

Kredittilsynet  
26. juni 2009

## Høringsnotat

# **Forslag til endringer i kapitalforvaltningsforskriftene for forsikring og enkelte andre forskrifter**

Forskrift 12. desember 2007 nr. 1456 om skadeforsikringsselskapers kapitalforvaltning

Forskrift 12. desember 2007 nr. 1457 om livsforsikringsselskapers og pensjonsforetaks kapitalforvaltning

Forskrift til lov av 24. mars 2000 nr. 16 om foretakspensjon

Forskrift til lov av 24. november 2000 nr. 81 om innskuddspensjon i arbeidsforhold (innskuddspensjonsloven)



<b>1</b>	<b>INNLEDNING .....</b>	<b>5</b>
1.1	Oppdraget fra Finansdepartementet .....	5
1.2	Høringsnotatet.....	5
1.3	Solvens II-direktivet .....	6
1.3.1	Stresstester .....	6
1.3.2	”Prudent person”-prinsippet.....	7
1.3.3	Finanskrisen .....	7
1.3.4	Pensjonsforetak .....	8
1.3.5	Oppsummering.....	8
<b>2</b>	<b>VURDERINGER .....</b>	<b>9</b>
2.1	Kursreguleringsfondet (livforskriften) .....	9
2.1.1	Problemstilling.....	9
2.1.2	Bakgrunn.....	9
2.1.3	Vurdering av behovet for endring .....	10
2.1.4	Alternativ 1: Unnta kursreguleringsfondet fra reglene i kapittel 3.....	11
2.1.5	Alternativ 2: Øke enkelte plasseringsbegrensninger i kapittel 3 .....	12
2.1.6	Vurdering av alternativ 1 og 2 .....	12
2.1.7	Konsekvenser for forskriften for skadeforsikringselskaper .....	12
2.2	Plasseringsbegrensninger for UCITS-fond (begge forskriftene) .....	12
2.2.1	Problemstilling.....	12
2.2.2	Bakgrunn.....	12
2.2.3	Vurdering.....	12
2.3	Statsobligasjonsfond (begge forskriftene).....	14
2.3.1	Problemstilling.....	14
2.3.2	Bakgrunn.....	14
2.3.3	Vurdering .....	15
2.3.3.1	Norske statsobligasjonsfond .....	15
2.3.3.2	Plassering i minst seks utstedelser.....	16
2.4	Derivater (begge forskriftene) .....	16
2.4.1	Problemstilling.....	16
2.4.2	Bakgrunn.....	16
2.4.3	Vurdering.....	17
2.5	Eiendom: Konsernintern gjeld (begge forskriftene).....	18
2.5.1	Problemstilling.....	18
2.5.2	Bakgrunn.....	18
2.5.3	Vurdering.....	18
2.6	Eiendom: Mellomliggende holdingselskap og selskapsorganisering (begge forskriftene).....	20
2.6.1	Problemstilling.....	20
2.6.2	Bakgrunn.....	20
2.6.3	Vurdering .....	21
2.6.3.1	Mellomliggende holdingselskap(er).....	21
2.6.3.2	Kommandittselskap og ansvarlig selskap.....	21
2.7	Bruk av begrepet <i>kollektivportefølje</i> i skadeforsikring (skadeforskriften).....	22

