



Svar

Til Kultur- og fritidsborgmester Mia Nyegaard

Svar på bestilling vedrørende unoterede værdipapirer

I forbindelse med Økonomiudvalgets behandling af punkt 3, "Københavns Kommunes finansielle risikopolitik og politik for ansvarlige investeringer" på møde den 14. juni 2022 blev Økonomiforvaltningen bedt om svar på, hvordan der kan arbejdes videre med muligheden for at investere i unoterede værdipapirer.

Økonomiforvaltningens svar

Det er Økonomiforvaltningens forståelse, at spørgsmålet blev stillet på baggrund af notatet "Retlige rammer for grønne og sociale investeringer" udarbejdet af Horten, hvor det fremgik om investering i unoterede værdipapirer via en UCITS (som Københavns Kommunes investeringsforening er), at de retlige rammer gør det muligt at foretage sådanne investeringer (sociale og grønne investeringer i unoterede værdipapirer), men at der gælder en række betingelser, som i praksis er vanskelige at opfylde og/eller forbundet med væsentlige omkostninger.

Økonomiforvaltningen har derfor bedt Deloitte om at bistå med en afdækning af de markedsmæssige muligheder for at foretage investering i unoterede værdipapirer via UCITS. Altså en afklaring af markedets vurdering af investering i unoterede værdipapirer, og om der er kapitalforvaltere og administratorer af investeringsforeninger, der i praksis kan og vil tilbyde en sådan mulighed.

Deloitte har haft dialog med de to administratorer af investeringsforeninger, som umiddelbart forventes at udgøre markedet, samt flere kapitalforvaltere.

Det fremgår bl.a. af Deloitte's undersøgelse, at

- Overordnet set, gav alle dialogdeltagere udtryk for, at unoterede værdipapirer ikke er et produkt de i udgangspunktet vil kunne tilbyde Københavns Kommune indenfor de givne rammer i Kommunens Investeringsforening.
- Teoretisk er investeringer i unoterede værdipapirer via UCITS muligt, men det er ikke en løsning, som kapitalforvaltere har på hylden. Selv hvis kapitalforvalterne får løsningen på hylden, så bliver det meget omkostningstungt i praksis.

06-12-2022

Sagsnummer i F2
2022 - 16174

Dokumentnummer i F2
2129297

Sagsnummer eDoc
2022-0335492

Sagsbehandler
Hans M.S. Christensen

- Tilbage meldingerne fra markedsdialogen indikerer, at det ikke er en praktisk mulighed for markedet at investere i unoterede værdipapirer via UCITS, da det ikke er et produkt der pt. udbydes og hvis det skulle udbydes, vil det være vanskeligt at imødekomme kriterierne om begrænset tabsrisiko, likviditet og værdiansættelse, som eksisterer for UCITS.
- Unoterede værdipapirer er i udgangspunktet illikvide og har typisk en investeringshorisont (bindingsperiode) på 10 år eller mere, hvilket kolliderer med kriteriet for UCITS vedr. værdipapirernes likviditet. De unoterede værdipapirers illikviditet må ikke bringe investeringsforeningens evne til at efterleve kravet om indløsning af andele til enhver tid, hvilket i praksis betyder, at aktiverne skal være likvide dvs. at de til enhver tid kan indløses. Markedsdialogen peger på, at dette krav ikke kan imødekommes.

Henset til de omkostninger og risici, der er forbundet med investering i unoterede værdipapirer, og på baggrund af Deloitte's markedsafdækning, der viser, at der i praksis ikke er kapitalforvaltere og administratorer, der tilbyder investering i unoterede aktier indenfor rammerne af en UCITS, vil den kommende tilbudsindhentning ikke omfatte investeringer i unoterede værdipapirer.

Deloitte nævner, at såfremt kommunen ønsker at teste markedet yderligere i relation til investering i unoterede værdipapirer i kommunens investeringsforening, kan dette eventuelt indgå i forbindelse med tilbudsindhentning af kapitalforvaltning og administration.

Deloitte anbefaler i den forbindelse, at investering i unoterede værdipapirer bør ske som en option – ikke som et krav – med den baggrund, at markedsdialogen indikerer, at unoterede værdipapirer er et produkt, som mange kapitalforvaltere og administratorer vil have svært ved at tilbyde kommunen, og et udbud hvor unoterede værdipapirer indgår som en del af investeringsrammerne kan afskrække potentielle bydere.

