

Ministerium: Erhvervsministeriet
Journalnummer: Erhvervsmin.,
Finanstilsynet, j.nr. 163-0001

Senere ændringer til forskriften
Ingen

Vejledning om alternative investeringer og gode investeringsprocesser i lyset af prudent person-princippet

Indholdsfortegnelse

1. Indledning
2. De reguleringsmæssige rammer
 - 2.1 Prudent person-princippet
 - 2.2 Relevante bestemmelser om risikostyring
 - 2.3 Værdiansættelse
3. Alternative investeringer
4. Investeringsproces
 - 4.1 Generelt
 - 4.2 Strukturert proces for investering og håndtering
 - 4.3 PPP-kriterierne
 - 4.3.1 Identificere
 - 4.3.2 Måle
 - 4.3.3 Overvåge
 - 4.3.4 Forvalte
 - 4.3.5 Kontrollere
 - 4.3.6 Rapportere

1. Indledning

Emnet for denne vejledning er Finanstilsynets forventninger til investeringsprocesser og håndtering af investeringer i livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser (herefter selskaberne).

Baggrunden er Solvens II-direktivets indførelse af det såkaldte prudent person-princip, som selskaberne skal efterleve ved investering og håndtering af deres aktiver.

Som udgangspunkt er princippet simpelt. Et af de helt centrale elementer er, at det enkelte selskab alene må investere i aktiver, hvis risici selskabet kan forstå og håndtere. Er betingelserne ikke opfyldt, vil det være i strid med princippet – og dermed ulovligt – at foretage investeringen.

Princippet om, at investeringen af forsikringstagernes midler skal ske på et oplyst grundlag og efterfølgende skal kunne administreres, er som sådan ikke nyt. Der kan dog alligevel være behov for at udfolde nogle nærmere overvejelser om brugen af prudent person-princippet i praksis. Denne vejledning indeholder en generel introduktion til prudent person-princippet med særligt fokus på kravet om, at det enkelte selskab skal kunne *identificere, måle, overvåge, forvalte, kontrollere* og *rapportere om* de risici, der er forbundet med dets investeringer, herefter betegnet ”PPP-kriterierne”.

Mens prudent person-princippet gælder for alle investeringer, vil fokus i denne vejledning særligt være på alternative investeringer. Finanstilsynet har valgt dette fokus, da selskaberne i de senere år har øget andelen af alternative investeringer markant. Desuden er investeringscasen ofte forskellig i de enkelte investeringer og investeringsprocessen ofte betydelig mere kompleks end traditionelle investeringer.

Nærværende vejledning vil blive indledt med en introduktion til de reguleringsmæssige rammer, dernæst berøres alternative investeringers kendetegn, hvorefter der følger en beskrivelse af Finanstilsynets forventninger til selskabernes investeringsprocesser og håndtering af alternative investeringer.

2. De reguleringsmæssige rammer

Hvad angår de reguleringsmæssige rammer for investeringsprocessen, vurderer Finanstilsynet, at særligt §§ 71 og 158 i lov om finansiel virksomhed, ledelsesbekendtgørelsen og regler om værdiansættelse har central betydning. Hertil kommer EU-lovgivning og anden international regulering. Finanstilsynet bemærker, at der i det efterfølgende er tale om et nedslag i reguleringen, der vurderes at være særligt relevant for emnet. Omtalen af de reguleringsmæssige rammer tilsligter ikke at være udtømmende.

2.1 Prudent person-princippet

Selskaberne skal investere deres aktiver sådan, at forsikringstagernes og de begunstigedes interesser varetages bedst muligt. Det fastslår § 158, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed. Formålet er at sikre, at selskabernes investeringsstrategi afspejler det, kunderne er stillet i udsigt. Bestemmelsen er en implementering af artikel 132 i Solvens II-direktivet¹⁾, der fastsætter prudent person-princippet. Danske livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser skal dermed efterleve princippet som led i deres overholdelse af § 158, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed.

Prudent person-princippet indebærer, at investeringsstrategien og de faktiske investeringer skal understøtte de langsigtede mål, herunder sikre det bedst mulige afkast. Investeringsstrategien skal være robust overfor udsving på de finansielle markeder.

Prudent person-princippet indebærer endvidere, at det enkelte selskab alene må investere i aktiver, hvortil der knytter sig risici, som det pågældende selskab kan *identificere, måle, overvåge, forvalte, kontrollere og rapportere om*. Prudent person-princippet gælder både for selskabets enkelte aktiver og på porteføljeniveau, hvor selskaberne skal have fokus på den samlede porteføljes *sikkerhed, kvalitet, likviditet og rentabilitet*.

Derudover skal aktiverne være lokaliseret, så de er tilgængelige, og de aktiver, der medgår til dækning af de forsikringsmæssige hensættelser, skal investeres på en måde, der passer til arten og varigheden af forsikringsforpligtelserne, således at investeringerne tjener alle forsikringstageres og begunstigedes interesser bedst muligt. I tilfælde af en interessekonflikt skal selskaberne sikre, at de investerer på en måde, der tjener forsikringstageres og de begunstigedes interesser bedst. Disse forhold gælder uanset, om forsikringstageren eller selskabet bærer investeringsrisikoen.

Finanstilsynet gør i denne forbindelse opmærksom på, at alle selskaber uanset investeringens størrelse skal opfylde prudent person-princippet.

Fokus i vejledningen vil som nævnt i indledningen særligt være på PPP-kriterierne.

2.2 Relevante bestemmelser om risikostyring

En finansiell virksomhed skal have effektive former for virksomhedsstyring, herunder en god administrativ og regnskabsmæssig praksis samt effektive procedurer til at identificere, forvalte, overvåge og rapportere om de risici, som virksomheden er eller kan blive udsat for, jf. § 71, stk. 1, nr. 2 og 4, i lov om finansiell virksomhed.

