

Livsforsikringselskaber og tværgående pensionskasser

# Alternative investeringer

## Indholdsfortegnelse

1	Konklusion.....	1
1.1	Om undersøgelsen .....	5
1.2	Afgrænsning.....	5
2	Nuværende alternative investeringer og fremtidsudsigter.....	8
	Figur 1: Alternative investeringsaktiver fordelt på typer .....	8
	Figur 2: Alternative investeringsaktiver fordelt på selskaber i pct. af balancen .....	9
	Figur 3: Alternative investeringsaktiver fordelt på selskaber i mia. kr. ....	10
	Figur 4: Private equity investeringer per selskab i pct. af balancen.....	11
	Figur 5: Kredit investeringer fordelt per selskab i pct. af balancen .....	12
	Figur 6: Infrastrukturinvesteringer fordelt per selskab i pct. af balancen .....	13
	Figur 7: Jordbrugsinvesteringer fordelt per selskab i pct. af balancen .....	14
	Figur 8: Hedgefond investeringer fordelt per selskab i pct. af balancen.....	15
3	Regnskabsreglerne.....	16
4	Værdiansættelse.....	17
5	Forholdet mellem afkast og risiko, likviditetspræmie og øvrige risici .....	22
6	Kvantificering af risici .....	26
7	Appendiks .....	28
	A1: Eksempler på kategorier indenfor private equity investeringer.....	28
	A2: Eksempler på kategorier indenfor alternative kredit investeringer .....	29
	A3: Eksempler på kategorier indenfor infrastrukturinvesteringer .....	30
	A4: Eksempler på kategorier indenfor jordbrugsinvesteringer .....	31
	A5: Eksempler på kategorier indenfor hedgefond investeringer .....	32
	A6: Eksempler på værdiansættelsesmetoder for alternative investeringer .....	33

## Alternative investeringer i livsforsikringselskaber og tværgående pensionskasser

### 1 Konklusion

Det nuværende lave renteniveau i Danmark og Eurozonen samt udsigten til, at dette kan blive af længerevarende karakter, stiller i stigende grad danske livsforsikringselskaber og tværgående pensionskasser (efterfølgende benævnt selskaber) overfor udfordringer med at sikre et godt afkast til deres kunder.

Finanstilsynet har observeret en tendens til, at flere og flere selskaber omlægger en del af investeringsporteføljen fra "traditionelle" investeringer til "alternative investeringer".

Alternative investeringer er bl.a. kendetegnet ved, at markedet, som disse aktiver handles på, ikke er dybt, likvidt og transparent sammenlignet med markedet for traditionelle investeringer. Et andet karakteristika ved de alternative investeringer er, at de i større grad er af længevarende karakter. Endeligt må det, alt andet lige, forventes, at denne type investeringer er forbundet med risici, der ikke nødvendigvis er at finde i traditionelle investeringsformer.

På denne baggrund bad Finanstilsynet i "Julebrevet" december 2012 om en redegørelse fra selskabernes bestyrelser. Samlet set har 23 selskaber og grupper af selskaber besvaret følgende spørgsmål:

- Hvilke alternative investeringer har selskabet?
- Hvordan og hvor ofte værdiansættes de alternative investeringer - herunder hvordan bestyrelsen forholder sig til en eventuelt lav frekvens for værdiansættelsen
- Hvordan valideres værdiansættelsen - herunder hvilke følsomhedsanalyser der foretages
- Hvordan vurderes afkast/risikoforholdet - herunder hvordan likviditetsrisikopræmien for den mindre grad af dybde, likviditet og transparens måles
- Hvilke andre risici vurderer bestyrelsen, der er forbundet med de alternative investeringer og hvordan disse evt. måles
- Hvilke fremtidsforventninger har bestyrelsen til alternative investeringer
- Hvordan er solvenskravet for de forskellige alternative investeringer kvantificeret - samt baggrunden for den anvendte kvantificering

Helt centralt for alle typer af investeringer, og dermed også alternative investeringer, gælder, at selskaberne skal kunne identificere, forvalte, overvåge, kontrollere og rapportere om de risici, der knytter sig til investeringerne. Disse forhold bør være afklaret inden, der foretages en investering, f.eks. i due diligence processen. Således sikres det, at aktivet købes til en værdi, der som minimum opvejer de risici, som selskabet påtager sig, og at der er klarhed over, hvordan det pågældende aktiv efterfølgende skal håndteres af selskabet. Det er Finanstilsynets opfattelse, at kravene til kompetencerne for at kunne identificere, forvalte, overvåge, kontrollere og rapportere risiciene er højere for alternative investeringer end for traditionelle investeringer

Særligt for de skræddersyede alternative investeringer, hvor der ikke forelægger en klar praksis for udformningen af kontrakten eller det bagvedliggende aktiv er mere unikt, er det

Finanstilsynets indtryk, at det kræver særlige kompetencer for at indgå investeringen. Samtidigt ses denne type af investering primært ved kontrakter af større værdi, hvorfor det ofte kun er de største selskaber eller sammenslutninger af selskaber, der har ressourcer til at foretage investeringen.

Ud fra selskabernes redegørelser er det Finanstilsynets overordnede indtryk, at:

- selskabernes investeringer i alternative aktiver er koncentreret på få selskaber (ultimo 2012).
- selskaberne i højere grad skal vurdere likviditetspræmien, der er tilknyttet alternative aktiver.
- selskaberne generelt bør fokusere mere på de alternative aktivers risici.
- selskaberne i nogle tilfælde kan være mere kritiske i forhold til den løbende værdiansættelse af de alternative investeringer.

### **Alternative investeringer er koncentreret på få selskaber**

Undersøgelsen viser, at 21 ud af 23 selskaber har alternative investeringer for 152 mia. kr. ultimo 2012. Selskabernes investeringer i ejendomme er ikke medtaget i opgørelsen af alternative investeringer som følge af, at disse i redegørelserne fra selskaberne er behandlet forskelligt og ikke alle selskaber anser investeringer i ejendomme som værende alternative.

I gennemsnit har hvert selskab 7 pct. af balancen placeret i alternative aktiver. Det selskab med størst andel af alternative investeringer har placeret næsten 16 pct. af balancen i alternativer. De 5 største investorer har tilsammen en andel på næsten 60 pct. af alle alternative investeringer for selskaberne, mens andelen for de 10 største investorer udgør knap 90 pct.

11 selskaber, store såvel som små, der repræsenterer en andel på 70 pct. af de alternative investeringer, forventer en fremgang i investeringer af alternativ karakter. 9 selskaber angiver, at de ikke forventer at mindske fokus på alternative investeringer, heraf påpeger nogle, at tiden ikke er til en forøgelse af risikoen for denne aktivkategori.

Finanstilsynet forventer, at selskaberne forholder sig til andelen af alternative investeringer, herunder tager stilling til koncentrationsrisiko således, at selskaberne ikke bliver afhængige af et enkelt aktiv eller en kategori af aktiver. Endvidere forventes det, at selskaberne i deres valg og styring af alternative aktiver ser på de underliggende aktiver, når der investeres, således at infrastrukturfonde f.eks. ikke behandles som private equity. Det skal bl.a. sikre, at selskaberne kvantificerer koncentrationsrisikoen bedst muligt.

### **5 ud af 21 selskaber forholder sig eksplicit til likviditetspræmien**

Selskaberne nævner, at den primære grund til at investere i alternative aktiver er, at der kan opnås et højere afkast end ved traditionelle investeringer særligt i form af en likviditetspræmie. Kun 5 ud af 21 selskaber, der repræsenterer 39 pct. af de alternative investeringer, angiver imidlertid, at de forholder sig eksplicit til likviditetspræmien.

Af de resterende 16 selskaber, der ikke eksplicit tager stilling til likviditetspræmien, angiver nogle, at likviditetspræmien ses som en del af den samlede risikopræmie og enkelte, at den ikke kan bestemmes entydigt.

Finanstilsynet forventer, at selskaberne kvantificerer og forholder sig til likviditetspræmien i de alternative investeringer. At selskaberne ser likviditetspræmien som en del af den samlede risikopræmie eller mener, at den ikke kan bestemmes entydigt, fritager ikke selskaberne fra at forholde sig til likviditetspræmien, da selskaberne bør sikre, at der opnås et afkast, der svarer til den risiko, der påtages.

### **Fokus på risici ved alternative investeringer**

Selskaberne skal generelt forholde sig til de risici, der er for alternative investeringer, med henblik på at foretage en vurdering af, om der er et fornuftigt forhold mellem afkast og risiko. Finanstilsynets overordnede indtryk er, at selskaberne i større eller mindre udstrækning forholder sig til det samlede afkast-risiko forhold, men ikke forholder sig eksplicit til de enkelte risici, som f.eks. likviditetspræmien.

Således er der en betydelig variation på tværs af selskaberne i antallet af risici, som nævnes i sammenhæng med alternative investeringer. Likviditetsrisiko, politisk risiko, forvalter risiko og juridisk risiko nævnes af flest selskaber, mens modelrisiko, finansieringsrisiko (gearing), naturkatastroferisiko, teknisk risiko og korrelationsrisiko kun nævnes af få selskaber.

Flere selskaber nævner likviditetsrisiko, men samtidig vurderer nogle selskaber, at de ikke er eksponeret overfor denne, fordi de følger en køb-og-behold strategi og det derfor ikke er relevant at vurdere likviditetsrisikoen selvstændigt. Der er kun fire selskaber, der nævner modelrisiko i forbindelse med værdiansættelse. Tilsvarende er det kun et par selskaber, der nævner korrelationsrisiko, og at mangel på markeddata gør, at det er svært at observere, hvis korrelationerne ændrer sig over tid. Dette skal ses i forhold til, at mange selskaber nævner alternative investeringers bidrag til diversifikation af den samlede portefølje, som en væsentlig grund til at investere i de aktiver, som falder i gruppen af illikvide alternative aktiver.

Ikke alle risici påvirker nødvendigvis værdien af aktivet, f.eks. operationel risiko, men alle væsentlige risici bør indgå i en vurdering af attraktiviteten af aktivet. Finanstilsynet forventer således, at selskaberne kvantificerer afkastet og den risiko, der forventes for en given alternativ investering, så det er muligt at vurdere attraktiviteten af investeringen. Det forventes endvidere, at selskaberne forholder sig til de enkelte risici, f.eks. til de risici, som selskaberne ikke selv har mulighed for at påvirke, og risici, der kan materialisere sig undervejs i ejerskabet af de alternative investeringer. Dette kan være politisk risiko, hvor der ses eksempler på ændringer i subsidier, juridisk risiko, hvor den indgåede kontrakt enten ikke dækker hændelsen, eller hvor der sker en juridisk praksisændring undervejs efter aftalen er indgået, samt risikoen for, at der sker et skift i den teknologiske udvikling.

Selskaberne bør endvidere forholde sig til korrelationsrisiko, når investeringernes bidrag til diversifikation skal vurderes, ligesom selskaberne løbende bør vurdere likviditetsrisikoen,

uanset en køb-og-behold strategi, da f.eks. en ændret kreditvurdering af aktiverne kan få selskaberne til at begrænse kreditrisikoen ved at foretage et salg før udløb.

Med hensyn til kvantificering af alternative investeringers markedsrisiko i forbindelse med opgørelse af det individuelle solvensbehov konstaterer Finanstilsynet endvidere, at selskaberne primært har anvendt gult lys og QIS5 metoden. Det ser således ud til, at selskaberne har anvendt forskellige stressniveauer for tilsyneladende samme typer af aktiver. Den 1. januar 2014 trådte en ny bekendtgørelse om solvens og driftsplaner i kraft, hvor selskaberne som udgangspunkt skal anvende en standardmodel ved opgørelse af det individuelle solvensbehov. Finanstilsynet forventer således, at der kommer en større ensartethed omkring de stress, selskaberne anvender i forhold til alternative investeringer.

### **Finanstilsynet forventer en kritisk stillingtagen til værdiansættelse**

Det følger af regnskabsreglerne, at alternative investeringer som hovedregel skal opgøres til dagsværdi. Dagsværdien for alternative investeringer kan ofte kun sjældent aflæses i markedet og der skal derfor anvendes en egnet værdiansættelsesteknik til værdiansættelsen. Finanstilsynet forventer, at værdiansættelsesteknikken tager udgangspunkt i parametre, der har en indvirkning på værdien af det pågældende aktiv og selskaberne løbende forholder sig kritisk hertil.