Bilag

- Opsamling og bemærkninger fra markedsdialog om investeringer i unoterede værdipapirer (Notat af Deloitte)

16. november 2022

Notat

Opsamling og bemærkninger fra markedsdialog om investeringer i noterede værdipapirer

Københavns Kommune ("KK" eller "Kommunen") har på baggrund af et medlemsforslag ønsket at afsøge muligheden for at kunne foretage (mindre) investeringer i noterede værdipapirer i Kommunens investeringsforening Profil Invest, afdeling KK (UCITS) ("Kommunens Investeringsforening").

Kommunen har tidligere fået foretaget en juridisk vurdering af muligheden for investeringer i noterede værdipapirer ved Horten, som finder, at de retlige rammer ikke er til hinder for, at Kommunen kan foretage investeringer i grønne og sociale projekter via Kommunens Investeringsforening eller via en AIF. Der gælder dog en række betingelser, som i praksis kan være vanskelige at opfylde og/eller forbundet med væsentlige omkostninger.

Deloitte har i perioden 19. september 2022 til 14. oktober 2022 bistået KK med en markedsafdækning vedr. noterede værdipapirer. Formålet med markedsdialogen er at afdække, hvorvidt det er praktisk muligt at investere i noterede værdipapirer via Investeringsforeningen Profil Invest (UCITS), dvs. hvorvidt der er administratorer og forvaltere, der kan og ønsker at varetage en sådan opgave.

Kommunen har besluttet, at de ikke ønsker at investere i alternative investeringsfonde (AIF'er), hvorfor denne mulighed ikke er afdækket i markedsdialogen og nærværende notat.

Konklusion

Overordnet set, gav alle dialogdeltagere udtryk for, at noterede værdipapirer ikke er et produkt de i udgangspunktet vil kunne tilbyde Københavns Kommune indenfor de givne rammer i Kommunens Investeringsforening.

Teoretisk er investeringer i noterede værdipapirer via UCITS muligt, men det er ikke en løsning, som kapitalforvaltere har på hylden. Selv hvis kapitalforvalterne får løsningen på hylden, så bliver det meget omkostningstungt i praksis.

Tilbagemeldingerne fra markedsdialogen indikerer, at det ikke er en praktisk mulighed for markedet at investere i noterede værdipapirer via UCITS, idet dialogdeltagerne indikerede, at investering i noterede værdipapirer via UCITS er vanskeligt, særligt er det vanskeligt at imødekomme kriterierne om begrænset tabsrisiko, likviditet og værdiansættelse.

Markedsdialogen pegede på, at tabsrisikoen i udgangspunktet er begrænset til den indskudte kapital, men særligt for opstartsvirksomheder vil investorer ofte møde behov for yderligere indskydelse af kapital.

Noterede værdipapirer er i udgangspunktet illikvide og har typisk en investeringshorisont (bindingsperiode) på 10 år eller mere, hvilket kolliderer med kriteriet for UCITS vedr. værdipapirernes likviditet. De noterede værdipapirers illikviditet må ikke bringe investeringsforeningens evne til at efterleve kravet om indløsning af andele til enhver tid, hvilket i praksis betyder, at aktiverne skal være likvide dvs. at de til enhver tid kan indløses. Markedsdialogen peger på, at dette krav ikke kan imødekommes.

Det er et krav, at der skal kunne foretages en pålidelig, periodisk værdiansættelse af de unoterede værdipapirer baseret på oplysninger fra udstederen af værdipapiret eller pålidelige investeringsanalyser. I den forbindelse pegede markedsdialogen på, at det i udgangspunktet er administrator der vil skulle varetage en sådan opgave, og at administrator udelukkende har erfaring med dette for modne, professionelle selskaber i form af eksempelvis private equity fonde. Det er derfor forbundet med usikkerhed, om dette krav kan efterleves af en administrator, og det vil i så fald kræve, at selskabet der investeres i, har pålidelige og professionelle markedsdatalleverandører. Derudover vil periodiske værdiansættelser være meget omkostningstungt, hvis der kan identificeres en leverandør til opgaven.

Markedstest

Markedsdialogen peger på, at unoterede værdipapirer ikke er et produkt de i udgangspunktet vil kunne tilbyde Københavns Kommune indenfor de givne rammer i Kommunens Investeringsforening. Såfremt Kommunen alligevel ønsker at teste markedets parathed yderligere, kan Kommunen vælge at inkludere unoterede værdipapirer i sine investeringsrammer som en option i forbindelse med udbud af kapitalforvaltning og administration af Kommunens Investeringsforening. Vi anbefaler en option med den baggrund, at markedsdialogen indikerer, at unoterede værdipapirer er et produkt, som mange kapitalforvaltere og administratorer vil have svært ved at tilbyde Kommunen, og et udbud hvor unoterede værdipapirer indgår som en del af investeringsrammerne kan afskrække potentielle bydere.