<b>2.8</b>	<b>Infrastrukturinvesteringer (begge forskriftene)</b> .....	<b>22</b>
2.8.1	Innledning .....	22
2.8.2	Nærmere om infrastrukturinvesteringer .....	23
2.8.3	Aktuelle infrastrukturinvesteringer .....	24
2.8.4	Infrastrukturinvesteringer og forholdet til gjeldende rett .....	25
2.8.4.1	Forbud mot forsikringsfremmed virksomhet (direkte eie av infrastruktur) .....	25
2.8.4.2	Begrensning i adgang til å eie aksjer i forsikringsfremmed virksomhet (indirekte eie) .....	27
2.8.4.3	Kapitaldekning mv. ....	28
2.8.4.4	Solvens II.....	29
2.8.4.5	Kapitalforvaltningsforskriftene .....	31
2.8.5	Forslag til endringer i kapitalforvaltningsforskriften .....	32
2.8.6	Konsekvenser for forskriften for skadeforsikringselskaper .....	36
<b>2.9</b>	<b>Begrensning på 15 prosent eierandel i gjeldsfinansierte selskaper (begge forskriftene)</b> .....	<b>36</b>
2.9.1	Problemstilling.....	36
2.9.2	Bakgrunn.....	37
2.9.3	Unntak for infrastruktur .....	37
2.9.4	Unntak for investeringsselskaper som driver verdipapirfondsvirksomhet .....	37
<b>2.10</b>	<b>Sammensetning av særskilt investeringsportefølje (internt fond) (livforskriften)</b> .....	<b>38</b>
2.10.1	Problemstilling .....	38
2.10.2	Bakgrunn .....	38
2.10.3	Vurdering .....	39
<b>2.11</b>	<b>Usikrede unoterte obligasjonslån (begge forskriftene)</b> .....	<b>40</b>
2.11.1	Problemstilling .....	40
2.11.2	Bakgrunn.....	40
2.11.3	Vurdering .....	40
<b>3</b>	<b>FORSLAG TIL ENDRINGSFORSKRIFT OG TIL TEKNISKE ENDRINGER ...</b>	<b>42</b>
<b>3.1</b>	<b>Forslag til endringsforskrift.....</b>	<b>42</b>
<b>3.2</b>	<b>Forslag til tekniske endringer .....</b>	<b>49</b>

## 1 INNLEDNING

### 1.1 Oppdraget fra Finansdepartementet

Finansdepartementet har i brev av 13. mars 2009 bedt Kredittilsynet vurdere om det er behov for endringer i kapitalforvaltningsforskriftene og eventuelt utarbeide forslag til endringer og tilhørende høringsnotat. Brevet omtaler sju problemstillinger. Disse er i høringsnotatet kapittel 2 nummerert fra 2.1 til 2.7 i samme rekkefølge som i departementets brev. Finansdepartementet gir uttrykk for enkelte foreløpige vurderinger. Disse er referert i høringsnotatet.

Departementet ber også Kredittilsynet utarbeide forskriftsendringer og tilhørende høringsnotat til andre deler av forskriftene som tilsynet mener bør endres. Disse forslagene er nummerert 2.8 til 2.11.

Finansdepartementet skriver i oppdraget at:

Uroen i finansmarkedene den siste tiden har vist at det er behov for gode og robuste regler i finansinstitusjonene slik at institusjonene kan oppfylle sine forpliktelser overfor kundene i gode og dårlige tider. Kapitalforvaltningsforskriften for livsforsikringsselskaper og pensjonsforetak, og for skadeforsikringsselskaper, er viktige for å begrense den risiko slike selskaper lovlig kan ta på seg ved å forvalte kapital.

I oppdragsbrevet viser departementet til spørsmål fra stortingsrepresentant Svein Flåtten i Stortingets spørretime 11. mars 2009 og siterer følgende fra finansministerens svar:

(...) departementet tar i 2009 sikte på å vurdere om enkelte bestemmelser i forskriften bør justeres. Ikke for å liberalisere, men for å sikre nødvendig risikospredning, og slik trygge pensjonskassemedlemmenes fremtidige utbetalinger.