Uanset om selskaberne foretager de alternative investeringer direkte eller igennem fonde mv. er det selskabernes ansvar at sikre, at aktiverne løbende er værdiansat til dagsværdi. Det er Finanstilsynets forventning, at selskaberne har sikret sig, at aktiverne kan værdiansættes til dagsværdi, og der er taget stilling til, hvordan værdiansættelsen skal ske, herunder hvilken validering og hvilke følsomhedsanalyser, der bør foretages. Aktiverne bør værdiansættes ud fra en frekvens, der sikrer, at aktivet løbende er fastsat til dagsværdi ud fra de informationer, der er tilgængelige. Det skal sikre, at selskaberne kan måle, styre, validere, kontrollere og rapportere om de risici, som virksomheden er eller kan blive udsat for i forbindelse med investeringer i alternative aktiver.

I forhold hertil giver redegørelserne et indtryk af, at selskabernes værdiansættelse som udgangspunkt synes at blive foretaget på fornuftig vis, idet selskaberne dog på nogle delområder kan være mere kritiske i forhold til værdiansættelsen. Finanstilsynet hæfter sig bl.a. ved, udover den manglende fokus på likviditetspræmien, at kun halvdelen af selskaberne, der repræsenterer 66 pct. af de alternative investeringer, angiver, at de foretager følsomhedsanalyser. Finanstilsynet vurderer, at følsomhedsanalyser giver selskaberne nødvendig information for at kunne forholde sig til usikkerheden omkring værdiansættelsen.

### **Eksempler på gode tilgange til alternative investeringer**

Selskaberne har i deres redegørelser i større eller mindre udstrækning beskrevet deres konkrete tilgang til alternative aktiver. På grund af den store forskel på de aktiver, som kategoriseres som alternative, er det vanskeligt at sammenfatte de anvendte tilgange til en samlet bedste praksis. Finanstilsynet har imidlertid ved gennemgangen af redegørelserne konstateret en række eksempler på gode tilgange på forskellige delområder:

- Afkastkravet kvantificeres ud fra den langsigtede risikofrie rente tillagt en relevant risikopræmie og likviditetspræmie, der fastsættes ud fra udvalgte eksisterende aktiver.

- Likviditetspræmien kvantificeres f.eks. ved at sammenholde illikvide børsnoterede obligationer med likvide børsnoterede obligationer.
- Validering af værdiansættelsen sker igennem en til formålet nedsat uafhængig funktion.
- Der foretages løbende følsomhedsanalyser af de væsentligste forudsætninger for værdiansættelsen.
- Due diligence-processen er karakteriseret ved at være meget omhyggelig, hvor væsentlige parametre, f.eks. i en værdiansættelsesmodel, og risici, f.eks. juridiske, analyseres dybdegående. Afhængig af kompleksiteten anvendes eventuelt eksterne rådgivere.

### **Finanstilsynet øger fremadrettet fokus overfor selskabernes alternative investeringer**

Finanstilsynet har vurderet redegørelserne velvidende, at disse ikke er udtømmende, og der kan derfor være områder, som er mindre afdækket i redegørelserne, og således ikke giver et præcist og fyldestgørende billede af selskabernes håndtering af alternative aktiver.

Fremadrettet vil Finanstilsynet øge fokus overfor selskaberne i forhold til alternative investeringer. Finanstilsynet vil bl.a. vurdere om selskaberne har tilstrækkelig fokus på afkastrisiko forhold, herunder om selskaberne forholder sig eksplicit til likviditetspræmien, og hvorvidt selskaberne forholder sig tilstrækkelig kritisk til værdiansættelsen af de alternative investeringer.

#### **1.1 Om undersøgelsen**

Rapporten er baseret på selskabernes egne data og disse er ikke kontrolleret af Finanstilsynet. Der er tale om data, som ikke indberettes periodisk til Finanstilsynet.

Når selskaberne har indberettet, hvor mange pct. alternative investeringer udgør af investeringsaktiverne, så er denne pct. andel justeret i forhold til hele balancen.

I behandlingen af nogle af selskabernes besvarelser har det været nødvendigt at foretage simplificerende antagelser, f.eks. i forbindelse med disse selskabers angivelse af, hvorledes risiciene kvantificeres.

Undersøgelsens konklusioner bygger på data for de investeringer, som selskaberne har foretaget ultimo 2012 og medtager ikke eventuelle tilsagn, som ikke er udnyttet på undersøgelsens tidspunkt.

#### **1.2 Afgrænsning**

Julebrevet 2012 blev sendt ud til 19 markedsorienterede og 28 ikke-markedsorienterede selskaber. Besvarelserne er for nogle selskaber grupperet således, at selskaberne, der er en del af denne rapport, består af 8 markedsorienterede selskaber/grupper af selskaber og 15 ikke markedsorienterede selskaber/grupper af selskaber. Der var sidste frist for besvarelse af undersøgelsen ultimo juni 2013 og alle kvantitative data er per ultimo 2012.

Det er selskabernes vurdering af, hvilke aktiver der tilhører gruppen af alternative investeringer, der er lagt til grund for besvarelsene, hvilket har givet anledning til visse forskelle i datagrundlaget.

Specielt ejendomme er behandlet forskelligt. Nogle selskaber ser helt bort fra ejendomme, andre medregner ejendomme, der ikke er af traditionel karakter og igen andre medregner alle ejendomme til gruppen af alternative investeringer. Denne inkonsistens har gjort at ejendomme ikke medregnes til gruppen af alternative investeringer i undersøgelsens konklusioner.

Når der ses bort fra ejendomme, kan selskabernes alternative investeringer inddeles i 5 hovedkategorier: Private equity, alternativ kredit, infrastruktur, jordbrug og hedgefonde. Disse hovedkategorier kan yderligere opdeles i underkategorier.

Det har imidlertid udelukkende været muligt at konkludere på alternative investeringer på hovedkategori niveau, da de færreste selskaber har valgt at opdele de indberettede data og metoder for behandling af alternative investeringer yderligere.

Nedenfor er en kort karakteristik af de individuelle kategorier af alternative investeringer, idet der henvises til appendix A1-A5 for yderligere beskrivelse af disse.

#### *Private equity*

Private equity er kendetegnet ved at være unoterede værdipapirer/ejerandele. Investeringskategorien spænder fra investeringer direkte i virksomheder til investeringer, der er foretaget indirekte igennem specialiserede fonde eller fond-of-funds. Der investeres på forskellige trin i en virksomheds udvikling fra tidligt stadie til modne virksomheder. Der kan anvendes gearing i denne type investeringer.

#### *Alternativ kredit*

Alternative kreditinvesteringer dækker over en bred kategori af investeringer, der primært differentierer sig fra hinanden alt efter hvor i ejerstrukturen, der investeres. Således dækker kategorien bl.a. direkte banklån til erhverv, private pantebreve og mere specialiserede kredit investeringer CLO's/CDO's foretaget igennem fonde og fond-of-funds.

#### *Infrastruktur*

Infrastruktur investeringer kan inddeles i hård infrastruktur og blød infrastruktur. Hård infrastruktur er kendetegnet ved de store fysiske netværk, der er nødvendige for at holde gang i et samfund, f.eks. motorveje, havneterminaler, kloakker, telefonnetværk mm.

Blød infrastruktur omfatter institutioner, der er nødvendige for at opretholde et samfunds økonomiske, sundhedsmæssige, kulturelle og sociale standard f.eks. skoler, teatre, sygehuse o.lign.

Infrastruktur er den eneste kategori af alternative investeringer, der foretages som OPP (offentlig privat partnerskab).

I et OPP specificerer den offentlige myndighed mængde og kvalitet af den service, der kræves af den private partner. Den private partners opgaver kan indeholde design, kon-



struktion, finansiering, drift og styring af et anlægsaktiv samt leverancen af en service til den offentlige bestiller eller befolkningen, der bruger aktivet. Et centralt element er sammenkædningen af aktivets anlægs- og driftsfase.

Den private partner modtager en række betalinger fra den offentlige myndighed, brugerbetaling eller en kombination. Ofte leveres aktivet tilbage til den offentlige part ved kontraktudløb.

### *Jordbrug*

Jordbrugsinvesteringer forsøger at optimere afkastet fra et jordareal igennem landbrug eller skovbrug. Ved skovbrug er der lidt mere fleksibilitet mht. "høst"-tidspunktet sammenlignet med landbrug. Således kan mængden af skov, der høstes/fældes, justeres i forhold til markedsbevægelserne. Landbrug har til gengæld den fleksibilitet, der ligger i, at afgrøderne til en vis grad kan skiftes fra år til år i forhold til prisforventninger på afgrøderne. Investeringerne foretages typisk igennem specialiserede fonde. Cashflow'et følger typisk en j-kurve, hvor tidspunktet, fra den initiale investering er foretaget til der kommer udbytte, kan være af kortere eller længere varighed. Her er skovinvesteringer typisk længere tid om at give et afkast end landbrugsinvesteringer i afgrøder.

### *Hedgefonde*

Hedgefond investeringer foretages typisk igennem specialiserede fonde, og dækker over et utal af investeringsstrategier fordelt på forskellige aktivtyper. Det er således svært at give en enkel karakteristik af denne investeringsform. Der er dog visse gennemgående træk ved måden at investere på. I modsætning til investeringsforeninger anvender hedgefonde ofte gearing og kan indgå korte positioner på lige fod med lange positioner.

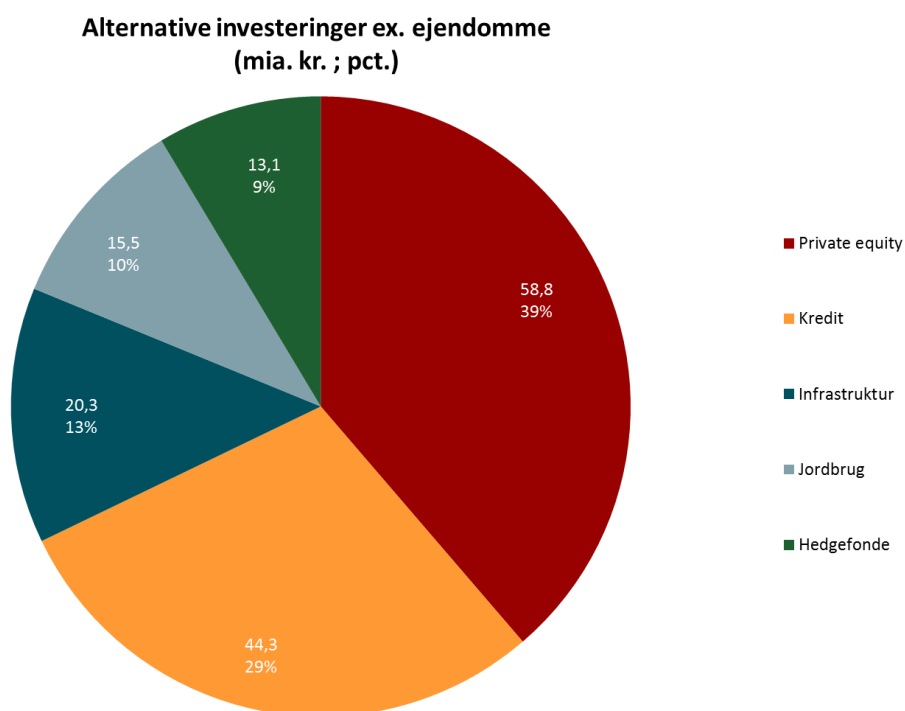
## 2 Nuværende alternative investeringer og fremtidsudsigter

Overordnet set består selskabernes investeringer i alternative aktiver primært af investeringer indenfor private equity og kredit, jf. figur 1.

Af de samlede alternative investeringer på 152 mia. kr. ultimo 2012, svarende til gennemsnitlig 7 pct. af selskabernes balance, er 68 pct. placeret i private equity og kredit. Private equity er den mest anvendte form for alternativ investering med langt over en tredjedel af alle alternative investeringer, svarende til 58,8 mia. kr., efterfulgt af alternative kreditinvesteringer, der omfatter lige under en tredjedel af de alternative investeringer, svarende til 44,3 mia. kr. Jordbrug og infrastruktur står for sammenlagt ca. en fjerdedel, svarende til 35,8 mia. kr. for de to kategorier til sammen. Hedgefonde er den mindst anvendte alternative investeringsform blandt selskaberne og udgør lige under en tiendedel, svarende til 13,1 mia. kr.