Ledelsesbekendtgørelsen²⁾ fastsætter yderligere krav til processer og interne styringsdokumenter, herunder i relation til investeringer. ”Interne styringsdokumenter” bruges her som samlebetegnelse for de politikker, retningslinjer og forretningsgange, som selskaberne reguleringsmæssigt er forpligtet til at have.

Ledelsesbekendtgørelsens § 5, stk. 2, nr. 2, stiller således krav om, at selskaberne har udarbejdet en politik for markeds-, modparts- og kreditrisici (investeringsområdet), hvis nærmere indhold er udførligt beskrevet i bekendtgørelsens bilag 2. I forhold til politikken på investeringsområdet følger det eksempelvis af bilag 2, at den skal fastlægge selskabets risikoprofil bl.a. under hensyntagen til prudent person-princippet i § 158 i lov om finansiell virksomhed. Af bilag 2 fremgår endvidere krav til retningslinjer og forretningsgange på investeringsområdet.

Selskaberne skal generelt være indrettet med en betryggende funktionsadskillelse, jf. § 12 i ledelsesbekendtgørelsen. Det gælder konkret i forhold til investeringsområdet, at funktionsadskillelsen indebærer, at medarbejdere, der er involveret i indgåelse af handler og risikotagning, ikke må:

- varetage eller udføre handlernes afvikling,
- varetage interne kontroller,
- have ansvar for værdiansættelse og opgørelse af resultater og risici eller
- have ansvar for udarbejdelse af rapportering.

Er funktionsadskillelse ikke opretholdt, skal det enkelte selskab indføre betryggende kompenserende foranstaltninger for at sikre, at selskabet ikke påføres unødige risici eller tab.

Det følger desuden af § 18, stk. 2, i ledelsesbekendtgørelsen, at selskaberne skal have en risikostyringsfunktion, hvis overordnede ansvar er at have det samlede overblik over selskabets risici og bistå direktionen med at sikre risikostyringssystemets effektivitet. Risikostyringsfunktionen skal bl.a. sikre, at alle væsentlige risici i selskabet – herunder også på investeringsområdet – identificeres, måles, overvåges, styres og rapporteres korrekt, jf. bilag 6, nr. 12.

Derudover er der en række krav til risikostyringsfunktionens involvering på investeringsområdet. Risikostyringsfunktionen skal bl.a. foretage detaljeret rapportering om risikoeksponeringer og rådgive organisationen om risikostyringsspørgsmål, herunder strategiske anliggender og større investeringer, og skal identificere og vurdere nye risici, jf. artikel 269, stk. 1, litra d og e i Solvens II-forordningen³⁾. Det følger endvidere af bilag 6, nr. 9, 16 og 20 i ledelsesbekendtgørelsen, at direktionen skal sikre, at den ansvarlige for risikostyringsfunktionen i relevant omfang inddrages i vurderingen af direktionens og bestyrelsens beslutningsgrundlag. Endvidere skal den ansvarlige for risikostyringsfunktionen på forhånd høres om væsentlige beslutninger, så risikostyringsfunktionen har mulighed for at udtale sig om risikoen forinden. Endelig skal den ansvarlige for risikostyringsfunktionen underrette direktionen, såfremt en investering medfører en betydelig risiko eller en ændring i risikoprofilen.

2.3 Værdiansættelse

Værdiansættelse er reguleret i såvel værdiansættelsesbekendtgørelsen⁴⁾ som Solvens II-forordningen.

Artikel 267, stk. 1, i Solvens II-forordningen fastslår, at selskaberne skal have effektive systemer og kontroller, som sikrer, at værdiansættelsesestimaterne af deres aktiver og passiver er pålidelige og relevante. På samme måde skal de have en proces til regelmæssig kontrol af, at markedspriser og data i værdiansættelsesmodeller er relevante og pålidelige.

Yderligere fremgår det af artikel 267, stk. 2, i Solvens II-forordningen, at selskaberne skal indføre, gennemføre, opretholde og dokumentere klart definerede politikker og procedurer for værdiansættelsesprocessen, herunder beskrivelse og fastlæggelse af roller og ansvar for de personer, der beskæftiger sig med værdiansættelsen, de relevante modeller samt de informationskilder, der skal anvendes. Også i ledelsesbekendtgørelsen stilles procedurekrav i relation til værdiansættelse, jf. eksempelvis bilag 2, nr. 4, og nr. 7, litra d.

Artikel 10 i Solvens II-forordningen fastlægger et værdiansættelseshierarki. Hierarkiet indebærer, at selskaberne som udgangspunkt skal værdiansætte aktiver ved brug af priser fastsat på aktive markeder⁵⁾ Hvis der ikke findes et aktivt marked for det pågældende aktiv (eller et aktivt marked for tilsvarende aktiver), som ofte er tilfældet for alternative investeringer, er selskaberne henvist til at benytte alternative værdiansættelsesmodeller. Finanstilsynet vurderer, at der ikke er væsentlig forskel på værdiansættelseshierarkiet

fastsat i Solvens II-forordningen og det værdiansættelseshierarki, opdelt i niveau 1-3, der er fastlagt i IFRS 13 om måling af dagsværdi.

3. Alternative investeringer

Alternative investeringer er som regel illikvide (ofte unoterede) og adskiller sig bl.a. fra traditionelle investeringsaktiver, som stats- og realkreditobligationer og børsnoterede aktier, ved ikke at blive handlet på aktive markeder.

Der er på investeringsmarkederne ikke en entydig definition af begrebet alternative investeringer, men Finanstilsynet vurderer, at følgende aktiver bl.a. vil kunne ses som alternative investeringer:

- Niveau 3 aktiver i henhold til dagsværdihierarkiet i IFRS 13 (illikvide/unoterede aktiver)
- Alternative investeringsfonde⁶⁾.
- Securitiseringer, jf. kapitel VIII i Solvens-II forordningen.