### 1.2 Høringsnotatet

Kredittilsynets forslag til endringer er forankret i hovedprinsipper om risikospredning og risikobegrensning for å sikre fremtidige utbetalinger til forsikringskundene. Samtidig er det sett hen til gjennomføring av Solvens II-direktivet (Solvens II) fra 2013. Kredittilsynet mener endringene bør bidra til å forberede tilsynsenhetene på Solvens II. I punkt 1.3 gjennomgås viktige sider ved Solvens II i forhold til kapitalforvaltningsregelverket, blant annet Kredittilsynets stresstester og ”prudent person”-prinsipper. I punkt 1.3.3 omtales kort en rapport fra den europeiske tilsynsorganisasjonen CEIOPS om lærdommer fra finanskrisen. Solvens II og pensjonskasser omtales i punkt 1.4. De overordnede prinsippene som er omtalt i 1.3 gjengis ikke nødvendigvis under hvert enkelt forslag selv om Kredittilsynet har hatt dem for øye, det gjelder ikke minst betydningen av reglene i kapittel 2 som verktøy for å sikre at institusjonene kan oppfylle sine forpliktelser overfor kundene i gode og dårlige tider.

I det følgende er forskrift 12. desember 2007 nr. 1456 om skadeforsikringsselskapers kapitalforvaltning omtalt som *skadeforskriften* og forskrift 12. desember 2007 nr. 1457 om livsforsikringsselskapers og pensjonsforetaks kapitalforvaltning omtalt som *livforskriften*.

### 1.3 Solvens II-direktivet

En rekke bestemmelser i gjeldende direktiver på forsikringsområdet vil bli endret gjennom Solvens II-direktivet. Dette gjelder bl.a. alle sentrale bestemmelser vedrørende soliditetskrav, herunder kravene til forsikringstekniske avsetninger, kapitalkrav, kapitalelementer som kan medregnes til å dekke soliditetskravene samt bestemmelser vedrørende kapitalforvaltning. Det samme gjelder sentrale bestemmelser innenfor pilar 2, herunder bestemmelser relatert til bl.a. styring og kontroll, tilsynsmessig overvåking (SRP), selskapenes egenvurdering av risiko og solvens (ORSA) samt innrapportering til tilsynet.

#### 1.3.1 Stresstester

Kredittilsynet har allerede i lang tid arbeidet med forberedelser til gjennomføring av Solvens II-regelverket. Dette har blant annet skjedd gjennom etablering av stresstester for forsikrings-selskapene som tilsynsverktøy, der oppbyggingen av stresstestene langt på vei er basert på de samme beregningsmetoder og scenarioer som er utarbeidet av CEIOPS i forbindelse med de gjennomførte konsekvensberegninger (QIS-er). Kredittilsynet vil prioritere utvikling og videreutvikling av stresstestregelverket (som allerede ligger tett opp til metodikken som ble benyttet i QIS4).

Et av formålene med stresstestene for forsikringselskaper som Kredittilsynet utarbeidet høsten 2006 og som gradvis har blitt tatt i bruk som et tilsynsverktøy i løpet av 2007 og 2008, er å forberede de norske forsikringselskapene på de nye avsetnings- og kapitalkrav som vil komme med Solvens II-regelverket. Dette må anses å være spesielt nyttig for de mindre forsikringselskapene som det ellers har vært vanskelig å få motivert til å delta i konsekvensberegningene av Solvens II-regelverket.

Etter Kredittilsynets oppfatning er det av betydning at begrepsbruken som følger av Solvens II-regelverket beholdes i kapitalforvaltningsforskriftene, for eksempel begrepet bufferkapital som er definert i det nye stresstestregelverket. Utførlig dokumentasjon av stresstestregelverket er tilgjengelig på Kredittilsynets nettsted.

Stresstestene utgjør en noe forenklet versjon av de tekniske spesifikasjonene for konsekvensberegningene av Solvens II-regelverket som har blitt gjennomført i løpet av de siste år, og har jevnlig blitt tilpasset de endringer som er foretatt i de tekniske spesifikasjonene for disse konsekvensberegningene.

Kapitalforvaltningsforskriftene kapittel 2 har regler om styring og kontroll. Foretakenes egne stresstester utgjør et sentralt element og er regulert i § 2-3. Med bakgrunn i disse samt forskriften om rapportering av stresstester fra februar 2008, har det blitt iverksatt (obligatorisk) kvartalsvis rapportering av stresstestresultater fra forsikringselskaper fra og med utløpet av annet kvartal 2008. Rapporteringskravet omfatter også tre største pensjonskassene. Kvartalsvise analyser av rapporteringen gir viktig informasjon for tilsynsmessig oppfølging av enkeltinstitusjoner.