En proces herfor kunne se således ud:

- Der indarbejdes en option på en alternativ investeringsramme for Kommunens Investeringsforening, som indeholder unoterede værdipapirer. Det oplyses, at tilbuddet på optionen gives under den forudsætning, at Kommunens finansielle risikopolitik opdateres, således at den kan rumme unoterede værdipapirer.
- Optionen vægtes evalueringsteknisk. Vægtningen kan i givet fald eksempelvis udgøre 5 %, men dette skal analyseres og evalueres nærmere, i det tilfælde man vælger at inkludere optionen.

Det anbefales, at tilbudsgivere fortsat er konditionsmæssige, selvom de ikke måtte vælge at give tilbud på ovennævnte option. Derudover er det Deloitte's vurdering, at optionen vil medføre flere spørgsmål fra markedet og behov for flere dialogmøder, hvilket vil gøre selve udbuddet mere bekosteligt. Det er vores anbefaling, at fokus så vidt muligt fortsat skal være på forvaltning og administration af Investeringsforeningen som helhed, hvor unoterede værdipapirer udgør en relativt lille del af den samlede kapital under placering.

Metode for markedsdialog

Markedsdialogen blev gennemført ved at fremsende en spørgeramme og en invitation til en times virtuelt dialogmøde.

Følgende deltagere blev inviteret til at deltage i markedsdialogen:

- Danske Bank (Danske Bank Asset Management og Danske Invest Management)
- Nykredit (Nykredit Asset Management og Nykredit Portefølje Administration)
- Gudme Raaschou (kapitalforvalter)
- Maj Invest (kapitalforvalter)

Alle 4 ovenstående virksomheder valgte at deltage i dialogen, dog besvarede Danske Bank og Gudme Raaschou spørgerammen skriftligt, og ønskede således ikke at deltage i et egentligt dialogmøde. Dialogmøderne med Maj Invest og Nykredit blev afholdt hhv. den 5. oktober 2022 og 7. oktober 2022. Besvarelserne fra Gudme Raaschou og Danske Bank blev modtaget hhv. den 5. oktober 2022 og 10. oktober 2022.

Fra Deloitte's side deltog Kenni Hauge Kristensen (Director) og Katrine Zacho Dahl (Vice President) i mødet.

Fra Nykredit deltog:

- Jette Britze, Kundeansvarlig for Københavns Kommune
- Whadih Khalil, Kundeansvarlig, Nykredit Portefølje Administration
- Henrik Nøhr Poulsen, Chef for alternative investeringer

Fra Maj Invest deltog:

- Anders Møller Olesen, Salgsansvarlig
- Gustav Bundgaard Smidth, Obligationschef

Fra Gudme Raaschou har dialogen været initieret gennem Torben Dam, Kundechef og fra Danske Bank har dialogen været initieret gennem Line Kyndal, Senior Product Manager, Danske Invest.

I og med, at begge administratorer og alle 4 kapitalforvaltere har svaret på markedsdialogen, vurderer vi, at markedsdialogen dækker et repræsentativt udsnit af markedet for administratorer og kapitalforvaltere.

Spørgeramme

For at sikre at alle markedsdeltagere fik stillede de samme spørgsmål, udarbejdede Deloitte en spørgeramme til at styre markedsdialogen med de 4 udvalgte markedsdeltagere. Spørgerammen, se nedenfor, blev sendt frem til markedsdeltagerne i forbindelse med invitationen til markedsdialogen.