Adgangen til information, som understøtter de alternative aktivers værdi, er begrænset, med mindre investor har sikret sig særlige rettigheder. Der gælder som udgangspunkt ikke børsretlig regulering, eksempelvis prospektkrav og løbende oplysningsforpligtelser mv., som ved traditionelle investeringsaktiver til at sikre, at investorerne til enhver tid har tilstrækkelige oplysninger til at kunne danne sig en velbegrunnet investeringsbeslutning. Ved alternative investeringer må investorerne selv indhente de fornødne oplysninger, hvilket stiller krav til investorernes analyser og til, at investorerne i højere grad kontrollerer de præsenterede oplysninger og de bagvedliggende kilder. Alternative investeringer adskiller sig således fra traditionelle investeringer i forhold til mængden, kvaliteten og validiteten af offentlige oplysninger om den pågældende investering.

Fraværet af et aktivt marked for alternative investeringer betyder endvidere, at værdien af en alternativ investering ikke kan aflæses direkte af kurslisten på en markedsplads. Investorerne må i stedet selv løbende estimere investeringens værdi på baggrund af grundige analyser af de eksterne og interne faktorer, som kan have indvirkning på investeringen under hele dens løbetid.

Samtidig er alternative investeringer typisk ikke, som traditionelle investeringer, kendetegnet ved at være standardiserede, ligesom de kan indeholde et stort element af forhandling om kontrakter og vilkår.

At investere i alternativer vil også ofte være behæftet med andre typer af risici sammenlignet med traditionelle investeringer og vil typisk være forbundet med øget kompleksitet. Der er typisk tale om investeringer, der kan være svære og dyre at afhænde.

Alternative investeringer forudsætter endvidere, bl.a. på grund af manglende transparens og markedsværdiansættelse, at selskaberne besidder de fornødne kompetencer til at kunne forstå og håndtere alternative investeringer, bl.a. således at selskaberne kan identificere, måle, overvåge, forvalte, kontrollere og rapportere om de risici, som knytter sig til den enkelte investering.

Det vil afhænge af aktivet og investeringssituationen, hvorvidt der er tale om en alternativ investering, hvilket selskabet skal vurdere for investeringen. Eksempelvis vil noterede aktiver, som påtænkes afnoteret eller som forventes at ville omsættes meget sjældent, kunne have kvalificerende karakteristika.

4. Investeringsproces

4.1 Generelt

Finanstilsynet forventer, at selskaberne har en investeringsstrategi, hvori de tager stilling til, hvilke investeringsaktiver der må indgå i porteføljen og disses maksimale vægtning i porteføljen.

Investeringsstrategien skal stemme overens med det, kunderne er blevet stillet i udsigt.

Den valgte investeringsstrategi skal fremgå af selskabernes interne styringsdokumenter, ligesom selskabets direktion i praksis skal investere i overensstemmelse med de rammer og mandater, bestyrelsen har givet.

Bestyrelsen skal træffe beslutning om investeringer, hvis de ligger uden for bestyrelsens mandat til selskabets direktion, de ligger udenfor selskabets investeringsstrategi eller –politik eller der er tale om usædvanlige transaktioner.

Den konkrete udformning af mandatet til direktionen, retningslinjerne, kan og vil i sagens natur variere fra selskab til selskab. Det er dog vigtigt, at retningslinjerne er tilstrækkeligt konkrete til, at de er reelt retningsgivende for, hvilke investeringer og dermed risici bestyrelsen ønsker, at selskabet skal eksponeres imod. Det er vigtigt at sikre, at mandatet ikke giver selskabets direktion for vide rammer, fordi dette vil kunne rykke ved den grundlæggende rollefordeling mellem bestyrelse og direktion, som bl.a. følger af ledelsesbekendtgørelsen. Da alternative investeringer er mindre homogene end traditionelle investeringer og kan struktureres med meget forskellige risikoprofiler, vil det som udgangspunkt kræve en mere detaljeret udformning af retningslinjerne og rammerne for dette investeringsområde.

Finanstilsynet forventer generelt, at der er sammenhæng mellem kompetencerne og investeringerne i selskaberne. Det gælder f.eks. kompetencerne i bestyrelserne og kompleksiteten af de investeringer, som det enkelte selskab foretager eller ønsker at foretage. Den enkelte bestyrelse skal bl.a. besidde kompetencer, der gør den i stand til selvstændigt at vurdere selskabets investeringer, så bestyrelsen er i stand til at udfordre direktionens indstillinger og beslutninger på investeringsområdet. I overensstemmelse med dette har Finanstilsynet tidligere meldt ud, at det er Finanstilsynets opfattelse, at bl.a. det investeringsmæssige område er så centralt for selskaberne, at mindst ét bestyrelsesmedlem skal kunne dække bestyrelsens viden og erfaring på dette risikoområde⁷⁾.

Bestyrelsens evne til selvstændigt at vurdere og udfordre indstillinger og beslutninger er ekstra relevant i forhold til alternative investeringer, der, som beskrevet under afsnit 3, er forbundet med risici, som ikke nødvendigvis findes i traditionelle investeringsformer. Har selskabet derfor en stor andel af investeringerne i f.eks. infrastrukturaktiver, vil Finanstilsynet forvente, at det i bestyrelsens selvevaluering vurderes, hvorvidt bestyrelsen samlet set besidder tilstrækkelige kompetencer til at kunne vurdere og udfordre indstillinger samt den løbende rapportering mv. på området.

Eksempel 1: Bestyrelsens kompetencer

Et selskab ønsker at investere 5-10% af aktiverne i unoterede lån. Dette forventes at ske via investering i fonde baseret på banklån, strukturerede kreditprodukter og ved direkte långivning. Det fordrer, at bestyrelsen kan sætte passende retningslinjer for investeringsaktiviteten i bestyrelsens interne styringsdokumenter til direktionen. Det fordrer også, at bestyrelsen kan vurdere de investeringsindstillinger, der bliver forelagt dem og kan udfordre organisationen på området.

