

Værdiansættelse af illikvide alternativer og ejendomsinvesteringer

1. Baggrund og formål

I det følgende beskrives principper og metoder for PensionDanmarks værdiansættelse af illikvide alternativer og danske ejendomsinvesteringer baseret på PensionDanmarks gældende værdiansættelsespolitik, som er vedtaget og godkendt af PensionDanmarks bestyrelse. Ved "*illikvide alternativer*" forstås i det følgende direkte investeringer, co-investeringer, direkte udlån til projekter og virksomheder samt fondsinvesteringer.

Nedenstående er udarbejdet med henblik på at sikre åbenhed om PensionDanmarks værdiansættelse af illikvide alternativer og danske ejendomsinvesteringer i overensstemmelse med Forsikring & Pensions branche henstilling herom.

Formålet med PensionDanmarks værdiansættelsespolitik er at sikre, at PensionDanmark har processer og metoder, der understøtter en retvisende løbende værdiansættelse af illikvide alternativer og danske ejendomsinvesteringer ("**Investeringerne**") samt en tilstrækkeligt kritisk stillingtagen til informationer og benyttede input i værdiansættelsesmodellerne, herunder eksempelvis markedsindeks, risikopræmier og korrelationer mv.

Der er i PensionDanmark nedsat en værdiansættelseskomité for illikvide alternativer og danske ejendomsinvesteringer (efterfølgende benævnt "**Komitéen**"), der løbende vurderer, og i passende omfang tilpasser, værdiansættelsesprocesserne og herunder tilsikrer:

- at der fastlægges betryggende værdiansættelsesmetoder på tværs af Investeringerne, som så vidt muligt skal baseres på markedsinput og data, som bedst muligt reflekterer de specifikke markedsforhold og risikofaktorer for aktivet eller porteføljen;
- at nødvendige værdireguleringer af Investeringerne sker tilstrækkeligt hurtigt og hyppigt, jf. nærmere under afsnit 2.2;
- at det løbende vurderes, om de likvide markedsindeks (markedsproxyer), som benyttes i den løbende værdiansættelse af Investeringerne er relevante i forhold til det enkelte aktiv/portefølje, herunder i forhold til sektoreksponering, investeringstype, geografisk område mv., jf. nærmere under afsnit 2.3;
- at det løbende vurderes, om de i værdiansættelsesprocessen anvendte følsomhedsfaktorer, der udtrykker det forventede gennemslag fra udsving i de benyttede likvide markedsindeks på markedsværdien af Investeringerne er retvisende, jf. nærmere under afsnit 2.4;
- at det kontrolleres, at der fastsættes tærskelværdier, så det sikres, at væsentlige udsving i de benyttede markedsindeks, som må antages at påvirke markedsværdierne af Investeringerne, indgår i værdiansættelserne, jf. nærmere under afsnit 2.5;

Til værdiansættelseskomitéen udarbejdes der kvartalsvise backtest af værdiansættelserne for at vurdere præcisionen af de daglige værdiansættelser og for at vurdere om der er grundlag for justering af værdiansættelsesmodellen, herunder anvendte markedsproxyer og følsomhedsfaktorer. Komitéen gennemgår og evaluerer de nævnte backtest og tager konkret stilling til, om der er behov for at tilpasse modellerne.

2. Værdiansættelsesprocessen

Værdiansættelsesproces og metodikker for Investeringerne varierer afhængigt af, om investeringen er struktureret som (i) fondsinvestering, (ii) co-investering, (iii) direkte investering, (iv) direkte udlån eller (v) ejendomsinvestering.

Fælles for Investeringerne er dog, at der i videst muligt omfang skal inddrages eksterne input fra markedsdata og likvide markeder samt at det skal tilstræbes, at der med jævne mellemrum er eksterne værdiansættelsesrådgivere involveret i værdiansættelsesprocesserne og at det er anerkendte revisorer, der årligt reviderer investeringerne.