- *Er det praktisk muligt – set fra hhv. en kapitalforvalter og en administrators synsvinkel – for KK at investere i unoterede værdipapirer via UCITS?*
 - *Hvad ser I af udfordringer – hvis nogen – at investere i unoterede værdipapirer som kapitalforvalter?*
 - *Hvad ser I af udfordringer – hvis nogen – at investere i unoterede værdipapirer som administrator?*
- *Afledt af spørgsmålet ovenfor, kan Københavns Kommune i praksis investere i grønne og sociale unoterede værdipapirer?*
 - *Har I kendskab til danske UCITS, som investerer i grønne eller sociale opstartsprojekter, der er etableret i form af et kommandit-, anparts- eller aktieselskab?*
- *Giver det - efter jeres overbevisning - mening at investere i unoterede værdipapirer i en investeringsforening som per definition er kapitalbevarende?*
- *Kan I forestille jer en investering i unoterede værdipapirer, som lever op til Investeringsbekendtgørelsen, som samtidig giver mulighed for investering i unoterede værdipapirer i praksis? Horten har i forbindelse med en vurdering af lovligheden af investering i unoterede værdipapirer (se også vedhæftede fi) oplyst en række kriterier, som KK skal leve op til ift. Investeringsbekendtgørelsen for at investere i unoterede værdipapirer via UCITS. Vi har listet disse nedenfor. Det kunne være super at få jeres besyv med ift., hvor KK skal være særligt opmærksomme, og hvor I ikke ser nogle udfordringer.*
 - *Begrænset tabsrisiko: Tabsrisikoen på de unoterede værdipapirer skal være begrænset til det beløb, som investeringsforeningen har betalt for værdipapirerne*
 - *Værdipapirernes likviditet: De unoterede værdipapirers likviditet må ikke bringe investeringsforeningens evne til at efterleve kravet om indløsning af andele til enhver tid*
 - *Værdiansættelse: Der skal kunne foretages en pålidelig, periodisk værdiansættelse af de unoterede værdipapirer baseret på oplysninger fra udstederen af værdipapiret eller pålidelige investeringsanalyser*
 - *Tilgængelige oplysninger: Relevante oplysninger om de unoterede værdipapirer skal være tilgængelige i form af regelmæssige og præcise oplysninger til den pågældende UCITS om værdipapiret eller eventuelt om værdipapirportefølje*
 - *Værdipapirernes omsættelighed: Værdipapirerne skal være omsættelige*
 - *UCITS' investeringsmålsætninger eller -politik: Erhvervelsen af de unoterede værdipapirer skal være i overensstemmelse med den pågældende UCITS' (eller den relevante afdeling heraf) investeringsmålsætninger eller investeringspolitik*
 - *UCITS' risikostyringsproces: Risikostyringsprocessen for den pågældende UCITS skal på passende vis opfange de risici, der er forbundet med investering i de unoterede værdipapirer*

Det blev desuden oplyst på dialogmøderne, at det forventede beløb som potentielt skulle investeres i unoterede aktier, ville være i omegnen af 5-10 mio.kr., på baggrund af input fra Økonomiforvaltningen. I det følgende er bemærkninger fra markedsdialogen, herunder både fra de skriftlige svar og de mundtlige dialoger, sammenfattet emneopdelt, med udgangspunkt i spørgerammen.

Indledningsvist har vi dog opsummeret nogle af de overordnede inputs fra markedsdialogen, samt de overvejelser, som markedsdialogen kan give anledning til i forhold til det eventuelle videre arbejde med Kommunens potentielle investeringer i sociale og grønne projekter.

Opsummering og videre overvejelser

Overordnet set, gav alle dialogdeltagere udtryk for, at unoterede værdipapirer ikke er et produkt de i udgangspunktet vil kunne tilbyde Københavns Kommune indenfor de givne rammer i Kommunens Investeringsforening.

Markedsdialogen indikerede, at investering i unoterede værdipapirer via UCITS er vanskeligt, særligt er det vanskeligt at imødekomme kriterierne om begrænset tabsrisiko, likviditet og værdiansættelse.

Markedsdialogen har generelt efterladt en forståelse af, at rammerne jf. Investeringsbekendtgørelsen som tilsiger, at en investeringsforening må investere op til 10 pct. af sin formue i andre værdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter, ikke oprindeligt er tiltænkt investering i unoterede værdipapirer, og generelt gav dialogdeltagerne udtryk for, at investeringer i unoterede værdipapirer via en investeringsforening (UCITS) ikke er meningsgivende, herunder i særdeleshed såfremt de unoterede værdipapirer repræsenterer mindre opstartsvirksomheder.

3 ud af 4 dialogdeltagere understregede, at investeringer i unoterede værdipapirer er forbundet med høje opstarts- og løbende omkostninger, herunder betragtelige faste omkostninger via forvaltningshonoraret til den løbende screening og værdiansættelse, samt eventuelle efterfølgende aktive ejerskab af de unoterede værdipapirer. Én kapitalforvalter indikerede, at såfremt investeringer i unoterede værdipapirer via UCITS skal have relevans, skal investeringerne som minimum have en størrelse i omegnen af 50-100 mio.kr. for at investeringen er likvid. Kapitalforvalteren vurderede på baggrund deraf, at investering i grønne og sociale unoterede værdipapirer i opstartsvirksomheder er svært at retfærdiggøre, idet disse typisk repræsenterer mindre investeringer.

Kommunens Investeringsforening er en kapitalbevarende investeringsforening. Markedsdialogen indikerede, at det umiddelbart ikke er meningsgivende for en kapitalbevarende investeringsforening at investere i unoterede værdipapirer, herunder særligt opstartsvirksomheder. Dette skyldes primært den meget høje risiko forbundet med disse investeringer. Én kapitalforvalter understregede i den sammenhæng, at investeringer i unoterede værdipapirer i form af opstartsvirksomheder er i det yderste led af risikospektrummet, og at det således er en særdeles risikofyldt investering. De oplyste i den sammenhæng, at investeringer i opstartsvirksomheder som hovedregel vil gå tabt i mere end 50% af alle investeringer.