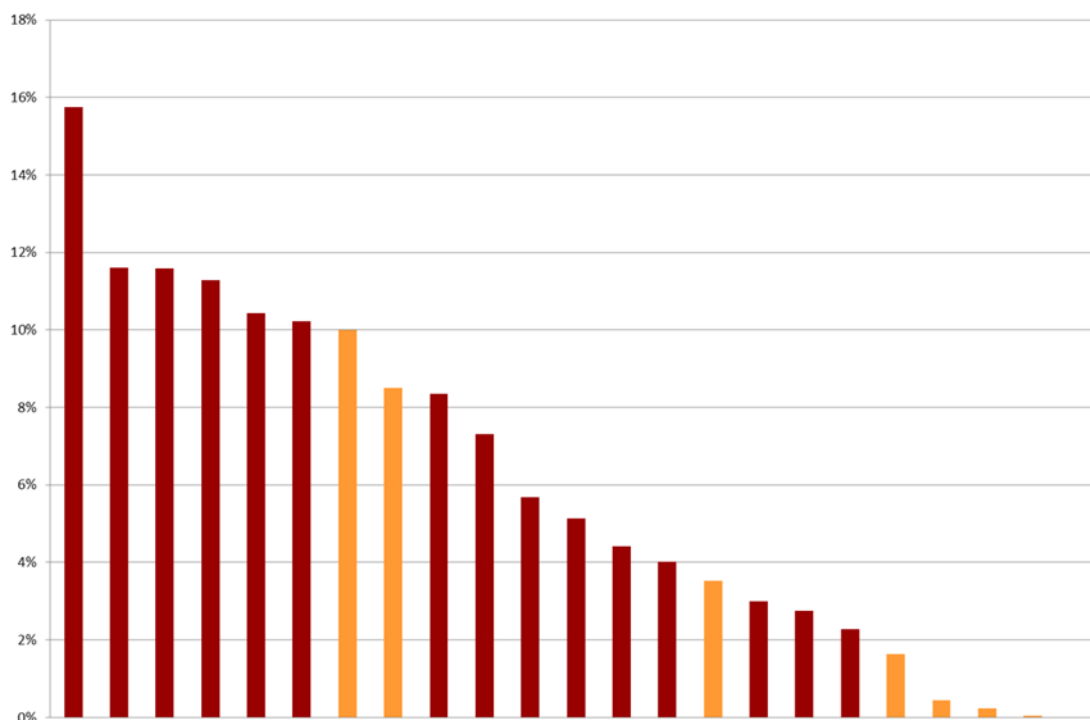
Finanstilsynet har i kategoriseringen ikke taget højde for, om selskaberne ved besvarelsene har taget udgangspunkt i de underliggende aktiver således, at f.eks. infrastruktur fonde ikke er kategoriseret som private equity o.lign.

**Figur 1: Alternative investeringsaktiver fordelt på typer**



Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet i forbindelse med den temabaserede undersøgelse.

**Figur 2: Alternative investeringsaktiver fordelt på selskaber i pct. af balancen**



Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet i forbindelse med den temabaserede undersøgelse.

Anm: Mindre selskaber med en balance under 30 mia. kr. er markeret med gult

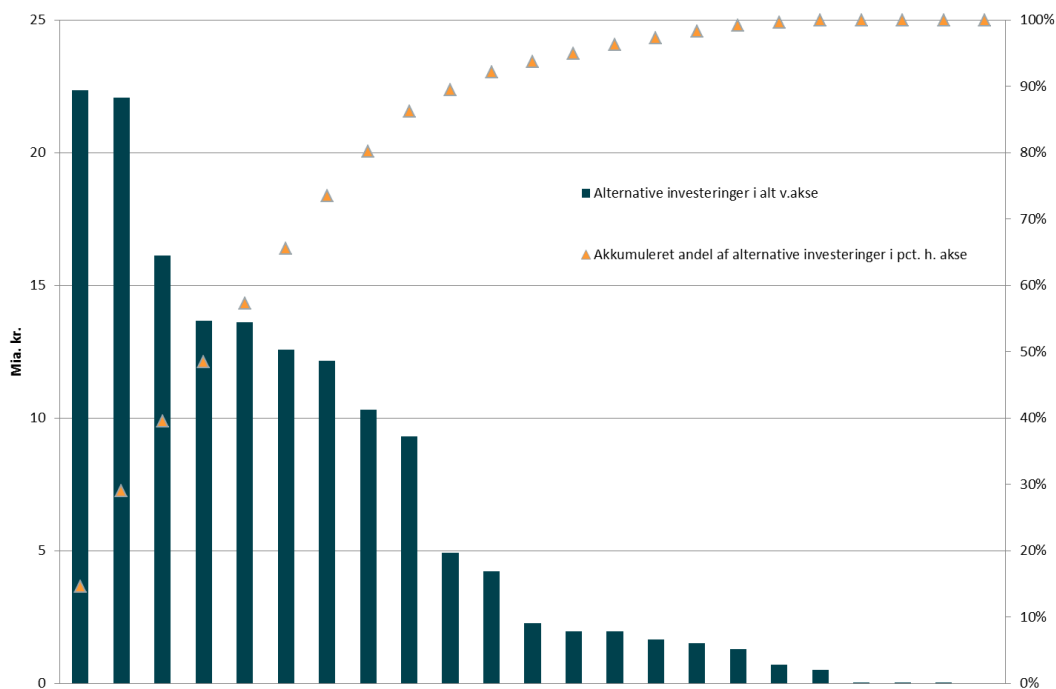
Set i forhold til selskabernes balance er der stor variation mellem det selskab, der har den største andel af alternative investeringer i procent af balancen og de selskaber, der har begrænsede eller ingen alternative investeringer, jf. figur 2. 2 ud af 23 selskaber har ikke alternative investeringer, mens et selskab har placeret knap 16 pct. af balancen i alternative investeringer.

Med baggrund i undersøgelsens data kan det konkluderes, at mindre selskaber i øjeblikket ikke giver sig i kast med alternative investeringer i så stort et omfang som store selskaber, selvom der er enkelte undtagelser. Dette kunne skyldes de øgede kompetencer, det kræver, og de omkostninger, der er ved at forfølge en sådan investeringsstrategi.

Særligt for de skræddersyede alternative investeringer, hvor der ikke forelægger en klar praksis for udformningen af kontrakten eller det bagvedliggende aktiv er mere unikt, er det Finanstilsynets indtryk, at det kræver særlige kompetencer for at indgå investeringen. Samtidigt ses denne type af investering primært ved kontrakter af større værdi, hvorfor det ofte kun er de største selskaber eller sammenslutninger af selskaber, der har ressourcer til at foretage investeringen.

Finanstilsynet forventer generelt, at bestyrelsen i de enkelte selskaber har forholdt sig til andelen af alternative investeringer, samt taget stilling til den ønskede koncentrationsrisiko.

**Figur 3: Alternative investeringsaktiver fordelt på selskaber i mia. kr.**

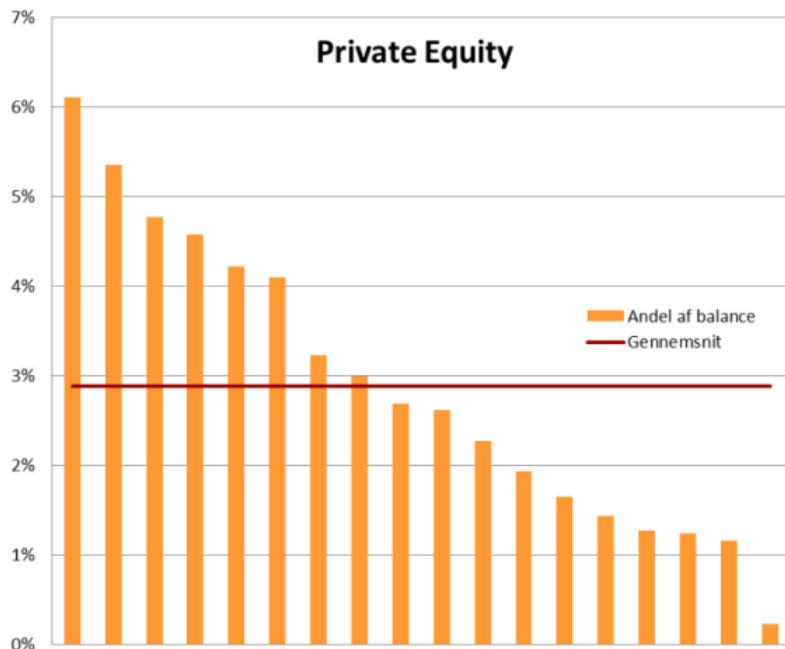


Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet i forbindelse med den temabaserede undersøgelse.

Ser man på de alternative investeringer i absolutte termer, så viser besvarelserne, at der er en koncentration af de alternative investeringer på godt en håndfuld selskaber, jf. figur 3.

Således besidder de 5 største investorer i alternative investeringer knap 60 pct. af alle alternative investeringer. Lægges de 10 største alternative investorer sammen udgør andelen lige under 90 pct.

Figur 4: Private equity investeringer per selskab i pct. af balancen



Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet i forbindelse med den temabaserede undersøgelse.

Selskaberne har opgivet at i alt 58,8 mia. kr. er investeret i private equity, svarende til 39 pct. af de samlede alternative investeringer for selskaberne. Private equity er den alternative investeringsform, som flest selskaber har investeret i. Således har 18 ud af 23 selskaber investeret i private equity, jf. figur 4, og gennemsnittet for de 18 selskabers private equity andele er på 2,9 pct. af balancen.

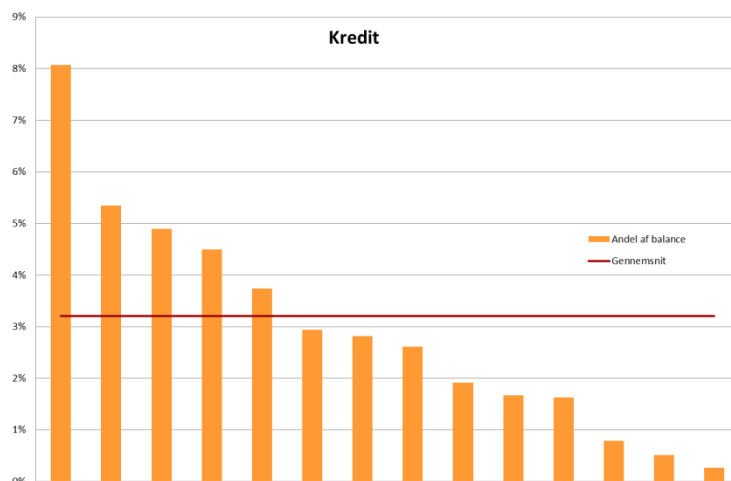
Det selskab, der har investeret mest i private equity, har investeret 6,1 pct. af balancen ultimo 2012. Beløbsstørrelserne i selskabernes private equity investeringer er i gennemsnit 3,25 mia. kr.

De 5 største private equity investorers andel udgør næsten 60 pct. af alle private equity investeringer.

Langt de fleste private equity investeringer foretages igennem fonde eller fund-of-funds.

I appendix A1 fremgår eksempler på private equity investeringer.

**Figur 5: Kredit investeringer fordelt per selskab i pct. af balancen**



Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet i forbindelse med den temabaserede undersøgelse.

Selskaberne har opgivet, at i alt 44,3 mia. kr. er investeret i alternativ kredit, svarende til 29 pct. af de samlede alternative investeringer for selskaberne. Alternativ kredit er den alternative investeringsform, som er anden hyppigst. Således har 14 ud af 23 selskaber investeret i alternativ kredit, jf. figur 5, og gennemsnittet for de 14 selskabers alternativ kredit andele er på 3,2 pct. af balancen.

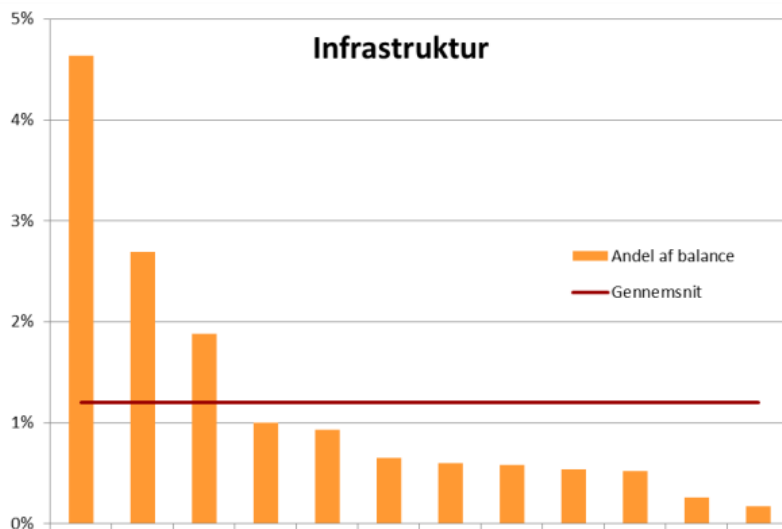
Det selskab, der har den største andel af balancen placeret i kredit investeringer, har investeret 8,1 pct. i denne kategori. Beløbsstørrelserne i selskabernes alternative kreditinvesteringer er i gennemsnit 3,4 mia. kr.