2.1 Markedsbevægelser og ændringer i risikobilledet

Der vurderes løbende, om der er væsentlige ændringer i risikobilledet/særligt volatile finansielle markeder, som er relevante i forhold til værdiansættelserne og som der ikke er taget højde for i den eksisterende værdiansættelsesproces og de anvendte værdiansættelsesmodeller, jf. nedenfor i punkt 2.2.

2.2 Hyppighed/frekvens for værdiansættelser

Investeringerne testes for behov for værdijusteringer eller værdijusteres dagligt alt efter de forskellige markedsforhold og karakteristika for de enkelte aktivklasser, hvilket blandt andet gøres med afsæt i de i punkt 2.3-2.5 oplistede metoder og input.

Herudover mødes Komiteen minimum én gang om måneden, hvor der tages stilling til værdiansættelsen af Investeringerne.

På de ordinære månedsmøder i Komiteen evalueres den daglige værdiansættelsesproces af den samlede portefølje af illikvide alternativer henholdsvis danske ejendomsinvesteringer, og det drøftes om der er behov for at justere / ændre de benyttede værdiansættelsesmodeller. Desuden drøftes og godkendes ændringer af værdiansættelserne, såfremt der er specifikke forhold i de enkelte investeringer, som giver anledning til justering af værdiansættelsen.

I tilfælde af særlige forhold i de enkelte underliggende investeringer eller meget volatile forhold i de børsnoterede markeder, som de eksisterende værdiansættelsesmodeller ikke vurderes at tage højde for, bliver der indkaldt til ekstraordinære møder i Komiteerne, såfremt det i den forbindelse vurderes, at der er behov for at justere værdiansættelserne af Investeringerne.

2.3 Markedsproxyer

Der er fastlagt metoder til at korrigere værdiansættelserne af de illikvide alternativer. Imellem, at der typisk på måneds- eller kvartalsbasis modtages nye eksterne værdiansættelser fra diverse forvaltere og samarbejdspartnere, benyttes likvide markedsproxyer til sammenlignelige likvide investeringer for værdiudviklingen i de illikvide alternativer.

For Private Equity-investeringer benyttes udviklingen i en række MSCI indeks, som afspejler Private Equity porteføljens på sektor og geografi.

For Grøn infrastruktur investeringer anvendes der inflation-, rente- og valutaudvikling indenfor relevante geografier.

For kreditinvesteringer anvendes forskellige markedsindeks, herunder Markit AAA indeks for højt ratede kreditinvesteringer, Credit Suisse Leverage Loan indeks samt Bank of America High Yield indeks. Også her anvendes geografisk fokuserede indeks alt efter den underliggende kreditinvestering.

2.4 Følsomhedsfaktorer

I den løbende værdiansættelse af de unoterede investeringer benyttes endvidere følsomhedsfaktorer til at justere for, at de illikvide alternativer ikke nødvendigvis følger markedsudviklingen 1:1 til den anvendte markedsproxy. Disse følsomhedsfaktorer er fastsat baseret på regressionsanalyser af PensionDanmarks historiske fondsafkast og afkastet på markedsproxyerne.

For Private Equity-investeringerne anvendes følsomhedsfaktorer på mellem 0,26 og 0,41.

For infrastrukturinvesteringer og ejendomsfonde anvendes følsomhedsfaktorer på mellem 0,13 og 0,42.

For kreditinvesteringer anvendes følsomhedsfaktorer på mellem 0,5 og 1,0, alt efter typen af krediteksposering og hvor stor en korrelation der vurderes at være med det valgte indeks.

2.5 Tærskelværdier

Erfaringsmæssigt påvirkes markedsværdien af unoterede investeringer ikke af mindre udsving i de likvide markeder. Derfor er det valgt af benytte tærskelværdier. Først når udsvingene i de anvendte markedsproxyer overskrider de fastsatte tærskelværdier, og det derfor vurderes, at udsving i de likvide markeder har en påvirkning på værdiansættelserne, som ikke er reflekteret i de seneste anvendte eksterne værdiansættelser, overgås der til en daglig justering af værdiansættelsen med de relevante markedsproxyer og følsomheder.