Rammerne for Kommunens Investeringsforening gør det derudover vanskeligt for en professionel kapitalforvalter at investere i unoterede værdipapirer, idet et fald i værdien af alle øvrige aktiver, potentielt kan medføre, at kapitalforvalteren tvinges ud i et frasal for at sikre, at unoterede værdipapirer ikke udgør mere end 10% af den samlede portefølje.

Fra et administrator-perspektiv indikerede én administrator at de i princippet godt kan håndtere unoterede værdipapirer. Dog oplyser administratoren at hele tankegangen med UCITS er at have investorbeskyttelse på højeste niveau, idet ejeren af en UCITS til enhver tid skal have mulighed for at trække sine penge ud af foreningen. Denne betingelse er i konflikt med investeringer i unoterede værdipapirer, idet disse investeringer typisk har en investeringshorisont (bindingsperiode) på 10 år eller mere. Dermed er investeringer i unoterede værdipapirer forbundet med en udfordring vedrørende værdipapirernes likviditet, hvorfor det for en administrator formentligt er svært i praksis at tilbyde administration af en UCITS, som investerer i unoterede værdipapirer, idet administrator i det tilfælde ikke kan sikre, at rammerne for den enkelte afdeling er opfyldt.

Det blev yderligere bemærket af én administrator, at KK som investor ikke kan styre eller udvælge hvilke konkrete værdipapirer, der investeres i, men blot udstikke rammerne herfor. Det er kapitalforvalteren der indenfor disse rammer udvælger investeringerne, også i eventuelt unoterede værdipapirer.

Samtlige forvaltere supplerede dialogen med alternative forslag til investeringer i sociale og grønne aktiviteter. Herunder blev det nævnt, at den europæiske taksonomiordning forventes yderligere udbygget med bl.a. en skarpere sondring mellem artikel 8 og 9 fonde, således at det for investorer og professionelle kapitalforvaltere vil være lettere at vurdere forskellige fondes ESG-egnethed.

Det blev yderligere understreget, at bæredygtige obligationer og aktier, herunder sociale og grønne, er et marked i stor vækst og som er relativt let at tilgå som investor via noterede værdipapirer. KK kan således i sit videre arbejde med sociale og grønne investeringer via Kommunens Investeringsforening overveje at tilrette og udvikle krav vedr. ESG-egnethed på både obligations- og aktiedelen af sin portefølje.

Svar på baggrund af spørgeramme

I det følgende er bemærkninger fra markedsdialogen, herunder både fra de skriftlige svar og de mundtlige dialoger, sammenfattet emneopdelt, med udgangspunkt i spørgerammen.

Er det praktisk muligt – set fra hhv. en kapitalforvalter og en administrators synsvinkel – for KK at investere i unoterede værdipapirer via UCITS?

- **Hvad ser I af udfordringer – hvis nogen – at investere i unoterede værdipapirer som kapitalforvalter?**
- **Hvad ser I af udfordringer – hvis nogen – at investere i unoterede værdipapirer som administrator?**

Overordnet set, gav alle dialogdeltagere udtryk for, at unoterede værdipapirer ikke er et produkt de i udgangspunktet vil kunne tilbyde Københavns Kommune indenfor de givne rammer i Kommunens Investeringsforening. Bevæggrundene herfor er udspecificeret nedenfor.

Én kapitalforvalter gav på dialogmødet udtryk for, at det rent juridisk er muligt at investere i unoterede værdipapirer via UCITS, men at det ikke er et produkt de tilbyder UCITS, ligeledes ønsker de heller ikke i udgangspunktet at tilbyde det. Det er således ikke normal praksis for kapitalforvalteren at investere alene i unoterede værdipapirer i UCITS, og der er på nuværende tidspunkt ingen af kapitalforvalterens foreninger (UCITS) som indeholder 100% unoterede værdipapirer.

Fra et administrator-perspektiv oplyste én administrator at de i princippet godt kan håndtere unoterede værdipapirer. Dog oplyser administratoren at hele tankegangen med UCITS er at have investorbekyttelse på højeste niveau, idet ejeren af en UCITS til enhver tid skal have mulighed for at trække sine penge ud af foreningen. Denne betingelse er i konflikt med investeringer i unoterede værdipapirer, idet de typisk har en investeringshorisont (bindingsperiode) på 10 år eller mere. Dermed er der en udfordring med værdipapirernes likviditet, hvorfor det for en administrator formentligt er svært i praksis at tilbyde administration af en UCITS, som investerer i unoterede værdipapirer idet administrator i det tilfælde ikke kan sikre, at rammerne for den enkelte afdeling er opfyldt.