De 5 største alternative kredit investorers andel udgør 77 pct. af alle investeringer i alternativ kredit.

Der er blandt selskaberne investeret direkte i banklån til erhverv, privat arrangerede lån samt private pantebreve og indirekte igennem fonde, der har specialiseret sig indenfor forskellige områder af kreditgivning. Den største del af investeringerne i kredit foretages igennem fonde.

I appendix A2 fremgår eksempler på alternative kredit investeringer.

**Figur 6: Infrastrukturinvesteringer fordelt per selskab i pct. af balancen**



Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet i forbindelse med den temabaserede undersøgelse.

Selskaberne har opgivet, at i alt 20,3 mia. kr. er investeret i infrastruktur, svarende til 13 pct. af de samlede alternative investeringer for selskaberne. Således har 12 ud af 23 selskaber investeret i infrastruktur, jf. figur 6, og gennemsnittet for de 12 selskabers infrastruktur andele er på 1,2 pct. af balancen.

Det selskab, der har den største andel af balancen placeret i infrastrukturinvesteringer, har investeret 4,6 pct. i denne kategori. Beløbsstørrelserne i selskabernes infrastrukturinvesteringer er i gennemsnit 1,7 mia. kr.

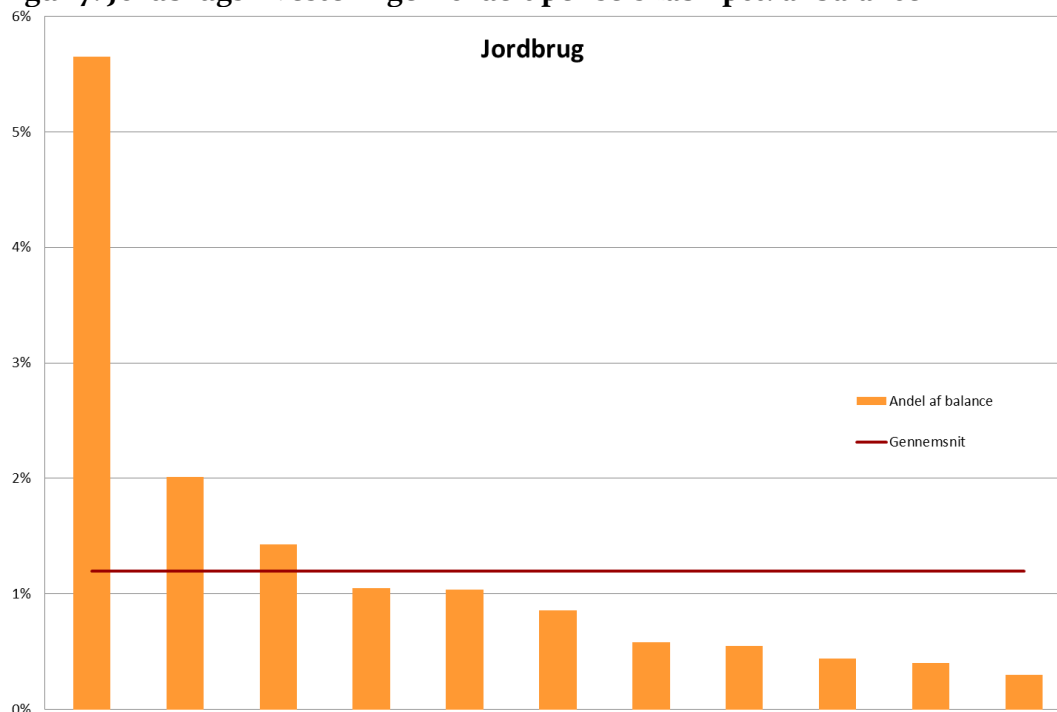
De 5 største infrastrukturinvestorerers andel udgør 86 pct. af alle investeringer i infrastruktur.

Der investeres i direkte ejede infrastrukturinvesteringer, f.eks. vindmølleparker, eller igennem datterselskaber såvel som indirekte igennem fonde eller fund-of-funds. Der er primært investeret i hård infrastruktur blandt selskaberne. Infrastruktur investeringer igennem OPP foregår primært i udlandet.

I appendix A3 fremgår eksempler på infrastrukturinvesteringer.

## Jordbrug

**Figur 7: Jordbrugsinvesteringer fordelt per selskab i pct. af balancen**



Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet i forbindelse med den temabaserede undersøgelse.

Selskaberne har opgivet, at i alt 15,5 mia. kr. er investeret i jordbrug, svarende til 10 pct. af de samlede alternative investeringer for selskaberne. Således har 11 ud af 23 selskaber investeret i jordbrug, jf. figur 7, og gennemsnittet for de 11 selskabers jordbrugsandele er på 1,2 pct. af balancen.

Det selskab, der har den største andel af balancen placeret i jordbrugsinvesteringer, har investeret 5,7 pct. i denne kategori. Beløbsstørrelserne i selskabernes jordbrugsinvesteringer er i gennemsnit 1,6 mia. kr.

De 5 største jordbrugsinvestorerers andel udgør 88 pct. af alle investeringer i jordbrug.

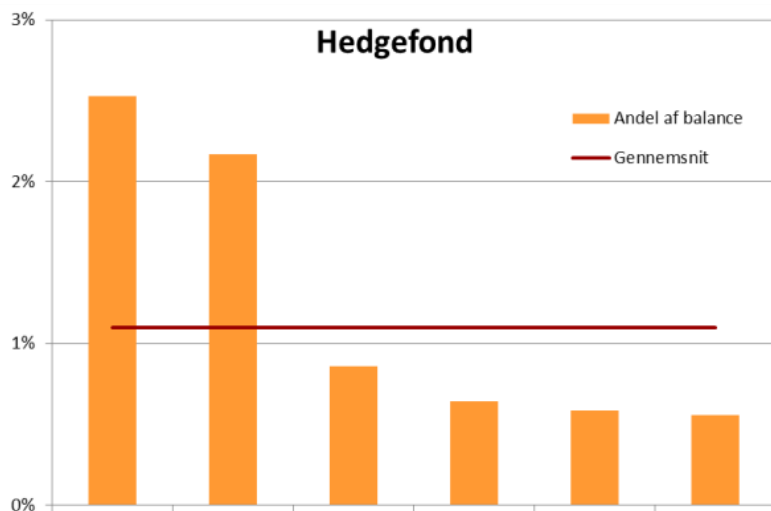
Der investeres i jordbrug direkte i form af en investering fra selskabet eller igennem datterselskaber såvel som indirekte igennem fonde eller fund-of-funds f.eks. igennem fonde, der investerer i landbrug i Afrika. Langt størstedelen er investeret i skovbrug og primært investeret igennem fonde. Der er enkelte selskaber, der har direkte ejerskab af skovbrug, men her er der tale om investeringer med en begrænset markedsværdi.

I appendix A4 fremgår eksempler på jordbrugsinvesteringer.



## Hedgefonde

**Figur 8: Hedgefond investeringer fordelt per selskab i pct. af balancen**



Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet i forbindelse med den temabaserede undersøgelse.

Selskaberne har opgivet, at i alt 13,1 mia. kr. er investeret i hedgefonde, svarende til 9 pct. af de samlede alternative investeringer for selskaberne, og investeringer i hedgefonde er dermed den mindsthyppige investeringsform. Således har 6 ud af 23 selskaber investeret i hedgefonde, jf. figur 8, og gennemsnittet for de 6 selskabers hedgefondandele er på 1,1 pct. af balancen.

Det selskab, der har den største andel af balancen placeret i investeringer i hedgefonde, har investeret 2,5 pct. i denne kategori. Beløbsstørrelserne i selskabernes investeringer i hedgefonde er i gennemsnit 2,2 mia. kr.

De 5 største hedgefond investorers andel udgør 94 pct. af alle investeringer i hedgefonde.

Der investeres primært i hedgefonde igennem fonde eller fund-of-funds.

I appendix A5 fremgår eksempler på hedgefond investeringer.

### *Forventninger til fremtiden*

11 selskaber, store såvel som mindre, der samlet repræsenterer 70 pct. af de alternative investeringer, forventer en fremgang i investeringer af alternativ karakter.

9 selskaber forventer ikke en nedgang i investeringslysten for alternative aktiver, men nogle af disse påpeger, at tiden ikke er til en forøgelse af risikoen for denne aktivkategori.

2 selskaber har ikke alternative investeringer og et enkelt selskab har ikke besvaret spørgsmålet.

I selskabernes besvarelse angående fremtiden nævner en del, at den nuværende markedssituation med lave renter og forventninger til fremtiden gør, at alternative investeringer i den nærmeste fremtid vil udgøre en vigtig bestanddel i en langsigtet og veldiversificeret portefølje. De faktiske investeringer vil bl.a. afhænge af de muligheder, som markedet tilbyder i form af præmie for at påtage sig de risici, der knytter sig til aktiverne, eventuelle støtteordninger, konkurrerende langsigtet finansiering, omkostninger og ekspertise forbundet med alternative investeringer, samt muligheden for at indgå i partnerskaber med andre investorer.

### 3 Regnskabsreglerne

Selskaberne er bl.a. blevet bedt om at redegøre for, hvordan de alternative aktiver værdiansættes, samt hvordan selskaberne forholder sig til risici og likviditetspræmie.

I henhold til regnskabsreglerne (bekendtgørelse om finansielle rapporter for forsikringsselskaber og tværgående pensionskasser) skal de aktiver, der falder ind under begrebet "alternative investeringer" som altovervejende hovedregel løbende værdiansættes til dagsværdi. Dagsværdien svarer til den pris, der ville blive modtaget ved salg af aktivet ved en normal transaktion på vurderingstidspunktet. Udtrykket "normal transaktion" indebærer, at der ikke er tale om et tvangssalg, og at parterne er uafhængige og fuldt vidende om aktivets karakteristika. Dagsværdi er det mange selskaber også betegner som markedsværdi.

En undtagelse fra værdiansættelse til dagsværdi gælder for udlån og tilgodehavender, dvs. noterede finansielle instrumenter med et fast eller bestemt cash flow i form af afdrag og renter, hvor aktivet ikke indgår i selskabets risikostyringssystem eller investeringsstrategi baseret på dagsværdier, eller hvor fravigelsen af dagsværdiansættelse ikke fører til inkonsistens i forhold til værdiansættelsen i øvrigt i regnskabet. I givet fald måles aktivet til amortiseret kostpris med fornødne nedskrivninger, når der er indikationer på værdiforringelse. Forudsætningerne for undtagelsen vil normalt sjældent være til stede.

En anden undtagelse til værdiansættelse til dagsværdi er unoterede kapitalandele, hvis dagsværdien ikke kan måles pålideligt. Det antages generelt, at denne undtagelse kun kan finde anvendelse i sjældne tilfælde. Det er således ikke tilstrækkeligt, at det er vanskeligt at foretage en værdiansættelse, eller at der er stor usikkerhed om værdien. Når undtagelsen finder anvendelse, måles kapitalandelene til anskaffelsespris med fornødne nedskrivninger, når der er indikationer på værdiforringelse.

Alternative investeringer omfatter typisk aktiver, hvor dagsværdien ikke umiddelbart løbende kan aflæses, som tilfældet eksempelvis er for børsnoterede værdipapirer, der handles hyppigt. Dagsværdien på aktiver, hvor værdien ikke er umiddelbart observerbar, bestemmes ved anvendelse af en egnet værdiansættelsesteknik. Værdiansættelsesteknikken skal inddrage alle tilgængelige faktorer, herunder observerbare, aktuelle markedsdato, som må antages at influere på dagsværdien, og som markedsdeltagere må antages at ville tage i betragtning ved en værdiansættelse af aktivet. Derigennem skal det sikres, at aktivet løbende vurderes og indregnes til det beløb, som ville fremkomme på målingstidspunktet i en normal transaktion mellem uafhængige parter. Eventuelt vil det være relevant at tage flere værdiansættelsesteknikker i anvendelse og foretage en efterfølgende vurdering med hen-

blik på at fastlægge den værdi, der skønnes mest repræsentativ inden for det fremkomne værdiinterval.