Betydningen av stresstestene, som et tilsynsmessig verktøy, ble klart demonstrert høsten 2008. På bakgrunn av utviklingen i markedene ba Kredittilsynet i september 2008 de pensjonskassene som ikke var underlagt fast rapportering om å sende inn siste utførte stresstester. Undersøkelsen ga Kredittilsynet et godt grunnlag for videre oppfølging overfor kasser som sto i fare for eller var i brudd med kapitaldekningskravet. En rekke pensjonskasser ble også fulgt opp i forhold til kvaliteten på testene, hvor ofte de ble utført og hvilken rolle de

spilte i kassenes styring av risiko. Det er grunn til å anta at undersøkelsen medvirket til å gjøre kassene mer bevisste på styrken i og betydningen av stresstester som internt styringsinstrument.

### 1.3.2 "Prudent person"-prinsippet

Solvens II-direktivet åpner i prinsippet ikke for kvantitative begrensninger eller regler om hvilke type eiendeler selskapet kan investere sine midler i. Det vil likevel være mulig på level 2-nivå å innføre slike regler for å møte risikoer som ikke er tilfredsstillende dekket i de moduler som ligger til grunn for beregning av de alminnelige kapitalkravene. Det vises til punkt 41 i direktivets formålsangivelse og artiklene 130-133. Direktivets kapitalforvaltningsregler, er i likhet med tjenestepensjonskassedirektivet, basert på det såkalte "prudent person"-prinsippet. Det innebærer at kapitalforvaltningsreglene skal være basert på et forsvarlighetskrav. Direktivet setter kvalitative minstekrav til utforming av forsvarlighetskravet for å understreke selskapenes ansvar for å gjennomføre en profesjonell forsvarlig og nødvendig risikospredning. Innenfor pilar 2 vil kravene til internkontroll, intern revisjon og til institusjonens risikohåndtering og egenvurdering av risiko og solvens/soliditet bli skjerpet. Kapitalforvaltningsforskriftens regler om risikoanalyser og de risikomoduler Kredittilsynet har utarbeidet og publisert, har blant annet som formål å forberede de norske forsikrings-selskapene på nye avsetnings- og kapitalkrav. Det er i denne sammenheng viktig med et kapitalforvaltningsregelverk med økt vektlegging av forsvarlighet i kapitalforvaltningen, framfor detaljregler. Kapitalforvaltningsreglene bør m.a. o i størst mulig grad legge vekt på styring og kontroll med virksomheten, samt at risikonivået til enhver tid skal være forsvarlig sett i forhold til selskapets risikobærende evne. Dette står også sentralt i den tilsynsmessige oppfølging av tilsynsenhetenes kapitalforvaltning.

Kredittilsynet har ikke forslag til endringer i §§ 2-1 til 2-3, og mener at en bør være tilbakeholden med å foreslå endringer som gjør reglene mer kompliserte og vanskeligere å finne fram i uten at det nødvendigvis fører til en realitetsendring.

### 1.3.3 *Finanskrisen*

Den europeiske tilsynsorganisasjonen CEIOPS skriver i rapporten CEIOPS-SEC-107/08 Lessons learned from the crisis (Solvency II and beyond) datert 19. mars 2009:

88. Impact for the Insurance sector: the current crisis shows how the asset side of the balance sheet can endanger the viability of an insurer. CEIOPS has been closely monitoring different type of exposures (e.g. to equities, banks, Madoff...) as part of its role during this crisis.

89. The existence of limits and the prohibition to invest in certain assets (e.g. hedge funds in some countries), as of today, may have helped reduce the impact of the crisis in some insurers, in particular those with less sophisticated risk management systems in place.