Niveauet for tærskelværdier er generelt fastsat til hvad der svarer til 0,67 standardafvigelse på de historiske kursudsving i de valgte markedsindeks. Standardafvigelse på kreditfonde er dog 0,5, da det vurderes, at kreditfondes værdiansættelser følger markedet tættere end øvrige fonde.

2.6 Informationer og input i værdiansættelsesmodellerne

Eksterne informationskilder, der bruges til værdiansættelsen af Investeringerne skal løbende evalueres internt, herunder f.eks. kurser fra eksterne parter, markedsindeks, risikopræmier, såvel som kvalitative informationer mv.

2.7 Fondsinvesteringer

Værdiansættelsesprocessen for fondsinvesteringer tager typisk sit udgangspunkt i den kvartalsmæssige eksterne rapportering og værdiansættelse fra de enkelte eksterne forvaltere, og er baseret på fondenes værdiansættelsesmetoder, værdiansættelsespolitikker samt den underliggende regnskabslovgivning, som fondene er underlagt.

Hvis der i perioden mellem der modtages opdaterede værdiansættelser fra kapitalforvalterne indtræffer enkeltstående forhold (idiosynkratiske risici) enten på fondsniveau eller i enkelte større porteføljeinvesteringer, som vurderes at have en væsentlig påvirkning på markedsværdien af fonden som en helhed, foretages der en justering af fondens skønnede markedsværdi. Herudover overgås der til daglig værdiansættelse, såfremt udsvingene i de fastsatte markedsproxyer – målt i forhold til seneste eksterne værdiansættelse – overstiger de fastsatte tærskelværdier. Når der modtages en ny ekstern værdiansættelse fra forvalteren, er det den der benyttes og fastholdes indtil udsvingene i den relevante markedsproxy eventuelt overstiger tærskelværdien eller der modtages en ny værdiansættelse fra forvalter.

2.8 Co-investeringer

For så vidt angår co-investeringer er disse ofte i en struktur og med en rapportering, som har samme karakteristika som fondsinvesteringer.

Co-investeringer i infrastruktur har oftest en detaljeret rapportering, som muliggør fastlæggelse af et estimat for afkastskabelse fra den daglige drift (fremskrivningsfaktor).

Co-investeringer omfattes derfor af samme værdiansættelsesproces som fondsinvesteringer jf. 2.7 ovenfor. Herudover værdijusteres co-investeringer i infrastrukturinvesteringer dagligt med det estimerede forventede afkast fra den løbende drift.

2.9 Direkte egenkapital investeringer

I værdiansættelsesprocessen for direkte investeringer vil der typisk ikke indgå eksterne værdiansættelsesestimater, hvorfor processen derfor baseres på modelbaserede værdiansættelsesmodeller eller på baggrund af eksterne værdiansættelsesestimater fra anerkendte eksterne rådgivere.

Modelbaserede værdiansættelsesmetoder skal tage udgangspunkt i en finansiell model, hvor markedsværdierne beregnes på baggrund af opdaterede fremskrivninger af de forventede pengestrømme for investeringen tilbage-diskonteret til nutidsværdi baseret på en fastsat diskonteringsfaktor (afkastkrav), hvori markedets afkastforventninger og eventuelle specifikke risikopræmier er reflekteret.

PensionDanmarks værdiansættelse af direkte investeringer baserer sig som udgangspunkt på de interne udarbejdede værdiansættelsesmodeller. De direkte investeringer fremskrives dagligt med afkastkravet, for at tage højde for den løbende driftsindtægt. Herudover foretages der dagligt en vurdering og beregning af den forventede effekt på værdiansættelserne i de enkelte direkte investeringer i forbindelse med større udsving i de børsnoterede markeder for at sikre, at værdiansættelserne reflekterer relevante væsentlige markedsudsving, som ikke vurderes at ville være reflekteret i den senest udarbejdede værdiansættelse, jf. afsnit 2.1 ovenfor.