Kravene til en egnet værdiansættelsesteknik indebærer, at alle risici, der er forbundet med investeringen, eksempelvis likviditetspræmien, skal inddrages og kvantificeres med udgangspunkt i, hvorledes markedsdeltagere ville prissætte risikoen i relation til en øjeblikkelig handel.

Uanset hvem der foretager værdiansættelsen af aktiverne, er det selskabernes ansvar at sikre, at aktiverne er værdiansat til dagsværdi.

#### 4 Værdiansættelse

Selskabernes anvendte værdiansættelsesmetode afhænger af aktivtype og tilgængeligheden af relevante markedsdata. Således prifastsættes en kreditinvestering f.eks. ikke på samme måde som en investering i infrastruktur. Værdiansættelsesmetoderne anvendes enten enkeltvist eller i kombination. Eksempler på selskabernes værdiansættelsesmetoder er skitseret på overordnet niveau i appendix A6.

I de fleste selskaber sker der en værdiansættelse i forbindelse med kvartalsrapporteringer. Hertil kommer eventuelle månedlige justeringer, f.eks. som følge af løbende ind- og udbetalinger i en fond. For børsnoterede investeringer ses der eksempler på, at der ikke dagligt kan observeres en kurs. For enkelte investeringer, f.eks. i infrastruktur og jordbrug, ses der eksempler på, at der udelukkende sker en årlig værdiansættelse. Det kan f.eks. være opdatering af en Discounted Cash Flow-model (DCF-model) med forventninger til næste års afkast og relevante nøgletal. Værdiansættelsen justeres generelt, hvis væsentlige begivenheder giver anledning hertil. Generelt ser det ud til, at bestyrelserne vurderer, at frekvensen af værdiansættelserne er tilstrækkelig.

Den værdiansættelse, som selskaberne synes at lægge mest vægt på, er den, der sker på baggrund af reviderede rapporter, herunder reviderede værdiansættelser og reviderede værdiansættelsesmetoder. Selskaberne nævner, at de med den uafhængige eksterne revidering får en uvildig vurdering og kan forholde sig til værdiansættelsen på baggrund heraf.

Stort set alle selskaber får information fra eksterne forvaltere i større eller mindre udstrækning til værdiansættelse af alternative investeringer. Langt hovedparten af selskaberne angiver, at værdiansættelsen hos den eksterne forvalter sker i overensstemmelse med internationale standarder angivet ved f.eks. IPEV<sup>1</sup> og EVCA<sup>2</sup>. Her tilsiger retningslinjerne, at prisen skal afspejle en handelspris mellem to villige markedsdeltagere. Værdiansættelsen kan f.eks. bygge på regnskaber (reviderede og ureviderede), markedsdata, DCF-analyser, børsnoterede peer-groups, analyser af tidligere transaktioner for sammenlignelige selskaber mv., samt kombinationer heraf.

---

<sup>1</sup> "International Private Equity And Venture Capital Valuation Guidelines"

<sup>2</sup> "European Private Equity and Venture Capital Association"

Selskaberne validerer værdiansættelserne på flere måder bl.a. som følge af de forskellige værdiansættelsesmetoder. F.eks. forholder selskaberne sig til reviderede årsregnskaber, relevante benchmarks og peer-groups eller de anvender eksterne valuarer, herunder eksterne forvaltere, til at validere værdiansættelsen. Nogle selskaber har interne værdiansættelseskomitéer til at validere værdiansættelserne og/eller sidder med i bestyrelsen i fonde. Nogle selskaber nævner endvidere, at de særligt forholder sig til værdiansættelsen i due diligence processen, hvor der inddrages eksterne rådgivere og foretages følsomhedsanalyser til at værdiansætte aktivet. I due diligence fastlægges også den fremadrettede værdiansættelsesmetode og validering, f.eks. anvendelse af en DCF-model. Det angives, at due diligence processen er særlig vigtigt i forhold til at sikre, at aktiverne anskaffes til en fair pris.

Kun omkring halvdelen af alle selskaber, der repræsenterer 66 pct. af de alternative investeringer, angiver, at de vurderer følsomheden overfor ændringer i antagelserne bag værdiansættelsen af de alternative investeringer. Af redegørelserne ser det ud til, at følsomhedsanalyserne særligt foretages i forbindelse med køb og salg af aktiverne og i mindre grad i den løbende værdiansættelse.

Finanstilsynet forventer generelt, at selskaberne inden anskaffelse af alternative investeringer har sikret, at aktiverne kan værdiansættes til dagsværdi og der er taget stilling til, hvordan værdiansættelsen skal ske fremadrettet, herunder hvilken validering og hvilke følsomhedsanalyser, der bør foretages. Validering bør ske ud fra en eller flere værdiansættelsesteknikker. Følsomhedsanalyser bør foretages løbende for at vurdere følsomheden overfor ændringer i de væsentligste parametre, herunder risici, der er lagt til grund for værdiansættelsen.

Værdiansættelsen bør ske ud fra en frekvens, der sikrer, at aktivet løbende er fastsat til dagsværdi ud fra de informationer, der er tilgængelige. Dette skal sikre, at selskaberne kan identificere, forvalte, overvåge, kontrollere og rapportere om de risici, som virksomheden er eller kan blive udsat for i forbindelse med investeringer i alternative aktiver.

I forhold til selskabernes beskrivelser giver redegørelserne et indtryk af, at selskabernes værdiansættelse som udgangspunkt synes at blive foretaget på fornuftig vis, idet selskaberne dog på nogle delområder kan være mere kritiske i forhold til værdiansættelsen. Finanstilsynet hæfter sig bl.a. ved, at kun halvdelen af selskaberne angiver, at de foretager følsomhedsanalyser. Finanstilsynet vurderer, at følsomhedsanalyser giver selskaberne nødvendig information for at kunne forholde sig til usikkerheden omkring værdiansættelsen.

Værdiansættelse af alternative aktiver har generelt en større usikkerhed, som selskaberne skal være opmærksomme på, f.eks. kan der være usikkerheder, som der eventuelt skal tages højde for ved anvendelse af alternative aktiver i de registrerede aktiver.

#### *Private equity*

Til værdiansættelse af investeringer i private equity tyder redegørelserne på, at selskaberne som oftest anvender regnskaber, sammenlignelige børsnoterede virksomheder (peer-

groups) og virksomhedernes fremtidige forventede cashflow. Nøgletallet EBITDA<sup>3</sup> nævnes også.

Via regnskaber fra virksomhederne, der investeres i, fastsættes en indre værdi, der anvendes til værdiansættelsen. Ved anvendelse af peer-groups ses f.eks. på sammenlignelige børsnoterede virksomheder og relevante nøgletal for disse. Dette kunne være en multiplierer<sup>4</sup>, som de handles til. Ved anvendelse af virksomhedens fremtidige forventede cash flow findes en værdi ved tilbagediskontering. Metoderne anvendes selvstændigt, men kombineres også ofte, hvor f.eks. det forventede cashflow anvendes sammen med en multiplier.

Værdiansættelsen sker kvartalsvist og i nogle tilfælde månedsvist, heraf sker værdiansættelsen som regel en gang årligt på baggrund af reviderede regnskaber og rapporter. Nogle selskaber angiver, at ved ny markedsinformation eller information fra den eksterne kapitalforvalter vurderes det, om der skal ske regulering af værdiansættelsen.

For fonde sker værdiansættelsen ud fra internationalt anerkendte metoder, bl.a. EVCAs. Generelt for investeringer i fonde foretages løbende justering af værdiansættelsen i forhold til ind- og udbetalinger samt omkostninger, og der er eksempler på, at der foretages en daglig justering. Det angives af selskaber, at dette bl.a. anvendes til at opveje tidsforskydningen mellem tidspunktet for regnskabsaflæggelsen og den faktiske modtagelse af værdiansættelsen fra fonden.

Selskaberne angiver, at valideringen af værdiansættelsen f.eks. sker ved at vurdere de modtagne regnskaber og rapporter, sammenligne afkast med udvalgte benchmarks og børsnoterede virksomheder, udarbejde forskellige backtests etc. Der anføres eksempler på, at backtests kan foretages i forhold til en opnået markedspris ved salg. Internt ses der eksempler på, at der er nedsat forskellige former for udvalg/komiteer til validering af værdiansættelserne, ligesom selskaber også nævner deltagelse i eksterne forvalteres bestyrelser eller investeringskomiteer.

Selskaber angiver, at det ofte vil være i de tilfælde, hvor valideringen viser, at investeringen er værdiansat højere end hvad sammenlignelige virksomheder og markedsdata tilsiger, at der foretages en justering af værdiansættelsen. Er investeringen foretaget via en ekstern forvalter vil denne som udgangspunkt blive inddraget inden en eventuel justering.

Lidt under halvdelen af alle selskaber angiver, at de vurderer følsomheden på værdiansættelsen. Selskaberne nævner, at dette gøres ved at variere antagelserne bag værdiansættelsen, f.eks. ændring i forventet afkast baseret på, hvad der observeres for det noterede aktiemarked. Følsomhedsanalyserne varierer efter typen af private equity. Nogle selskaber angiver, at forvalteren selv producerer følsomhedsanalyser, der viser, hvordan ændringer i forudsætningerne ændrer værdiansættelsen.

Hyppigheden af de foretagne følsomhedsanalyser er oftest årlig, men der er også eksempler på selskaber, der modtager følsomhedsanalyser ved nye investeringer i fonde.

---

<sup>3</sup> "Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation"

<sup>4</sup> Angiver, hvad det koster at få andel i en kroners overskud i virksomheden.

### *Kredit*

Kreditinvesteringer er den aktivtype indenfor alternative investeringer, hvor selskaberne angiver flest forskellige værdiansættelsesmetoder. Det skal formentligt ses ud fra, at kreditinvesteringer dækker over en bred kategori af investeringer fra banklån og privat arrangerede lån til børsnoterede erhvervsobligationer. Således anvender selskaberne f.eks. som udgangspunkt seneste børsnoterede kurs for noterede kreditinvesteringer, mens banklån værdiansættes til anskaffelsesprisen eventuelt justeret for markedsudviklingen eller i få tilfælde til amortiseret kostpris. Ved værdiansættelse af banklån testes for, om der er indtruffet en OIV<sup>5</sup> begivenhed, der bevirker, at det pågældende lån skal nedskrives. Ligeledes kan der for banklån ske en daglig korrektion for vedhængende renter.

Herudover kan værdiansættelsen ske ud fra værdiansættelsesmodeller, regnskaber, markedsdata, anvendelse af sammenlignelige peer-groups i markedet eller via en ekstern vuar.

Anvendelse af amortiseret kostpris kan i henhold til regnskabsreglerne kun ske undtagelsesvist, jf. afsnit 3. Ved anvendelse af amortiseret kostpris reduceres lånet i takt med modtagelsen af afdrag, samt nedskrives, hvis der er forværringer i risikoen for kredittab (OIV), mens der ikke tages højde for, at lånets værdi kan ændres som følge af renteutviklingen. Ved anvendelse af amortiseret kostpris skal selskaberne således være opmærksomme på, hvordan denne renterisiko indgår i styringen af aktiverne.

Som følge af de mange forskellige værdiansættelsesmetoder er frekvensen af værdiansættelsen forskellig. Der er eksempler på, at dagsværdien justeres løbende for markedsforhold, mens andre eksempler viser udelukkende anvendelse af reviderede årsregnskaber. Som regel foretages der en værdiansættelse hver måned eller hvert kvartal. For børsnoterede aktiver samt for nogle direkte lån sker en daglig værdiansættelse. Som for private equity fonde foretages der løbende justeringer for ind- og udbetalinger samt omkostninger for investeringer i kreditfonde.

Værdiansættelserne valideres f.eks. mod reviderede årsregnskaber eller eksterne priser på tilsvarende lån, der handles. Ligeledes anvendes priser fra en eller flere børsmæglere eller værdiansættelsesmodeller til validering.

Lidt under halvdelen af de selskaber, der har kreditinvesteringer, angiver, at de foretager følsomhedsanalyser igennem bl.a. stress af konkursrisikoen, samt antagelser om recovery rate. F.eks. er konkursrisikoen beregnet på baggrund af en portefølje af observerede konkurser for selskaber eller lån med en bestemt rating.