Én kapitalforvalter gav yderligere udtryk for, at investering i unoterede værdipapirer er problematisk, set i forhold til det faktum, at en professionel kapitalforvalter skal overholde de samlede investeringsrammer. I den sammenhæng forstås, at hvis værdien af alle øvrige aktiver falder, så vil kapitalforvalteren kunne stå i en situation hvor de unoterede værdipapirer fylder mere end de tilladte 10% af porteføljen, hvormed forvalteren tvinges til at frasælge disse, hvilket oftest ikke er en mulighed eller er en mulighed som vil medføre store tab. En professionel kapitalforvalter vil altid sigte efter - både på sine kunders og egne vegne – aldrig at tvinges ud i et frasal.

Én kapitalforvalter understregede, at investeringer i unoterede værdipapirer i form af opstartsvirksomheder er i det yderste led af risikospektrummet, og at det således er en særdeles risikofyldt investering. De oplyste i den sammenhæng, at investeringer i opstartsvirksomheder som hovedregel vil gå tabt ved 50-75% af alle investeringer. I den sammenhæng vil en professionel kapitalforvalter investere i en pulje af opstartsvirksomheder for at sprede sin risiko, vel vidende at en del af disse investeringer vil gå tabt. Denne type investeringer vil oftest foretages via fonde.

Én kapitalforvalter gjorde yderligere opmærksom på den politiske risiko der kan opstå, hvis Københavns Kommune får (aktivt) ejerskab over virksomheder, som går konkurs og dermed kan aflede eksempelvis tab af arbejdspladser.

Én kapitalforvalter gav udtryk for at en UCITS godt kan investere i unoterede værdipapirer, men at det kræver, at den enkelte investering i unoterede værdipapirer har en betydelig størrelse (>50-100 mio.kr.) for at det er likvidt, og for at det kan retfærdiggøre opstarts- og løbende omkostninger forbundet med investeringen, herunder betragtelige faste omkostninger via forvaltningshonoraret til den løbende screening, samt eventuelle efterfølgende aktive ejerskab af unoterede værdipapirer. Kapitalforvalteren vurderede på baggrund deraf, at investering i grønne og sociale unoterede værdipapirer i opstartsvirksomheder er svært at retfærdiggøre, idet disse typisk repræsenterer mindre investeringer.

Derudover identificerede én kapitalforvalter udfordringer ved investeringer i mindre virksomheder, da særligt kriterierne begrænset risiko, værdipapireernes likviditet og værdiansættelse udfordres, og er vanskelige at efterleve.

Én kapitalforvalter oplyste, at de altid sigter på at få mindst én yderligere investor med ved investering i unoterede værdipapirer, hvilket kan være en udfordring, når der er tale om relativt små investeringer (5-10 mio.kr.) i opstartsvirksomheder. Såfremt der ikke er en anden investor med, betragter kapitalforvalteren investeringen som illikvid.

Én administrator oplyste i sit svar, at de ikke opfatter investering i unoterede værdipapirer, herunder AIF'er, som formålet med reglen om, at en UCITS må investere op til 10% af sin formue i andre værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter. Administratoren tolker formålet med denne regel inden for UCITS som en mulighed for at investere i lignende værdipapirer, som ikke handles på et reguleret marked, men som handles på noget lignende et reguleret marked.

Det blev yderligere bemærket af én administrator, at KK som investor ikke kan styre eller udvælge hvilke konkrete værdipapirer, der investeres i, men blot udstikke rammerne herfor. Det er kapitalforvalteren der indenfor disse rammer udvælger investeringerne, også i eventuelt unoterede værdipapirer.

Én kapitalforvalter oplyste, at de ikke betragter investering i unoterede værdipapirer via UCITS som meningsgivende. Dette skyldes først og fremmest, at lovgivningen på området kun tillader indtil 10% unoterede værdipapirer i en UCITS-fond (LBK nr. 336 af 11/03/2022 – afsnit IX – kapitel 14 - §139, stk. 4). Således er en UCITS-fond ikke egnet som eksponering til unoterede værdipapirer. Desuden har unoterede værdipapirer en begrænset likviditet, som gør, at de ikke egner sig til placering i en UCITS, da en sådan forening pr. definition skal have høj likviditet. Derimod opfatter kapitalforvalteren AIF'er som egnede til investeringer i unoterede værdipapirer, idet de ikke kræver hyppig værdiansættelse.

Afledt af spørgsmålet ovenfor, kan Københavns Kommune i praksis investere i grønne og sociale unoterede værdipapirer?