Investeringsstrategien skal som udgangspunkt modsvares af de relevante kompetencer, som selskabet råder over. Investering i et aktiv eller instrument, som et selskab ikke har viden om eller erfaring med, vil være i strid med § 158 i lov om finansiel virksomhed. Selskabet vil i det tilfælde ikke være i stand til at vurdere risiciene forbundet med investeringen og bør afholde sig fra investeringen. Investeringsstrategien kan dog godt indeholde nye strategiske investeringsområder, hvor selskabet endnu ikke råder over de nødvendige kompetencer. Finanstilsynet forventer i de tilfælde, at selskaberne har fastlagt, hvordan de nødvendige kompetencer opnås, så det sikres, at kompetencerne er til stede i selskabet, når investeringerne foretages. Dette kan være i form af interne og eksterne kompetencer, ligesom selskabet kan drage nytte af kompetencer fra tidligere investeringer på områder, hvor investeringerne ligner hinanden.

Eksempel 2: Selskabet skal sikre, at alle kompetencer er til stede inden investering

Et selskab ønsker at foretage en investering inden for et nyt område, som selskabet ikke tidligere har erfaringer med. Selskabet vurderer, at investeringen på nogle risikoområder har ligheder med aktiver, som selskabet tidligere har erfaring med, men også at selskabet mangler erfaring på nogle områder. Selskabet skal sikre, at det har adgang til kompetencer på alle områder, inden den pågældende investering foretages.

Såfremt selskabet benytter sig af ekstern bistand på områder, hvor selskabet ikke har de fornødne interne kompetencer, skal det sikres, at selskabet har kompetencer til at vurdere løsningen af de outsourcete opgaver, da det fortsat er selskabets ansvar, at de outsourcete opgaver løses tilfredsstillende. Indgår uddannelse og ansættelse af kompetencer over tid i overvejelserne om forsvarlig håndtering af investeringerne og sikring af PPP-kriterierne, skal det sikres, at kompetencerne erhverves tilstrækkeligt hurtigt, samt at der foretages kompenserende foranstaltninger i den mellemliggende periode. Finanstilsynet forventer i det tilfælde, at selskaberne begrundes og dokumenterer de kompenserende foranstaltninger.

Ligeledes gælder, at såvel selskabernes interne styringsdokumenter som den generelle organisering skal være indrettet til at kunne håndtere prudent person-princippet og dermed PPP-kriterierne inden en given investering foretages.

4.2 Struktureret proces for investering og håndtering

Finanstilsynet forventer, at selskaberne har fastlagt – og følger – en struktureret proces for investeringsbeslutning og for den efterfølgende løbende håndtering af de pågældende investeringer, der sikrer, at selskabet kan leve op til prudent person-princippet og PPP-kriterierne. Det kan f.eks. være sikring af, at investe-

ringen kan understøttes i de nødvendige systemer og at de nødvendige processer og ressourcer til at håndtere investeringen er på plads. Processen skal være tilpasset til hver af de investeringstyper, som selskaberne foretager, f.eks. om der er tale om indirekte investeringer (f.eks. via alternative investeringsfonde) eller direkte investeringer.

Finanstilsynet forventer endvidere, at selskaberne har en struktureret proces for dokumentation og arkivering af al relevant materiale, korrespondance og vurderinger i forbindelse med selskabets investeringer og disses risici. Dette skal medvirke til at sikre effektive processer omkring prudent person-kriterierne, og skal styrke grundlaget for vurdering af fremtidige investeringer.

Processen med at gennemføre relevant due diligence for at identificere risici og potentiale forbundet med investeringen kan være omkostningstung. Det er derfor vigtigt, at ressourcer brugt på due diligence ikke bliver bestemmende for selskabernes investeringsbeslutning. Det afgørende for beslutningen om at investere skal altid være, at den medvirker til at varetage forsikringstagernes og de begunstigedes interesser bedst muligt.

Det skal før og løbende efter investering vurderes, om den enkelte investering passer ind i selskabets ønskede risikoprofil og afkastprofil, samt om investeringen sikrer bedst muligt afkast under hensyn til det, kunderne er stillet i udsigt.

Figur 1: Eksempel på struktureret proces for håndtering af alternative investeringer

Fase 0= Før investering	Fase 1a ⁸⁾ : "initialvurdering"	Fase 1b: Intern analyse	Fase 1c: Due diligence	Fase 2: Investeringsbeslutning	Fase 3: Efter investering
Før investeringssmuligheden modtages/opsøges	Første screening af investeringen	Dybdegående intern analyse af investeringen	Fyldestgående analyse af investeringen	Samlet investeringsbedømmelse	Efterfølgende asset management
Interne styringsdokumenter udarbejdes	Initial vurdering af afkast vs. risiko	Identifikation og måling af risici	Yderligere identifikation og måling af risici	Beslutning træffes (Skal/skal ikke investere)	Dvs. løbende overvågning, kontrol, forvaltning mm.
Dsv. forretningsgange, retningslinjer, processer, mm.	Kilder: fra det kapitaløgende selskab	Kilder: eksterne (offentlige tilgængelige oplysninger)	Kilder: rådgivere og eksperter	Kilder: sammenfatning af alle kilder	Kilder: eksterne oplysninger + oplysninger fra selskabet

⁸⁾ I denne fase (1a, 1b og 1c) foretages investeringsanalyse.

Kilde: Finanstilsynet

En struktureret proces medvirker til at nedbryde de enkelte PPP-kriterier, så selskaberne sikrer, at hver af disse opfyldes, men processen skal også bidrage til at sikre den fornødne funktionsadskillelse mellem de personer, som påtager risici på selskabets vegne, og de personer, som efterfølgende skal håndtere risici. Således forventer Finanstilsynet, at selskaberne sikrer, at personer, der har ansvaret for at udvælge en investering og træffe investeringsbeslutningen, ikke også efterfølgende har ansvaret for den løbende værdiansættelse og rapportering. Funktionsadskillelsen skal sikre, at der ikke opstår interessekonflikter. Det skal i den forbindelse bemærkes, at ledelsesbekendtgørelsens krav til funktionsadskillelse gælder uanset hvilke aktiver, der investeres i.