### *Infrastruktur*

For investeringer i infrastruktur ses der en tendens til, at selskaberne anvender værdiansættelsesmodeller, f.eks. DCF-modeller, til værdiansættelsen. Modellerne suppleres oftest med yderligere markedsdata og information om investeringen. F.eks. angives det, at værdiansættelsen af vindmølleparker især er drevet af afkastkravet. Afkastkravet er bl.a. en funktion af renteniveauet, risiko- og likviditetspræmien, produktion, den fremtidige el pris, vindforhold, omkostninger til drift etc. Derudover kommer en løbende nedskrivning af par-

---

<sup>5</sup> Objektiv Indikation af Værdiforringelse

kens værdi. Rapportering fra fonde og regnskabsdata anvendes ligeledes til værdiansættelsen.

Frekvensen af værdiansættelsen sker for de flestes vedkommende kvartalsvist med løbende justeringer, jf. private equity og kreditinvesteringer.

I forhold til validering af værdiansættelsen angives det bl.a. af nogle selskaber, at der i værdiansættelsesmodellerne ses på, hvor realistiske antagelserne er, hvor stor usikkerhed der er på de estimerede parametre og hvordan ændring af parametrene vil ændre værdien af investeringen. Andre selskaber bruger eksterne eksperter til at validere modellen og dens antagelser. På den måde får selskabet et uafhængigt bud på værdien. Andre selskaber igen validerer afkastkravet til en investering op mod transaktioner på markedet.

Kun godt halvdelen af de selskaber, der har investeringer i infrastruktur, angiver, at de foretager følsomhedsanalyser af værdiansættelsen. Følsomhedsanalyser foretages bl.a. ved at ændre parameterværdierne. Nogle selskaber vurderer også krydsfølsomhederne i mellem de vigtigste parametre. For infrastrukturinvesteringer i vedvarende energi foretages der bl.a. følsomhedsanalyser på ændringer i el-priser, driftsudgifter, produktion og ophør af statsstøtte.

### *Jordbrug*

For jordbrug tyder selskabernes redegørelser på, at der anvendes værdiansættelsesmodeller eller eksterne valuarer, f.eks. mæglere, til værdiansættelsen af aktivet og til en validering af den fastsatte værdi ud fra modeller. Der er eksempler på selskaber, der bl.a. anvender nutidsværdimetoden eller sammenlignelige priser for andre skove.

Nutidsværdien (nutidsværdimetoden) af skoven kan estimeres ud fra de fremtidige ind- og udbetalingsstrømme dvs. en form for DCF-model. Den fremkomne værdi er følsom overfor ændringer i diskonteringsfaktoren, træprisen og omkostningerne. Konsekvenser for værdien som følge af insektangreb eller skovbrand analyseres eventuelt også.

Ved værdiansættelse igennem sammenligning med de seneste handlede skove korrigeres f.eks. for størrelse, vækstbetingelser, beliggenhed, salgsbetingelser, infrastruktur, markedsf forhold, forbedringer og salgstidspunkt. Der er eksempler på, at den eksterne forvalter kvartalsvist vurderer værdien af skoven ud fra en vurdering af skoven og eventuelle handler af nærliggende skove.

Frekvensen for værdiansættelsen er i de fleste tilfælde årlig eller kvartalsvis, hvor nogle selskaber løbende justerer i forhold til udviklingen i markedet. Eksterne forvaltere rapporterer som oftest kvartalsvist og anvender en ekstern valuar i forbindelse med årsregnskabet til at værdiansætte investeringen.

Nogle selskaber får valideret værdien af deres skovinvesteringer via en ekstern valuar.

Omkring halvdelen af de selskaber, der investerer i jordbrug, foretager følsomhedsanalyser på værdiansættelsen.

### *Hedgefonde*

Kun få selskaber har investeret i hedgefonde og undersøgelsen giver ikke anledning til at kunne drage en entydig konklusion. Selskabernes redegørelser giver dog indtryk af, at værdiansættelse af hedgefonde følger de principper, selskaberne anvender til at værdiansætte investeringer via private equity fonde. Dette gælder både med hensyn til værdiansættelse og værdiansættelsesfrekvens.

## **5 Forholdet mellem afkast og risiko, likviditetspræmie og øvrige risici**

Finanstilsynet har i undersøgelsen anmodet selskaberne om at beskrive, hvordan forholdet mellem afkast og risiko vurderes, opgørelsen af likviditetspræmien, hvilke øvrige risici der er forbundet med investeringer i alternative investeringer, og hvordan disse risici eventuelt måles.

Finanstilsynet forventer, at selskaberne kvantificerer afkastet og den risiko, der forventes for en given alternativ investering, så det er muligt at vurdere attraktiviteten af investeringerne. Det forventes endvidere, at selskaberne forholder sig til de enkelte risici, f.eks. til de risici, som selskaberne ikke selv har mulighed for at påvirke og risici, der kan materialisere sig undervejs i ejerskabet af de alternative investeringer. Dette kan være politisk risiko, hvor der ses eksempler på ændringer i subsidier, juridisk risiko, hvor den indgåede kontrakt enten ikke dækker hændelsen, eller hvor der sker en juridisk praksisændring undervejs efter aftalen er indgået, samt risikoen for, at der sker et skift i den teknologiske udvikling.

### *Forholdet mellem afkast og risiko*

Selskaberne skal forholde sig til de risici, der er for alternative investeringer, som sikrer en vurdering af, om der er et fornuftigt forhold mellem afkast og risiko. Finanstilsynets overordnede indtryk er, at de fleste selskaber forholder sig til det samlede afkast-risiko forhold, mens kun få selskaber eksplicit forholder sig til de enkelte risici, som f.eks. likviditetspræmien.

Blandt de selskaber, der har angivet afkastkravet, vurderes afkastet for private equity med stor spredning. Risikoen vurderes af nogle selskaber til at være på niveau med risikoen på det noterede aktiemarked. For infrastruktur vurderes afkastet meget ens mellem selskaberne. Risikoen for infrastruktur vurderes af selskaberne til at være lavere end for det noterede aktiemarked.

Der ses eksempler på, at kvantificeringen af afkastkravet til at vurdere afkast/risiko-forholdet for alternative investeringer sker ud fra den langsigtede risikofrie rente på statsobligationer, der kan opnås ved at binde midlerne over investeringens levetid, tillagt en relevant risikopræmie og likviditetspræmie, der fastsættes ud fra udvalgte eksisterende aktiver.

### *Likviditetspræmie og likviditetsrisiko*

Selskaberne nævner, at den primære grund til at investere i alternative aktiver er, at der kan opnås et højere afkast end ved traditionelle investeringer særligt i form af en likviditetspræmie. Kvantificering af likviditetspræmien, der er en kompensation til investor for at påtage sig risikoen for, at det er svært at sælge aktivet igen til en fair pris, indgår i beregning-



gen af et forventet afkast for den pågældende alternative investering og således i beregning af en fair pris for disse aktiver ligesom f.eks. kreditrisikopræmien.

Kun 5 ud af 21 selskaber, der repræsenterer 39 pct. af de alternative investeringer, beregner eksplicit en likviditetspræmie. Det er endvidere ikke alle 5 selskaber, der beregner likviditetspræmien for alle aktivklasser, der indgår i undersøgelsen.

Af de resterende 16 selskaber, der ikke eksplicit tager stilling til likviditetspræmien, angiver nogle, at likviditetspræmien ses som en del af den samlede risikopræmie og enkelte, at den ikke kan bestemmes entydigt.

Finanstilsynet forventer, at selskaberne kvantificerer og forholder sig til likviditetspræmien i de alternative investeringer. At selskaberne ser likviditetspræmien som en del af den samlede risikopræmie eller mener, at den ikke kan bestemmes entydigt, fritager ikke selskaberne fra at forholde sig til likviditetspræmien, da selskaberne bør sikre, at det forventede afkast svarer til den risiko, der påtages.

Der ses eksempler på, at likviditetspræmien f.eks. kvantificeres ved at sammenholde illikvide børsnoterede obligationer med likvide børsnoterede obligationer.

Likviditetsrisiko kan opstå som følge af, at selskabet ikke har mulighed for at skaffe likviditet, fordi der ikke er et velfungerende marked for de aktiver, som selskabet har investeret i. Jo større andel selskaberne har af alternative investeringer, desto mere eksponerer selskaberne sig for likviditetsrisiko. Ifølge selskaberne vil denne risiko blive forstærket i en krisesituation, hvor likviditeten for de alternative investeringer er lavere, og selskabet derfor vil skulle tage et større tab for at reducere sin risiko eller skulle låne den nødvendige likviditet i perioden, hvor aktivet forsøges solgt til en fair pris.

Nogle selskaber vurderer, at de ikke er eksponeret overfor likviditetsrisikoen, fordi de følger en køb-og-behold strategi og mener derfor ikke, at det er relevant at vurdere likviditetsrisikoen selvstændigt.

Finanstilsynet forventer, at selskaber, uanset en køb-og-behold strategi, vurderer likviditetsrisikoen løbende ved de alternative investeringer, da f.eks. en ændret kreditvurdering af aktiverne vil kunne få selskaberne til at overveje, om disse bør sælges før udløb.

En køb-og-behold strategi fritager således ikke selskaberne fra at forholde sig til likviditetsrisikoen, idet alle investeringer på et vilkårligt tidspunkt kan blive genstand for et salg.

#### *Øvrige risici*

Nedenfor er listet en række af de øvrige risici, som selskaberne har nævnt, der knytter sig til alternative investeringer. Generelt bør selskaberne have stor fokus på at identificere, kvantificere og forholde sig til de specifikke risici, der indgår i en alternativ investering. I den forbindelse forventer Finanstilsynet, at selskaberne ser på de underliggende aktiver, når disse kategoriseres således, at infrastrukturfonde f.eks. ikke behandles som private equity.

### *Politisk risiko*

12 selskaber, der repræsenterer 65 pct. af de alternative investeringer, nævner politisk risiko og giver eksempler indenfor specielt infrastruktur og jordbrug.

Politisk risiko er risikoen for tab givet ændringer i et lands politik, f.eks. ændring i støtteordninger til vedvarende energiformer. Støtteordninger kan være i form af fordelagtige priser på den producerede energi eller på kontant støtte til opførelsen af f.eks. vindmøller.

Selskaberne angiver, at afskaffelse af støtteordninger vil kunne påvirke afkastet negativt.

Desuden påpeger selskaberne, at der i udviklede demokratier er regler og love, som beskytter ejendomsretten for investorer. Dette er ikke altid tilfældet i udviklingslande eller politisk ustabile lande.

Selskaberne nævner ligeledes, at der på pensions- og skatteområdet er en risiko for, at reglerne ændres således, at der er et behov for at realisere en del af aktivporteføljen. Dette kunne f.eks. være ved en liberalisering af pensionsmarkedet, der vil medføre en større mobilitet. Konsekvensen kan være, at selskabet må realisere en større andel af porteføljen, hvilket medfører, at de resterende medlemmer får en relativt større eksponering mod illikvide aktiver.

### *Forvalterrisiko*

10 selskaber, der repræsenterer 60 pct. af de alternative investeringer, nævner forvalterrisiko i deres redegørelse.

Denne risiko omhandler evnen til, at forvalteren udvælger de rette investeringer og styrer disse, hvilket angives som værende meget personafhængigt. Forvalteren udvælger selskaberne, der skal investeres i og har magt til at udskifte ledelsen. Derigennem bestemmer forvalteren strategien.

Det nævnes, at forvalteren har stor indflydelse på det billede, der tegnes udad til, da forvalteren egenrådigt bestemmer, hvilke informationer, der videregives til investorerne. Investorerne har reelt ingen mulighed for at opnå informationen på anden vis. Der er således en markant informationsasymmetri.

Selskaberne påpeger, at der er en risiko for, at forvalteren varetager egne interesser før investorerne, hvis aftalen mellem forvalteren og investoren ikke sikrer ensretning af incitamentet. Med den begrænsede gennemsigtighed der er, kan det f.eks. være svært at opdage svindel, før det er for sent.

### *Juridisk risiko*

8 selskaber, der repræsenterer 53 pct. af de alternative investeringer, nævner, at de eksponerer sig overfor en juridisk risiko, når de foretager alternative investeringer.

Generelt er der juridisk risiko på kontrakter, som strækker sig mange år ud i fremtiden. Der kan således opstå situationer eller hændelser, som den juridiske aftale ikke dækker, eller juridisk praksis kan ændre sig undervejs efter aftalen er indgået.

Finanstilsynet forventer, at selskaberne har fokus på og forholder sig til den juridiske risiko i forbindelse med de kontrakter, der indgås for alternative investeringer.

Selskaberne anfører, at investering i jordbrug er en investering i et fysisk aktiv, der knytter sig til et land. Hvis selskaberne ikke sørger for at sikre deres rettigheder vha. sikringsakter, fx tinglysning, over det fysiske aktiv, kan de ikke gøre krav på det i en juridisk tvist.