Én kapitalforvalter oplyste at de har kendskab til unoterede grønne og sociale værdipapirer via eksempelvis European bank for Reconstruction and Development (EBDR), men at det ikke er sikkert at disse passer ind i Kommunens Investeringsforenings profil.

Én kapitalforvalter gav udtryk for, at KK udenom Investeringsforeningen kan investere i unoterede værdipapirer via eksempelvis en dansk kapitalfond (her nævnte de eksempelvis Den Sociale Kapitalfond). Kapitalforvalteren vil ikke anbefale at foretage en sådan investering via UCITS, idet risikoen forbundet dermed er for høj, og tabene potentielt uoprettelige.

Har I kendskab til danske UCITS, som investerer i grønne eller sociale opstartsprojekter, der er etableret i form af et kommandit-, anparts- eller aktieselskab?

To kapitalforvaltere oplyste, at de umiddelbart ikke har kendskab til andre UCITS som investerer i grønne eller sociale opstartsprojekter, som er etableret i form af et kommandit-, anparts- eller aktieselskab.

Én kapitalforvalter oplyste dog, at de i begrænset omfang har identificeret opkøb i selskaber umiddelbart før en børsnotering.

Giver det - efter jeres overbevisning - mening at investere i unoterede værdipapirer i en investeringsforening som per definition er kapitalbevarende?

Én kapitalforvalter gav i dialogen udtryk for, at det umiddelbart ikke er meningsgivende for en kapitalbevarende investeringsforening at investere i unoterede værdipapirer. De oplyste, at de umiddelbart anså unoterede værdipapirer i form af investeringer i opstartsvirksomheder som et af de mindst egnede produkter at tilføje til en kapitalbevarende portefølje, grundet den meget høje risiko forbundet med investeringen.

Én kapitalforvalter oplyste, at de ikke umiddelbart så et problem med investering i unoterede værdipapirer, men at det afhænger af risikoprofilen forbundet med investeringen. I den forbindelse er opstartsvirksomheder ikke meningsfyldt at investere i, men hvis der er tale om et AAA-rated selskab, kan det godt give mening. I den kontekst vil det dog kræve, at investeringen skal være af betydelig størrelse (minimum 50-100 mio.kr.) for at retfærdiggøre de omkostninger en sådan investering medfører.

Kan I forestille jer en investering i unoterede værdipapirer, som lever op til Investeringsbekendtgørelsen, som samtidig giver mulighed for investering i unoterede værdipapirer i praksis? Horten har i forbindelse med en vurdering af lovligheden af investering i unoterede værdipapirer (se også vedhæftede fil) oplyst en række kriterier, som KK skal leve op til ift. Investeringsbekendtgørelsen for at investere i unoterede værdipapirer via UCITS. Vi har listet disse nedenfor. Det kunne være super at få jeres besyv med ift., hvor KK skal være særligt opmærksomme, og hvor I ikke ser nogle udfordringer.

- **Begrænset tabsrisiko: Tabsrisikoen på de unoterede værdipapirer skal være begrænset til det beløb, som investeringsforeningen har betalt for værdipapirerne.**

Én kapitalforvalter oplyste, at investeringer i unoterede værdipapirer oftest vil have en begrænset tabsrisiko, svarende til det beløb den enkelte UCITS investerer. I det tilfælde, at investeringen er rettet opstartsvirksomheder, vil investor dog ofte stå i den situation, at virksomheden efterspørger mere kapital efterfølgende.

- **Værdipapirernes likviditet: De unoterede værdipapirers likviditet må ikke bringe investeringsforeningens evne til at efterleve kravet om indløsning af andele til enhver tid.**

Én kapitalforvalter betragter investeringer i unoterede værdipapirer som illikvide i udgangspunktet, og i særdeleshed når det gælder opstartsvirksomheder. Det vil således være et problem hvis KK vil trække penge ud af sin Investeringsforening, idet kapitalforvalteren i så fald vil skulle frasælge andre aktiver i porteføljen (obligationer, aktier eller lignende). Frasalg af de øvrige aktiver (obligationer og aktier) vil potentielt kunne medføre, at unoterede værdipapirer kommer til at udgøre mere end 10% af den samlede portefølje, og således lever foreningen ikke op til rammerne for en UCITS.

Én kapitalforvalter oplyste, at mindre investeringer i unoterede værdipapirer oftest kræver at de holdes til udløb, idet der oftest ikke er andre investorer til at samle investeringen op før udløb. Kapitalforvalteren vurderer, at det er vanskeligt at imødekomme kravet om værdipapirernes likviditet.