2.10 Direkte udlån

De direkte udlån værdiansættes dagligt til skønnet markedsværdi gennem enten en markedsbaseret værdiansættelse baseret på sammenlignelige låns prisfastsættelse i de likvide markeder eller en modelbaseret værdiansættelse. Som minimum halvårligt skal følgende faktorer opdateres / genovervejes, og indgå i værdiansættelsen:

- En opdateret kreditvurdering, primært baseret på en struktureret kreditrating-model af det pågældende selskab under hensyntagen til lånets placering i kapitalstrukturen, herunder om der er behov for nedskrivning af lånets værdi på grund af væsentlig forringelse af kreditkvaliteten af lånet.
- En overordnet vurdering af, om der er væsentlige ændringer i illikviditetspræmier, som ikke er afspejlet i værdiansættelsen af lånets seneste værdiansættelse.
- Overvejelser omkring påvirkning på værdiansættelse af eventuelle væsentlige ændringer af betingelser for lån.

2.11 Ejendomsinvesteringer

Ejendomsinvesteringer, som er foretaget i en fondsstruktur (primært udenlandske ejendomme) følger værdiansættelsesproces og -principper for fondsinvesteringerne (se ovenfor under punkt 2.7).

I værdiansættelsesprocessen for direkte ejendomsinvesteringer vil der typisk ikke indgå eksterne værdiansættelsesestimater, hvorfor processen derfor skal baseres på modelbaserede værdiansættelsesmodeller, multipelbaserede modeller eller på baggrund af eksterne værdiansættelsesestimater fra anerkendte eksterne rådgivere/mæglere.

Erhvervsejendomme (kontor, retail, butik, logistik/industri, hotel) værdiansættes med udgangspunkt i en afkastmodel. Alle ejendomsinvesteringer fremskrives dagligt med det forudsatte afkastkrav for løbende at indregne driftsafkast/værdiskabelse (dog ikke ejendomme under opførelse/udvikling, hvor værdiansættelsen i stedet reguleres i forhold til opnåede milepæle i projektet).

Derudover genbesøges afkastkrav og markedsleje som minimum hvert kvartal, på basis af input fra ekstern rådgiver/mægler. Det påhviler værdiansættelseskomitéen at forholde sig kritisk til det modtagne input fra ekstern rådgiver/mægler og evt. tillægge en anden vurdering.

For så vidt angår erhvervsejendomme (kontor, retail, butik, logistik/industri, hotel) skal der i tillæg til ovenstående foretages en justering af værdiansættelsen ved ejendomsspecifikke hændelser, herunder eksempelvis ved nyudlejninger, opsigelser, ændringer i vurdering af lejerbonitet, genforhandlinger af kontrakter etc.

For så vidt angår boligejendomme til udlejning skal der i tillæg til ovenstående løbende foretages en vurdering af de anvendte forudsætninger om driftsomkostninger og tomgang i forhold til de faktiske observerede forhold. Boligejendomme til udlejning såvel som boligejendomme til salg skal værdiansættes i en DCF-model, hvor der skal indlægges forudsætninger om salgstid, salgspriser, omkostninger og afkastkrav, ligesom der som minimum kvartalsvist foretages en regulering af værdiansættelsen i forhold til de i den forgangne periode faktisk konstaterede salg.

Færdige OPP-ejendomme værdiansættes i en DCF-model, hvor afkastkravet opbygges med udgangspunkt i den risikofrie rente med tillæg af illikviditetspræmie, kompleksitetspræmie og modpartsrisiko til at dække en operatørs eventuelle konkurs eller misligholdelse af kontrakten.

Alle ejendomme under opførelse tager udgangspunkt i, hvad ejendommen vil være værd som færdig ejendom vurderet efter principperne ovenfor. I afkastkravet tillægges ekstra præmier til at dække konstruktionsrisikoen, der løbende nedbringes i takt med at byggeriet færdiggøres.

Til løbende at kalibrere de anvendte værdiansættelser foretages på møderne i værdiansættelseskomitéen en vurdering af en række udvalgte børsnoterede ejendomsindeks, udviklingen af den risikofrie rente samt salgspriser for ejerlejlighedsmarkedet.