Selskaberne anfører, at rentabiliteten af investeringer i vedvarende energi er meget afhængig af subsidier fra offentlige myndigheder. Hvis kontrakten mellem selskabet og den offentlige myndighed ikke er tilstrækkelig klar, således at der er mulighed for at reducere eller helt fjerne subsidier, så er selskabet eksponeret overfor en signifikant juridisk risiko.

#### *Modelrisiko*

4 selskaber, der repræsenterer 37 pct. af de alternative investeringer, angiver, at de er eksponeret overfor modelrisiko. Modelrisiko nævnes indenfor private equity, infrastruktur og kredit.

Modelrisiko skal ses i forhold til, at selskaberne anvender modeller til at fastsætte værdien af de alternative investeringer ud fra observerbare såvel som ikke-observerbare parametre. Således er værdiansættelse ved hjælp af en model underlagt den usikkerhed, der knytter sig til, hvor godt modellen beskriver det pågældende aktivs værdi.

Selskaber, der baserer værdiansættelsen af en investering på en model, anfører, at der er en risiko for, at modellen er fejlspecificeret. Således er der risiko for, at modellen ikke tager højde for alle relevante variable, at parametrene i modellen ikke er estimeret korrekt eller at korrelationer mellem variablene ændres over tid.

Selskaberne nævner bl.a. modellering af betalingsstrømme som noget, der kan volde problemer for f.eks. private equity investeringer. Det nævnes at tilsagnet til en fond kan kaldes i løbet af investeringsperioden, og cash flows fra private equity investeringen er i mange tilfælde ukendte eller usikre med hensyn til størrelse og tid.

#### *Finansieringsrisiko*

Det angives af 5 selskaber, der repræsenterer 31 pct. af de alternative investeringer, at deres alternative investeringer er eksponeret overfor finansieringsrisiko, da investeringerne er gearede og derfor løbende skal have fornyet finansiering. Derfor vil en begrænsning i bankernes villighed til at yde finansiering kunne påvirke investeringerne negativt.

#### *Naturkatastroferisiko*

3 selskaber, der repræsenterer 13 pct. af de alternative investeringer, angiver at de er eksponeret overfor naturkatastroferisici. Dette knytter sig til investeringer i jordbrug, hvor brand, storm eller insektangreb kan reducere værdien af investeringen markant.

#### *Korrelationsrisiko*

Selskaberne anfører generelt, at et af argumenterne for at investere i alternative investeringer er, at de øger diversifikationen i porteføljen. Dog angiver kun 2 selskaber risikoen for, at

mangel på markedsdata gør, at det er svært at observere, hvis korrelationerne ændrer sig over tid. Dette kan betyde, at diversifikationseffekten er svær at vurdere.

Finanstilsynet forventer, at selskaberne også har fokus på korrelationsrisiko, når selskaberne skal vurdere alternative investeringers bidrag til diversifikation.

#### *Tekniske risici*

1 selskab angiver, at der er en risiko for, at aktivets stand ikke er god i de tilfælde, hvor de er byggherre eller overtager et infrastrukturaktiv. De eksponerer sig således overfor tekniske risici.

## **6 Kvantificering af risici**

På tidspunktet for undersøgelsen var der metodefrihed i forhold til opgørelse af det individuelle solvensbehov. Langt de fleste selskaber i undersøgelsen anvender gult lys scenarier eller QIS5 metoden<sup>6</sup>, eventuelt med visse justeringer.

Metodeforskellene medfører, at nogle selskabers risikoopgørelse ikke umiddelbart kan sammenlignes med andre selskabers. F.eks. vil nogle afvigelser i stress niveauer kunne forklares med, at der er modeller, der inkluderer diversifikationseffekter, mens andre ikke gør. Det betyder, at selskaber, der opererer med et lavere brutto stress, ikke nødvendigvis opgør mindre risiko. Derudover kan nogle forskelle også skyldes forskelligheden i risikoen indenfor kategorien.

Pr. 1. januar 2014 trådte en ny bekendtgørelse om solvens og driftsplaner i kraft, hvor selskaber fremover enten skal anvende en standardmodel eller en intern model ved opgørelse af det individuelle solvensbehov.

I standardmodellen for markedsrisici skal alternative investeringer stresses som den underliggende risiko de bærer, og som udgangspunkt som unoterede aktier. Det betyder, at selskaberne skal kategorisere aktiverne ud fra det underliggende cash flow.

#### *Private equity*

Undersøgelsen viser en tydelig forskel i stressniveauer for private equity mellem selskaber, der anvender metoder, som tager højde for diversifikation, og selskaber, der anvender metoder, som ikke gør.

Investeringer i private equity stresses med mellem 23 – 32 pct. for de selskaber der anvender metoder, som ikke medregner diversifikationseffekter, og mellem 40 - 50 pct. for selskaber, der anvender metoder, som inkluderer diversifikationseffekter. Det afspejler, at aktier i gult trafiklys stresses med 30 pct. (der tages ikke højde for diversifikationseffekter), hvorimod QIS5 i kategorien for unoterede aktier stresses med 49 pct. +/- 10 pct.<sup>7</sup> (der tages

<sup>6</sup> QIS5 var den femte og sidste forberedende øvelse til beregning af solvenskrav (solvens II) foretaget i Europa i 2010. I QIS5 øvelsen anvendes et standard stress, der er lidt kraftigere end under Finanstilsynets 'Gult lys' scenario, men i QIS5 metoden er indlagt diversifikation imellem aktivkategorier.

<sup>7</sup> (49 pct. +/- 10 pct. justeringseffekt som er afhængig af konjunkturer)

højde for diversifikationseffekter). Overordnet set er der en relativ lille spredning omkring de to niveauer (med og uden diversifikation).

Fremadrettet vil stresset under standardmodellen i den nye bekendtgørelse om solvens og driftsplaner være 49 pct. +/- 10 pct., svarende til stress for unoterede aktier.

#### *Kredit*

Undersøgelsen viser et meget stort spænd i de stresstørrelser, som selskaberne anvender.

Sammenligning kan dog ikke ske alle selskaber imellem, da flere af selskaberne vælger at angive stresset på det underliggende, f.eks. renten, fremfor værdien af aktivet.

Der kan ligeledes være meget store forskelle på risikoen i kreditinvesteringer, fordi investeringerne er af forskellige kreditværdighed. Der vil således være stor forskel på en kort løbende kreditobligation med en høj kreditværdighed og en længere løbende kreditobligation med lav kreditværdighed.

#### *Infrastruktur*

Undersøgelsen viser store forskelle på, hvorledes selskaberne stresser investeringer i infrastruktur kategorien.

Stress størrelsen ligger mellem 12 pct. og 49 pct.

Fremadrettet vil infrastruktur under standardmodellen i den nye bekendtgørelse om solvens og driftsplaner stresses efter, hvad det underliggende cash flow minder mest om. Det betyder, at stresstørrelsen kan variere fra 25 pct. (ejendom) til 49 pct. (unoterede aktier).

#### *Jordbrug*

Investeringer i jordbrugskategorien stresses med mellem 6,6 pct. og 49 pct. Særligt et par selskaber ligger meget lavt. Investeringerne udgør som nævnt generelt en mindre andel af balancen.

Fremadrettet vil stresset under standardmodellen i den nye bekendtgørelse om solvens og driftsplaner være enten 25 pct. (ejendomme) eller 49 pct. (unoterede aktier).

#### *Hedgefonde*

Undersøgelsen viser en stor difference mellem stresstørrelserne for hedgefonde, som ligger mellem 15 pct. og 49 pct.

Den store forskel i niveau kan skyldes, at der er tale om forskelle i investeringsstrategier i hedgefondene. F.eks. stresses en hedgefond, der har obligationsinvesteringer, mindre end en hedgefond, der har aktieinvesteringer.

Fremadrettet vil hedgefonde under standardmodellen i den nye bekendtgørelse om solvens og driftsplaner stresses som den underliggende risiko, og hvis der ikke er transparens stresses hedgefonde med 49 pct.

## 7 Appendiks

### A1: Eksempler på kategorier indenfor private equity investeringer

- **Buy-out:**  
Buy-out investeringen vil typisk være en gearet investering. En meget anvendt strategi er at buy-out selskabet sikrer sig en majoritetsandel af et eksisterende ofte modent selskabs aktiekapital. Der er som regel en lille egenkapitalandel og en stor fremmedkapitalandel i selskabet efter opkøbet.
- **Venture<sup>8</sup>:**  
Venture kapital investeringer vil typisk rette sig imod relativt unge virksomheder eller virksomheder, der endnu mangler kapital til at igangsætte sine forretningsideer. Typisk vil venture kapitalinvestering være i form af en minoritets aktiepost i virksomheden.
- **Special situation (også kaldt distressed situation)<sup>9</sup>:**  
Er en bred kategori af aktieinvesteringer i virksomheder, der er i finansielle problemer og oftest på randen af konkurs. Der er to store underkategorier, hvor investor enten sigter på at opnå bestemmende indflydelse i form af en majoritets aktieandel eller sigter på, at de penge selskabet stiller til rådighed ved at købe en minoritetsandel er nok til at bringe tilpas meget likviditet ind i det gældsplagede selskab, så det overlever på lang sigt. Den første strategi involverer ofte at egen direktion kan indsættes, ny strategi kan indføres, underleverandør kontrakter kan genforhandles etc., hvorimod den anden er en mere passiv strategi.
- **Balanced<sup>10</sup>:**  
Omfatter private equity investeringer, der er spredt ud på alle udviklingstrin af virksomheder fra venture investering til buy-out investering.
- **Sekundære:**  
Omfatter private equity investeringer, der købes fra andre investorer, der f.eks. ønsker at komme ud af investeringen før planlagt. Typisk vil sekundære private equity investeringer ikke kræve så store efterfølgende kontante indskud, da investeringen overtages efter de ofte ret store indskud i starten er foretaget.
- **Fund-of-funds:**  
Private equity investering i en fond hvis primære aktivitet er at investere i andre private equity fonde. Investor ønsker typisk at opnå risikospredning, adgang til populære fonde der er lukket for tilgang o.lign.
- **Andre strategier:**  
Investering i mere specielle forretningsområder såsom infrastruktur, energi og elkraft mm.

Anm: Ovenstående liste af eksempler er ikke udtømmende for investeringskategorien og er ej heller en egentlig definition af den enkelte investeringskategori, men skal ses som eksempler, der beskriver den pågældende investeringskategori.

<sup>8</sup> "Leveraged buyouts and private equity", Steven N. Kaplan & Per Strömberg, Working Paper 14207, <http://www.nber.org/papers/w14207>, National Bureau of Economic Research, 2009

<sup>9</sup> "Bad News is Good News: 'Distressed for Control Investing'", April 26, 2006

<http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/bad-news-is-good-news-distressed-for-control-investing/>

<sup>10</sup> [www.preqin.com](http://www.preqin.com)

## A2: Eksempler på kategorier indenfor alternative kredit investeringer

- **Senior Secured Loans:**

Senior lån ligger i toppen af en virksomheds kapitalstruktur, således at investorerne i tilfælde af betalingsstandsning/konkurs står først i rækken af kreditorer, der får dividende. Derfor får investorer i senior lån som regel dækket en betydelig andel af deres investering i en konkurs situation. Derudover er mange senior lån dækket af kollateral i form af fast ejendom el. lign. Senior lån regnes derfor oftest som værende en mindre risikofyldt investering i forhold til f.eks. 'high yield' obligationer, og giver som regel et lavere afkast i forhold til obligationer eller værdipapirer, der er placeret længere nede i kapitalstrukturen.

- **Mezzanin gæld:**

Står lavere i rangordenen ved konkurs sammenlignet med f.eks. senior lån. Mezzanin gæld er altså efterstillet gæld eller præference aktier, der repræsenterer en fordring på virksomhedens aktiver, men kun foranstillet almindelige aktier. Mezzanin gæld struktureres enten som et usikret eller efterstillet gældsinstrument eller som præference aktie.

- **Credit Opportunity Fund:**

En 'Credit opportunity fund' forsøger at skabe ekstra afkast (Alfa) for investorerne ved at være aktiv i kreditinvesteringer. De er ofte begrænset til at investere i likvide kreditinvesteringer og kun anvende gearing i et begrænset omfang. Som regel kan de ligeledes kun i begrænset omfang investere i illikvide aktiver, der markedsværdi vurderes månedligt eller sjældnere, således at illikvide investeringer i kredit kun optager en mindre andel af fondens NAV (Net asset value). Der er to hoved investeringsstrategier: Begivenheds drevne og indkomst orienterede. Begivenhedsdrevne strategier involverer lange/korte positioner i værdipapirer for selskaber, der er under markant forandring f.eks. frasalg, fusion, likvidation eller konkurs. Begivenhedsdrevne credit opportunity fonde har som regel lavere eksponering overfor banklån og større eksponering overfor high-yield obligationer og 'specielle situationer'.