Selskaberne bør være særlige omhyggelige med opgavevaretagelsen og funktionsadskillelsen i forbindelse med alternative investeringer, idet investeringsmedarbejderen kan have vedvarende roller, efter investeringen er indgået. Et eksempel på dette kunne være løbende opfølgning på en porteføljemanager ved investeringer i alternative investeringsfonde. Selskaberne skal i disse tilfælde kunne dokumentere en klar ansvarsfordeling vedrørende overvågning, værdiansættelse og rapportering, hvoraf det bl.a. fremgår, at medarbejdere involveret i risikotagning ikke også har ansvaret for værdiansættelse og rapportering mv, men f.eks. udelukkende kommer med input til forklaring af et beregnet afkast.

Finanstilsynet forventer, at selskabets risikostyringsfunktion i relevant omfang indgår som en integreret del i vurderingen af risici, jf. artikel 269, stk. 1, litra d og e i Solvens II forordningen, samt ledelsesbekendtgørelsens bilag 6, pkt. 12.

Som minimum (skal ikke ses som udtømmende) forventer Finanstilsynet, at risikostyringsfunktionen inden en investeringsbeslutning vurderer investeringen i de tilfælde, hvor der er tale om en investering, der

- har nye, væsentlige og/eller komplekse risici,
- afviger fra tidligere investeringer,
- potentielt kan påvirke den pågældende porteføljes risikoprofil,
- ligger på kanten af selskabets investeringsstrategi.

Konkret forventer Finanstilsynet, at risikostyringsfunktionen i sådanne situationer foretager en selvstændig vurdering af investeringsafdelingens identificerede risici, samt vurderer om der er uidentificerede risici. Risikostyringsfunktionen skal sikre, at risikostyringssystemet kan håndtere investeringen og efterleve prudent person-princippet, herunder PPP-kriterierne og kravene til den samlede portefølje og dennes risikoprofil. Vurderingen forventes at indgå som en del af det samlede beslutningsgrundlag, som danner rammen for investeringsbeslutningen, hhv. i de efterfølgende rapporteringer, når investeringen er foretaget. På den måde fungerer risikostyringsfunktionen som en forebyggende og integreret del i sikringen af, at prudent person-princippet efterleves, både før og efter investeringen er foretaget.

4.3 PPP-kriterierne

Som omtalt må et selskab alene investere i aktiver, hvortil der knytter sig risici, som det pågældende selskab kan *identificere, måle, overvåge, forvalte, kontrollere* og *rapportere* om.

Kravet gælder uanset om der er tale om alternative eller traditionelle investeringer.

I forhold til alternative investeringer gælder kravet også i samme omfang uanset, hvilken investeringsstruktur selskabet benytter. Der vil forventeligt være forskel på de konkrete processer alt efter, om de alternative investeringer er struktureret som:

- investeringer i fonde
- co-investeringer
- direkte investeringer i kapitalandele uden bestemmende indflydelse
- direkte investeringer i kapitalandele med bestemmende indflydelse (driftsansvar)
- direkte lån og unoterede obligationer
- securitiseringer
- direkte fast ejendom

Ressourceforbrug og tilgang til prudent person-princippet for enkelt investeringer, f.eks. i forbindelse med due diligence og overvågning, vil bero på arten, omfanget og kompleksiteten af den enkelte investerings risici og i hvor høj grad risiciene er velkendte for selskabet. F.eks. kan der være forskel på tilgangen til en fond alt afhængig af, om fonden er kendetegnet ved at have få investorer eller på andre måder minder om en direkte investering, eller om fonden er en åben fond med mange investorer.

Investering f.eks. via en fond fritager ikke selskabets ansvar for at sikre, at investeringen er i overensstemmelse med prudent person-princippet. Selskabet skal således vurdere, om fonden og dens investeringer muliggør, at selskabet kan leve op til prudent person-princippet, herunder PPP-kriterierne, f.eks. ved en vurdering af fondens procedurer for overvågning, forvaltning mv. Kan fonden ikke leve op til det, vil det være en tilsidesættelse af prudent person-princippet og dermed en overtrædelse af § 158 i lov om finansiel virksomhed.

Beslutning om investering i en fond alene på baggrund af historiske resultater, teamsammensætning, strategi mv. uden at vurdere risiciene, det forventede afkast samt selskabets afkastkrav til investeringen, vil ikke være i overensstemmelse med prudent person-princippet.

Nedenfor følger bemærkninger til hvert enkelt af PPP-kriterierne. Det bør holdes i erindring, at det overordnede krav efter § 158 i lov om finansiel virksomhed er, at selskaberne investerer deres aktiver sådan, at forsikringstagernes og de begunstigedes interesser varetages bedst muligt. Det stiller ikke bare krav til afkast, men også til minimering af risiko for tab. I tilfælde af interessekonflikt skal selskaberne sikre, at de investerer på en måde, der tjener forsikringstagernes og de begunstigedes interesser bedst. Overholdelse af § 158 i lov om finansiel virksomhed er ikke alene et spørgsmål om at efterleve PPP-kriterierne, idet disse kriterier blot er en delmængde af forpligtelserne i henhold til § 158, som beskrevet under afsnit 2.

Eksempel 3: Investering i en private equity fond

Med henblik på at give et investeringstilsagn til en private equity fond foretager et selskab due diligence, risikoanalyser og vurderinger af en fonds forretningsmodel, management team, strategi, historik, aftalegrundlag m.v. samt afkastpotentiale og risici i investeringsstrategien. For at selskabet kan gennemføre investeringen skal det vurdere, at fonden og dens underliggende investeringer vil bevirke, at selskabet vil kunne leve op til prudent person-princippet. Selskabet skal herefter løbende overvåge og revurdere investeringen i takt med, at fonden foretager porteføljeinvesteringer og selskabet dermed får et mere konkret informationsgrundlag at vurdere på.

