation kan medføre, at pensionselskabet investerer på et forkert grundlag. Overvågningen skal danne grundlag for, at pensionselskaberne løbende kan træffe velfunderede beslutninger om forvaltningen af deres investeringer.

I vurderingen af illikvide kreditaktivers risiko kan forhold som strukturering, rating, sikkerheder (pant) og performance være relevante. Pensionselskaberne bør også forholde sig til debitorers bonitet udover eventuelle rating. Bonitetsvurderingen kan f.eks. ske ved overvågning af debitorernes økonomiske nøgletal, udviklingen i sektorer m.v. Jo mere koncentrerede fondsporteføljerne er, jo vigtigere er det løbende at overvåge de specifikke risici i de enkelte underliggende investeringer. Fonde med større spredning vil kunne overvåges på baggrund af mere aggregerede oplysninger om de underliggende risici.

#### *Metoder til måling af risici for illikvide kreditinvesteringer*

Et pensionselskab må alene investere, hvis det kan måle de risici, som er forbundet med investeringen. Målingen (vurdering og kvantificering) af de væsentligste identificerede risici skal ske både i forbindelse med investeringsbeslutning og løbende efter, at investeringen er foretaget. Det skal løbende sikres, at værdiansættelsen til brug for målingen af risici indeholder alle relevante

---

<sup>2</sup> Jf. Kommissionens delegerede forordning (EU) 2015/35 af 10. oktober 2014 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/138/EF om adgang til og udøvelse af forsikrings- og genforsikringsvirksomhed (Solvens II), artikel 261.

informationer. Når pensionsselskaber selv beregner risici, skal de have betryggende metoder.

Finanstilsynet har observeret, at pensionsselskaberne kan være udfordret i forhold til at finde historisk data, der kan kvantificere alle væsentlige risici knyttet til illikvid kredit. Modeller og anvendt data til brug for f.eks. måling af risici, risikostyring og aktivallokering bygger derfor ofte på en række antagelser om aktiverne, f.eks. en approksimation af markedsrisikoen ved brug af noterede indeks, hvor aktivets specifikke risici ikke nødvendigvis er indeholdt. Herved opstår der en risiko for, at mere specifikke typer af risici for de enkelte investeringer ikke bliver medtaget i opgørelsen af risici, f.eks. koncentrationsrisici, politiske risici mv. Pensionsselskaberne skal sikre, at de specifikke risici bliver målt, så alle væsentlige risici medtages i vurderingen af afkast/risikoforholdet.

Endeligt forventer Finanstilsynet, at pensionsselskaberne i forbindelse med allokeringsovervejelser og -analyser, eksempelvis ved fastsættelse af forventet fremtidigt afkast og korrelationer mellem aktivklasser mv., er opmærksomme på eventuelle strukturelle skift i lånemarkederne, f.eks. som følge af tendensen til, at nogle lån flyttes fra banksektoren til andre investorer, og at lånevilkår svækkes.