- **Værdiansættelse: Der skal kunne foretages en pålidelig, periodisk værdiansættelse af de unoterede værdipapirer baseret på oplysninger fra udstederen af værdipapiret eller pålidelige investeringsanalyser.**

Én administrator kan kun foretage løbende værdiansættelse af investeringer i virksomheder, som har pålidelige og professionelle markedsdataleverandører. Ved direkte investeringer er det svært at lave en uafhængig værdiansættelse, og administratoren har primært erfaring med dette i relation til værdiansættelse af veletablerede private equity fonde, som indeholder veletablerede investeringer.

Én kapitalforvalter oplyste derudover, at hyppige værdiansættelser er særdeles omkostningstungt, og kræver et veletableret data-setup.

Én kapitalforvalter opfatter værdiansættelsesomkostninger som meget dyrt i forhold til investeringens størrelse, såfremt der er tale om en investering på 5-10 mio.kr. Kontinuerlig værdiansættelse af en virksomhed vil repræsentere en relativ høj fast omkostning. Kapitalforvalteren vurderede, at det er vanskeligt at imødekomme krav om værdiansættelse.

Én kapitalforvalter oplyste via mail, at de ikke betragter det som muligt at beregne en meningsfyldt indre værdi på en unoteret portefølje på daglig basis. AIF'ere har ikke samme krav til frekvensen af beregning af indre værdi og er på dette punkt bedre egnede til unoterede værdipapirer.

- **Tilgængelige oplysninger: Relevante oplysninger om de unoterede værdipapirer skal være tilgængelige i form af regelmæssige og præcise oplysninger til den pågældende UCITS om værdipapiret eller eventuelt om værdipapirportefølje.**

Én kapitalforvalter vurderede, at opstartsvirksomheder ofte ikke er modne på rapporteringssystemer, og dermed ofte leverer data af relativt ringe kvalitet.

- **Værdipapirernes omsættelighed: Værdipapirerne skal være omsættelige.**

Én kapitalforvalter oplyste, at investeringer i unoterede værdipapirer ikke er uomsættelige, men at der ofte er en investeringshorisont på 10 år eller mere forbundet med investeringen.

- **UCITS' investeringsmålsætninger eller -politik: Erhvervelsen af de unoterede værdipapirer skal være i overensstemmelse med den pågældende UCITS' (eller den relevante afdeling heraf) investeringsmålsætninger eller investeringspolitik.**

Én kapitalforvalter gav udtryk for, at investering i unoterede værdipapirer er problematisk, set i forhold til at en professionel kapitalforvalter skal overholde de samlede investeringsrammer. I den sammenhæng forstås, at hvis værdien af alle øvrige aktiver falder, så vil kapitalforvalteren kunne stå i en situation hvor de unoterede værdipapirer fylder mere end de tilladte 10% af porteføljen, hvormed forvalteren tvinges til at frasælge disse, hvilket oftest ikke er en mulighed eller er forbundet med store tab. En professionel kapitalforvalter vil altid sigte efter - både på sine kunders og egne vegne – aldrig at tvinges ud i et frasalg.

- **UCITS' risikostyringsproces: Risikostyringsprocessen for den pågældende UCITS skal på passende vis opfange de risici, der er forbundet med investering i de unoterede værdipapirer.**

Én kapitalforvalter understregede, at investeringer i unoterede værdipapirer i form af opstartsvirksomheder er i det yderste led af risikospektrummet, og at det således er en særdeles risikofyldt investering. De oplyste i den sammenhæng, at investeringer i opstartsvirksomheder som hovedregel vil gå tabt ved 50-75% af alle investeringer. I den sammenhæng vil en professionel kapitalforvalter investere i en pulje af opstartsvirksomheder for at sprede sin risiko, vel vidende at en del af disse investeringer vil gå tabt. Denne type investeringer vil oftest foretages via fonde.

Én kapitalforvalter gjorde yderligere opmærksom på den politiske risiko der kan opstå, hvis Københavns Kommune får (aktivt) ejerskab over virksomheder, som går konkurs og dermed kan aflede eksempelvis tab af arbejdspladser.

Én kapitalforvalter oplyste, at de ikke umiddelbart så et problem med investering i unoterede værdipapirer, men at det afhænger af risikoprofilen forbundet med investeringen. I den forbindelse er opstartsvirksomheder ikke meningsfyldt at investere i, men hvis der er tale om et AAA-rated selskab, kan det godt give mening. I den kontekst vil det dog kræve, at investeringen skal være af betydelig størrelse (minimum 50-100 mio.kr.) for at retfærdiggøre de omkostninger en sådan investering medfører.

Kenni Hauge Kristensen
Director, Deloitte

Katrine Zacho Dahl
Vice President, Deloitte