Selskabet gennemlyser investeringen i fonden for at få tilstrækkelig information om selskabet eksponering overfor f.eks. valutarisiko, sektorrisiko, landerisiko mv., ligesom selskabet følger med i de enkelte projekter, og om disse sker i overensstemmelse med fondens investeringsstrategi, og om de kan have indflydelse på risiciene, værdiansættelsen og på den samlede porteføljes risikoprofil.

Selskabet bliver senere tilbudt en co-investering med private equity fonden og får adgang til en række informationer om co-investeringen og de strategiske tiltag, der skal gennemføres i løbet af private equity fondens ejerskab. Selskabet foretager egen due diligence, ligesom selskabet sikrer sig fremadrettet at få de relevante informationer om udviklingen i co-investeringen. På denne baggrund vurderer selskabet, at co-investeringen i det konkrete tilfælde opfylder prudent person-princippet. Selskabet vurderer, at co-investeringen har karakter af en direkte investering, og håndterer investeringen på tilsvarende vis, som direkte investeringer – dog under hensyn til, at informationsgrundlaget kan være mere begrænset end i de investeringer, selskabet selv er med til at drive.

4.3.1 Identificere

Et selskab må alene investere, hvis det kan identificere de risici, der er forbundet med investeringen.

Alt afhængig af, hvad selskabet investerer i, er det muligt at identificere forskellige risikofaktorer. Nogle kan være gennemgående i forhold til de fleste investeringer, andre kan forekomme sjældnere og knytte sig til en specifik form for investering. Sidstnævnte vil særligt være tilfældet for alternative investeringer.

Uanset hvilken type investering, der er tale om, forventer Finanstilsynet, at selskaberne foretager en konkret vurdering af den påtænkte investering med henblik på identifikation af de risici, der kan forventes at være forbundet med investeringen. Der kan være tale om finansielle, juridiske, skattemæssige, tekniske, politiske og operationelle risici såvel som flere andre typer af risici. Risiciene kan både være knyttet specifikt til den enkelte investering (dvs. på mikroniveau) og til udefrakommende forhold (dvs. på makroniveau).

Identifikation af risici har betydning for investeringsbeslutningen, da afdækningen af risici er central for vurderingen af, om en given investering er attraktiv, og for den efterfølgende håndtering af investeringen. Typisk vil der være sammenfald mellem de faktorer, som har betydning for værdiansættelsen af en given investering, og de væsentligste risici, som er forbundet med investeringen. På grund af de karakteristika, der knytter sig til alternative investeringer, jf. afsnit 3, vil identifikation af risici og værdiansættelse som udgangspunkt være mere kompleks end for mere traditionelle investeringer.

Identifikation af risici er ikke kun relevant forud for en investeringsbeslutning, men også i det omfang, der efterfølgende opstår nye risici. Finanstilsynet forventer, at selskaberne ved hjælp af investeringsaftaler, operatøraftaler, ejaftaler m.v. søger at indhente og inddrage de relevante informationer for løbende at kunne vurdere investeringernes tilstand og risici og følge op på disse. I mange alternative investeringer vil det være muligt for selskaberne at forhandle vilkår, hvilket selskaberne bør udnytte for at sikre eksempelvis tilstrækkelig transparens og handlemuligheder i investeringens levetid.

Det er selskabernes ansvar at sikre, at alle relevante risici identificeres. Det indebærer f.eks. for alternative investeringer via fonde, at selskaberne ikke alene kan forlade sig på de oplysninger om risici mv., som de modtager fra fondsmanageren. Det enkelte selskab vil også skulle efterprøve, om fondsmanageren har foretaget korrekt risikoidentifikation af fondens (forventede) risici.

Ved investeringer, som foretages i samarbejde med andre investorer eller med operatører, vil det eksempelvis også være relevant at inddrage samarbejdspartners forhold i identifikationen af risici. Samarbejdspartners finansielle situation og omdømme, samt eventuelle modstridende interesser kan have betydning for de risici, der er forbundet med den givne investering for selskabet.

4.3.2 Måle

Et selskab må alene investere, hvis det kan måle de risici, der er forbundet med investeringen.

Målingen af risici er både relevant i forhold til beslutningen om at foretage en investering og løbende efter, at en investeringsbeslutning er truffet.

Måling af risici kommer til udtryk ved investeringens afkastkrav, som er det afkast, som selskabet vurderer, det skal have for at påtage sig risikoen. Dette opgøres som udgangspunkt ved at måle de væsentligste identificerede risici, som er specifikke for den pågældende investering, og omsætte disse til risikopræmier. Selskabet skal inddrage elementer som aktivets placering i kapitalstrukturen, illikviditet, geografiske risici m.v. i opgørelsen af risikopræmierne. Finanstilsynet forventer specielt, at selskaberne er i stand til at fastlægge investeringens illikviditetspræmie, som modsvarer investeringens manglende likviditet. Finanstilsynet forventer, at kvantificeringen af de individuelle risikopræmier dokumenteres og afkastkravet medtages i grundlaget for investeringsbeslutningen.

Alternative investeringer indebærer ofte også en øget finansiell risiko som følge af højere finansiell gearing (eksempelvis er en høj gearing ofte en del af forretningsmodellen for kapitalfonde). Finanstilsynet forventer derfor også, at fastlæggelse af finansiell risiko indgår som en integreret del af selskabernes opgørelse af afkastkrav.

Finanstilsynet forventer specifikt, at selskaberne adskiller opgørelsen af den finansielle risiko fra investeringsrisikoen med henblik på at vurdere investeringens gearede, hhv. ugearede afkast/risiko-forhold, og kan redegøre for, hvordan afkastkravet er fastsat på hhv. gearet og ugearet niveau.

I den efterfølgende risikomåling skal det sikres, at grundlaget for målingen er korrekt, f.eks. at værdiansættelsen løbende sker til dagsværdi. Den risikoansvarlige skal være betrygget i, at risikomålingen sker på et korrekt grundlag, f.eks. om værdiansættelsesmodellerne afspejler de risici identificeret for investeringerne, og at værdiansættelsesmodellerne kan benyttes til risikostyringsformål.