- **CLO's (Collateralised Loan Obligation):**

Er en til formålet oprettet juridisk selvstændig enhed, der typisk investerer i f.eks. banklån. Det kunne eksempelvis være at selskabet køber en portefølje af billån fra en bank og at det værdipapir som selskabet udsteder på baggrund af betalingsstrømmene fra billånene sælges til investorer enten som et børsnoteret værdipapir eller som en unoteret investering. Ofte ses at selskabet bag udstedelsen skærer betalingsstrømmene fra banklånene i 'skiver' (altså trancher) og sælger ikke bare et værdipapir men flere værdipapirer med forskellig risikoprofil. Investorerne kan således selv bestemme hvilken risikoprofil (eller hvor i kapitalstrukturen) de ønsker at eksponere sig overfor.

Anm: Ovenstående liste af eksempler er ikke udtømmende for investeringskategorien og er ej heller en egentlig definition af den enkelte investeringskategori, men skal ses som eksempler, der beskriver den pågældende investeringskategori.

### A3: Eksempler på kategorier indenfor infrastrukturinvesteringer

Infrastruktur kan opdeles i hård og blød infrastruktur.

Hård infrastruktur omfatter de store fysiske netværk, der er nødvendige for at holde gang i et samfund:

- **Transportinfrastruktur** omfatter veje, tunneller, broer, trafiksignaler, vejbelysning, massetransport (tog stationer, skinne anlæg, tog, færger o.lign.), havne- og lufthavns anlæg, gang- og cykelbroer etc.
- **Energiinfrastruktur** omfatter kraftværker, gas- og olieledninger, undersøiske el-kabler, boreplatforme, vindmøller, solfangere, bølgeenergi anlæg, bio og affalds anlæg samt brint og brændselsceller etc.
- **Vandinfrastruktur** omfatter drikkevandsforsyning, kloakker, vandrensningsanlæg, oversvømmelses systemer, snerydning, kystsikring etc.
- **Kommunikationsinfrastruktur** omfatter post, telefonnetværk, telefoncentraler, mobiltelefon master, radio og tv transmissions stationer, kabel tv og internet linjer, undersøiske kabler, kommunikationssatellitter etc.
- **Affaldsinfrastruktur** omfatter forbrændingsanlæg, genbrugsstationer, deponeringsanlæg, papir og glasindsamlingsstationer, renovation, rottebekæmpelse etc.
- **Jordovervågnings- og jordmålingsinfrastruktur** omfatter jordobservationssatellitter, meteorologiske overvågningssystemer, GPS systemer etc.

Blød infrastruktur omfatter institutioner, der er nødvendige for at opretholde et samfunds økonomiske, sundhedsmæssige, kulturelle og sociale standard:

- **Regeringsinfrastruktur** omfatter fængsler, rets- og offentlige bygninger samt systemer til at indsamle, opbevare og udbrede data, love og regulering.
- **Social infrastruktur** omfatter sygehuse, skoler, universiteter, forskningsfaciliteter, genoptræningsfaciliteter, plejehjem, nødhjælpsfaciliteter etc.
- **Økonomisk infrastruktur** omfatter bank systemer, finansielle institutioner, betalingssystemer, børser, industriparker, landbrugs, skovbrugs og fiskeri infrastruktur etc.
- **Kulturel, sports og rekreativ infrastruktur** omfatter parker, stadions, koncertbygninger, museer, biblioteker, træningsfaciliteter, svømmehaller, restauranter, hoteller etc.

Anm: Ovenstående liste af eksempler er ikke udtømmende for investeringskategorien og er ej heller en egentlig definition af den enkelte investeringskategori, men skal ses som eksempler, der beskriver den pågældende investeringskategori.



#### A4: Eksempler på kategorier indenfor jordbrugsinvesteringer

- **Skovbrugsinvesteringer.**

Skovbrug kan inddeles efter skovens art, klimatiske placering og efter om skovdriften er bæredygtig eller ej. Der findes ikke en globalt accepteret standard til klassifikation af skov, men FNs 'World Conservation Monitoring Center' inddeler skovbrug i 26 større typer inddelt i 6 bredere kategorier: Tempereret nåleskov, tempereret og blandet bredbladet skov, tropisk fugtig skov, tropisk tør skov, sparsom og parkområde skov samt skovplantager.

- Tundra til tempereret skov dækker 29 pct. af jordens skovarealer og dækker lande såsom Rusland, Canada, USA, Norden, Japan og England. De primære skovarter er fyr, lærk og gran.
- Tempererede zoner dækker bredbladet løvskove, stedsegrønne nåletræer samt tempererede regnskove.
- Tropiske og subtropiske zoner dækker tropiske og subtropiske våde skove og tørre skove samt tropiske og subtropiske nåletræer.

Skovbrugsinvesteringer drives bl.a. af hvilke afsætningsmuligheder der er lokalt/regionalt, omkostninger til arbejdskraft, infrastrukturen omkring skovene, risikoen i det pågældende land, den konkurrencemæssige situation samt erfaring med skovbrug. Der investeres typisk i skovbrugsfonde, men direkte ejerskab ses også.

- **Landbrugsinvesteringer.**

Landbrug kan inddeles i om det er dyr, afgrøder eller en blanding, der giver afkastet det pågældende sted.

- Dyrebrug omfatter bl.a. kødproduktion, mælkeproduktion, æggeproduktion, fiskeopdræt mm.
- Afgrøder omfatter bl.a. korn, grøntsager, frugt, sukker, majs, soyabønner mm.

Nogle af dyrene/afgrøderne anvendes til human ernæring og nogle til dyrefoder og andre igen indgår i industriel brug f.eks. olier, halm o.lign., der kan anvendes til brændsel, indgå i industrielle processer eller videreforarbejdes. Der investeres bl.a. i direkte ejerskab, landbrugsfonde, generationsskifte investeringer mm.

Anm: Ovenstående liste af eksempler er ikke udtømmende for investeringskategorien og er ej heller en egentlig definition af den enkelte investeringskategori, men skal ses som eksempler, der beskriver den pågældende investeringskategori.

## A5: Eksempler på kategorier indenfor hedgefond investeringer

- **Long/short aktie: (Korrelation med S&P 500: 0,67<sup>11</sup>)**

Long / Short aktiefonde investerer normalt i både lange og korte positioner på aktiemarkedene med fokus på at diversificere eller afdække risiko på tværs af bestemte sektorer, regioner eller selskabsstørrelse. Managers har typisk fleksibilitet til at skifte fra værdi til vækst, fra små til mellemstore til store aktier og fra netto lang til netto korte positioner. Managers kan også handle aktiefutures og optioner samt aktierelaterede værdipapirer og gæld eller opbygge porteføljer, som er mere koncentreret end de traditionelle long-only-equity fonde.

- **Dedicated short bias: (Korrelation med S&P 500: -0,76<sup>12</sup>)**

Typisk er detaljeret analyse af svage enkelt selskaber, der f.eks. har en dårlig evne til at generere cash-flows, det, der driver ekstraafkastet ('alfa'). Her påtager fonden sig som regel en overvægt af korte positioner i forventning om at markedskurserne falder. For at skabe en kort position anvender fond manageren aktier, der er lånt af en modpart, til at sælge i markedet, alternativt sælges aktierne på forward kontrakt basis. Udover sædvanlige stop-loss rutiner består risikostyringen i når dette skønnes nødvendigt at købe lange positioner i den underliggende aktie eller aktieoptioner.

- **Aktiemarkedsneutral: (Korrelation med S&P 500: 0,30<sup>13</sup>)**

Her forsøger fondene at være markedsneutral i deres strategi. De sigter således på, at etablere både korte og lange positioner i aktier, samtidig med at de minimerer den systematiske risiko i porteføljen (dvs. at de tilstræber en 'beta' på nul). Afkastet kommer således ikke fra om markedet stiger eller falder generelt, men fra om de aktier de har købt/solgt hhv. overperformer/underperformer dvs. generering af 'alfa'. Investeringsstrategien kan endvidere underopdeles efter statistisk arbitrage, kvantitativ lang/kort, fundamental lang/kort og indeks arbitrage. Fondene anvender ofte gearing for at øge afkastet.

- **Managed futures: (Korrelation med S&P 500: -0,09<sup>14</sup>)**

Managed futures fonde (også kendt som CTAs eller Commodity Trading Advisors) fokuserer på at investere i børsnoterede obligationer, aktier, råvare futures- og valutamarkeder, globalt. Managers har en tendens til at anvende systematiske handelsprogrammer, der afhænger af historiske prisdata og markedstrends. En betydelig gearing kan være anvendt, da strategien indebærer brug af futures kontrakter. CTA'er er ikke bundet af at være enten netto lang eller netto kort i et bestemt marked.

- **Konvertibel arbitrage: (Korrelation med S&P 500: 0,38<sup>15</sup>)**

Sigter typisk på at drage fordel af et samtidigt køb af konvertible obligationer og salg af den underliggende aktie eller optioner på den underliggende aktie, da der kan være tale om fejl i fastsættelsen af den konverteringsfaktor, der er anvendt i forbindelse med udstedelsen af den konvertible obligation. Antallet af aktier eller aktie ækvivalente instrumenter sælges, så den samlede position typisk er markedsneutral, således at afkastet er uafhængigt af den underliggende akties kurs.

- **Andre strategier: Begivenhedsdrevet, obligations arbitrage, global makro og multistrategi**

Anm: Ovenstående liste af eksempler er ikke udtømmende for investeringskategorien og er ej heller en egentlig definition af den enkelte investeringskategori, men skal ses som eksempler, der beskriver den pågældende investeringskategori.

<sup>11</sup> Kilde: Hedgeindex.com. Data fra januar 1994

<sup>12</sup> Kilde: Hedgeindex.com. Data fra januar 1994

<sup>13</sup> Kilde: Hedgeindex.com. Data fra januar 1994

<sup>14</sup> Kilde: Hedgeindex.com. Data fra januar 1994

<sup>15</sup> Kilde: Hedgeindex.com. Data fra januar 1994

## A6: Eksempler på værdiansættelsesmetoder for alternative investeringer

- **Rapportering fra fonde, kapitalforvaltere mv.**  
Rapporter og kommentarer fra fonde og kapitalforvaltere anvendes til eller angiver værdiansættelse af dagsværdien. Værdiansættelsen sker som regel ud fra internationale standarder og tager f.eks. udgangspunkt i regnskaber, værdiansættelsesmodeller etc. Bl.a. anvendes indre værdi.
- **Regnskaber**  
Reviderede årsregnskaber, ikke-reviderede kvartalsregnskaber og månedsrapporter, samt budgetter anvendes til beregning af dagsværdien. F.eks. kan driftsafkastet anvendes til at værdiansætte aktivet, f.eks. via EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation). EBITDA er et økonomisk udtryk for et selskabs driftsresultat før renter, skat og afskrivninger på driftsaktiviteter og goodwill, der udtrykker evnen til at skabe overskud.
- **Værdiansættelsesmodeller**  
F.eks. diskonteringsmodeller og afkastmodeller, der tager højde for relevante markedsdata og nøgletal. For discounted cash flow – modeller (DCF) tilbagediskonteres det fremtidige forventede cash flow for investeringen for at fastlægge dagsværdien.
- **Seneste handelskurs**  
Aktivet er børsnoteret og seneste handelskurs anvendes, eventuelt med justeringer i udviklingen i forhold til f.eks. et tilsvarende benchmark.
- **Øvrige markedsdata**  
Børsnoterede peer-groups, relevante benchmarks, tidligere transaktioner i markedet, renteniveau, øvrig markedsinformation (f.eks. Bloomberg, Reuters). Markedsdata anvendes selvstændigt eller i kombination med øvrige værdiansættelsesmetoder.
- **Ekstern valuar**  
Værdiansættelse indhentes fra eksterne valuarer. Den eksterne værdiansættelse anvendes alene eller knyttes til eventuelt yderligere oplysninger.

Anm: Ovenstående liste er ikke udtømmende og er ej heller en egentlig definition af den enkelte værdiansættelsesmetode, men skal ses som eksempler på værdiansættelsesmetoder.