4.3.3 Overvåge

Et selskab må alene investere, hvis det kan overvåge de risici, der er forbundet med investeringen.

Kravet indebærer, at selskaberne skal være i stand til at følge udviklingen i de væsentligste identificerede risici forbundet med en given investering og dermed også løbende kunne vurdere investeringens risici og værdi.

Overvågningen er relevant i forhold til de risici, der er identificeret forud for en investeringsbeslutning såvel som uforudsete risici.

Overvågningen af risiciene skal danne grundlag for, at selskaberne løbende kan træffe velfunderede beslutninger om forvaltningen af deres investeringer. Finanstilsynet forventer derfor, at selskabernes overvågning sker løbende og med en hyppighed, der sikrer, at de kan reagere overfor såvel positive som negative udviklinger i investeringerne.

Hvis en investering udvikler sig negativt i forhold til det forudsatte, forventer Finanstilsynet, at det pågældende selskab intensiverer overvågningen af investeringen. Ved en negativ udvikling vil der kunne være behov for, at selskabet reagerer hurtigt for at forsvare værdien af investeringen og dermed varetage forsikringstagernes og de begunstigedes interesser bedst muligt.

Ved investeringer i alternative aktiver via fonde skal selskabet overvåge, at fonden holder sig inden for det mandat, der ligger til grund for investeringen. Sker det ikke, og bevæger fonden sig uden for mandatet, kan det medføre, at selskabet er i strid med prudent person-princippet. Selskaberne skal fastlægge krav til rapportering og muligheden for løbende at indhente informationer for at sikre, at selskabet løbende kan overvåge risiciene i investeringen, der sikrer, at selskabet efterlever prudent person-princippet.

4.3.4 Forvalte

Et selskab må alene investere, hvis det kan forvalte de risici, der er forbundet med investeringen. Rent praktisk indebærer det, at selskabet *aktivt tager stilling til og i relevant omfang handler* over for udviklingen i de risici, der er forbundet med en given investering og værdien af selve investeringen.

Forvaltningen af risici kan både være et spørgsmål om løbende tilpasninger af investeringen (f.eks. for at realisere en kursgevinst), såvel som et spørgsmål om risikoreduktion (risk mitigation), herunder helt at afhænde investeringen. Hvor det er relativt ukompliceret at agere, såfremt der investeres i likvide børsnoterede værdipapirer, som kan afhændes via markedet, vil det som udgangspunkt være mere vanskeligt for så vidt angår alternative investeringer.

Selskabet skal således, inden investeringsbeslutningen træffes, forholde sig til, hvilke muligheder selskabet reelt har for at forvalte investeringen og hvilke handlemuligheder selskabet som minimum ønsker at have for at kunne agere i tilfælde af, at investeringen ikke udvikler sig som forventet, jf. eksemplerne nedenfor. En væsentlig del heraf er, at selskaberne råder over de fornødne ressourcer til at kunne udføre de handlinger, som er identificeret. Det betyder eksempelvis, at det enkelte selskab kan allokere medarbejdere til håndtering af en nødlidende investering uden, at det påvirker kvaliteten i selskabets øvrige investeringsaktiviteter.

Eksempel 4: Handlinger som selskaberne kan tage i brug afhængig af den enkelte investering og de aftaler der er indgået

- Opfølgningsmøde med fondsforvalter
- Investor Advisory Board behandling
- Genforhandling af kontrakter
- Opsigelse af samarbejdet med fondsforvalter
- Påvirkning af bestyrelse
- Indflydelse via ekstraordinær generalforsamling
- Overveje yderligere kapitaltilførsel til investeringen
- Test af covenants i låneaftaler
- Tage retslige skridt (klagesag, markedslejesag, erstatningssag)
- Gennemføre driftsmæssige ændringer (i investeringer med bestemmende indflydelse)
- Afhændelse eller terminering af investeringen

For de identificerede handlemuligheder bør selskabet vurdere tidsaspektet for handlingerne, hvilke kompetencer og ressourcer der kræves for at udføre handlingerne, og hvilke omkostninger der er forbundet hermed.

Selskabet bør også overveje, hvilke hændelser i forbindelse med den enkelte investering, der kan give anledning til handling, og hvilke af de identificerede handlemuligheder, der kan anvendes. Dette vil synliggøre, hvornår og hvordan investeringsorganisationen påtænker at forvalte investeringen, og hvilke muligheder selskabet reelt har for håndtering ved indtrufne hændelser. Selskabet bør tage stilling til, hvordan investeringen i sidste ende tænkes realiseret og hvad mulighederne er for førtidigt exit. På den måde kan selskabet hurtigere reagere i tilfælde af, at en situation skulle opstå. Selskabets afklaring af de forskellige handlemuligheder vil endvidere være med til at give selskabet et billede af de risici, der skal tages højde for, når afkastkravet fastsættes.

4.3.5 Kontrollere

Et selskab må alene investere, hvis det kan kontrollere de risici, der er forbundet med investeringen.

Kravet er både relevant, når selskabet skal beslutte, om en given investering skal foretages, og i forhold til forløbet efter en investeringsbeslutning. Kravet skal medvirke til, at selskabet træffer en investeringsbeslutning på det bedst mulige grundlag og efterfølgende medvirke til, at selskabet løbende har et korrekt billede af investeringens risici og dens værdi.

Kravet om kontrol indebærer, at selskabet skal kontrollere udførte opgaver i forbindelse med at investeringen identificeres, måles, overvåges, forvaltes og rapporteres. Selskabet skal sikre, at der er fastlagt kontrolprocesser forinden investeringen foretages, samt at der er tilstrækkelige ressourcer i organisationen til løbende at udføre kontrollen.

Eksempel 5: Kontroller af udførte opgaver (ej udtømmende)

- Er due diligence udført efter forretningsgangen?
- Er værdiansættelsen udført efter forretningsgangen?
- Er investeringsrammer overholdt?
- Er data i rapportering korrekt?
- Er ind- og udbetalinger sket korrekt, rettidigt og er bogført korrekt?
- Er aktiver tilstede?
- Er data og beregninger i informationssystemer korrekte?

Selskabet skal endvidere verificere, om de vurderinger af risici, der ligger til grund for den beregnede værdiansættelse, er korrekte, f.eks. om alle relevante risici for en investering er identificeret, jf. også risikostyringsfunktionens ansvarsområde beskrevet ovenfor.

Selskabet skal efter en investeringsbeslutning løbende foretage kontroller med en hyppighed, der sikrer, at selskabet kan reagere på ændringer i risikobilledet. Karakteren af kontrollerne vil afhænge af, om der er tale om alternative eller mere traditionelle investeringer. Hvis kontrollen viser, at risikobilledet ikke er korrekt, skal selskabet vurdere, om der er behov for at reagere på det.

I forhold til værdiansættelse betyder fraværet af aktive markeder, at alternative investeringer værdiansættes på baggrund af andre inputs end markedsbaserede inputs, dvs. inputs, som ikke nødvendigvis er observerbare for offentligheden (eksempelvis fremskrevne eller budgetterede data på baggrund af forudgående analyser). Det stiller derfor større krav ved alternative investeringer til selskabernes interne systemer og kontroller til sikring af, at værdiansættelsen er relevant og pålidelig. Det gælder ikke mindst øgede krav til de interne kontrolprocesser. Disse kontrolprocesser skal sikre en regelmæssig og uafhængig gennemgang samt kontrol af det anvendte datainput og de antagelser, der anvendes i værdiansættelsesmodellerne, modellernes resultater og modellens egnethed til værdiansættelse.

4.3.6 Rapportere

Et selskab må alene investere, hvis det kan rapportere om de risici, der er forbundet med investeringen.

Rapporteringskravet indebærer, at der rapporteres opad i organisationen. Det skal sikre, at der i selskabets ledelse, særligt i bestyrelsen, til enhver tid er overblik over og forståelse for de risici, som selskabet er eksponeret mod eller overvejer at eksponere sig mod.

Selskabet skal via de interne styringsdokumenter sikre, at der er klare procedurer for rapporteringen, samt at der er taget stilling til, hvilke oplysninger der skal rapporteres til ledelsen, og med hvilken hyppighed. Finanstilsynet forventer i den forbindelse, at de interne styringsdokumenter eksplicit tager stilling til behovet for rapportering til ledelsen om f.eks. alternative investeringer. Bestyrelsen skal tage stilling til, hvilke typer af investeringer bestyrelsen ønsker løbende at blive orienteret om. Der kan f.eks. være tale om komplekse investeringer, store eller for selskabet nye typer af investeringer, eller investeringer foretaget som følge af et væsentligt område i selskabets investeringsstrategi.

Rapporteringen skal indeholde oplysninger, som er forbundet med selskabets investeringer. I relevant omfang bør det også indeholde oplysninger om konkrete investeringer. Rapporteringen skal sætte ledelsen i stand til at træffe beslutning om handlinger, der er nødvendige som følge af udviklingen i investeringerne. I den forbindelse forventer Finanstilsynet, at rapporteringen også indeholder oplysninger om væsentlige forvaltningsmæssige begivenheder, som eventuelt kan påvirke værdiansættelsen af konkrete investeringer.

Formålet med rapporteringskravet er det samme uanset, hvad selskaberne investerer i. Ledelserne skal have overblik over og forstå de risici, som er forbundet med investeringerne, og dermed kunne vurdere, om de afkast, der opnås, modsvarer risiciene. På grund af alternative investeringers karakteristika i forhold til traditionelle investeringer, herunder bl.a. mængden, kvaliteten og validiteten af de oplysninger, som ligger til grund for investeringen, vil der i praksis være større krav til rapporteringen om alternative investeringer end til traditionelle investeringer.

Finanstilsynet, den 27. juni 2018

CARSTEN BROGAARD

/ Per Plougmand Bærtelsen

- 1) Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/138/EF af 25. november 2009 (med senere ændringer) om adgang til og udøvelse af forsikrings- og genforsikringsvirksomhed (Solvens II).
- 2) Bekendtgørelse nr. 1723 af 16. december 2015 om ledelse og styring af forsikringsselskaber m.v., som ændret ved bekendtgørelse nr. 637 af 1. juni 2017 og bekendtgørelse nr. 1169 af 31. oktober 2017.
- 3) 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).
- 4) Bekendtgørelse nr. 594 af 31. maj 2017 om værdiansættelse af aktiver og passiver, herunder forsikringsmæssige hensættelser, for gruppe 1-forsikringsselskaber m.v.
- 5) Defineres som et marked, hvor transaktioner med aktivet eller forpligtelsen finder sted med tilstrækkelig hyppighed og i et tilstrækkeligt omfang til løbende at give prisfastsættelsesoplysninger. Definitionen stammer fra internationale regnskabsstandarder (IAS, IFRS 13) og er for forsikringsselskaber og tværgående pensionskasser implementeret i bilag 1, nr. 0, i bekendtgørelse nr. 937 af 27. juli 2015 om finansielle rapporter for forsikringsselskaber og tværgående pensionskasser.
- 6) Se herom i bekendtgørelse nr. 782 af 26. juni 2013 om alternative investeringsfonde i EU-området. Tilsvarende fonde udenfor EU-området ses også som alternative investeringer. Når der i denne vejledning omtales fonde, menes der i denne sammenhæng fonde, som har karakteristika som beskrevet i afsnit 3.
- 7) Bestyrelser styrkes efter nye krav, jf. link: <http://www.finanstilsynet.dk/da/Nyheder-og-Presse/Pressemeddelelser/Arkiv/Presse-2013/Bestyrelser-styrkes-efter-nye-krav>