90. But an important lesson from this crisis is that, in many cases, investors didn't know the risks embedded in the assets they were buying. This has been particularly clear in the case of complex structured products. And this cannot be solved by just putting together limits on assets.

91. Way forward: the perception is that, if quantitative limits were to be maintained, there would be a disincentive for certain insurers to carry out an adequate assessment of their risks, and to put together a comprehensive investment policy. On that basis, CEIOPS would rather stick to the Prudent Person principle. Having said so, supervisors would expect to find such investment policies in place, including internal limits settled by the undertakings, both on volume and on types of assets, not investing in complex structured products they do not understand. The Supervisory Review Process (SRP) must pay

special attention to this issue, and should require internal limits to be reported to supervisors on a regular basis.

Det er ennå for tidlig å trekke noen endelig konklusjoner av hva finanskrisen vil bety for regulering av finans- og forsikringssektoren. En rekke land og organisasjoner arbeider med dette spørsmålet. I Norge skal dette behandles av Finanskriseutvalget. Det er blant annet reist kritikk mot Basel II for å stille for lave krav til ansvarlig kapital, være for prosyklisk og overdrive troen på risikostyring og kontroll i institusjonene. Hvorvidt nye reguleringsregimer vil inneholde et større innslag av kvantitative reguleringer gjenstår å se.

#### *1.3.4 Pensjonsforetak*

Solvens II-regelverket gir rammer for forsikringsselskapenes virksomhet og soliditetsregulering. Tjenestepensjonsforetak/pensjonskasser (som etter norske regler er underlagt i hovedsak samme krav som livsforsikringsselskapene) vil ikke omfattes av Solvens II-regelverket. På den annen side er gjeldende hovedprinsipp i tjenestepensjonskassedirektivet allerede i dag at kapitalforvaltningsreglene skal være basert på et forsvarlighetskrav. Direktivet setter kvalitative minstekrav til utforming av forsvarlighetskravet for å understreke pensjonsforetakenes ansvar for å gjennomføre en profesjonell forsvarlig forvaltning og nødvendig risikospredning. Direktivet inneholder kun én kvantitativ begrensning som gjelder investeringer i foretak som har pensjonsordning i pensjonsforetaket. Direktivet åpner i artikkel 18 punkt 5 for kvantitative plasseringsbegrensninger, men bare når begrensningen kan begrunnes i soliditetshensyn (forsiktighetshensyn). EU-kommisjonen har avgitt en rapport datert 30. april 2009 om enkelte sentrale forhold i tjenestepensjonskassedirektivet. Kommisjonen konstaterer at til tross for at kvantitative begrensningsregler fortsatt spiller en stor rolle i kapitalforvaltningsreglene i mange land, legges det stadig mer vekt på kvalitative aspekter ved investeringsreglene.

EU-kommisjonen sendte i september 2008 ut et høringsdokument om utvikling av solvenskrav for tjenestepensjonsforetak. Det har kommet mange og meget varierte høringsuttalelser. I sammenheng med vedtakelsen av Solvens II-direktivet har Rådet og Parlamentet i punkt 95 b) i direktivets formålsangivelse nå bedt Kommisjonen om å utvikle solvensregler for pensjonsforetak i samarbeid med CEIOPS.

#### *1.3.5 Oppsummering*

Solvens II-direktivet åpner som nevnt i prinsippet ikke for kvantitative begrensninger eller regler om hvilke type eiendeler selskapet kan investere sine midler i. Dette innebærer at kapittel 3 i kapitalforvaltningsreglene ikke kan videreføres for forsikringsselskaper når Solvens II-direktivet skal gjennomføres. Det er mye som taler for at regelverket bør eller må endres for pensjonsforetak som følge av fremtidige endringer i tjenestepensjonskasse-direktivet.

## 2 VURDERINGER

### 2.1 Kursreguleringsfondet (livforskriften)

#### 2.1.1 Problemstilling

Kredittilsynet er bedt om å vurdere de problemstillinger som Pensjonskasseforeningene og stortingsrepresentant Sponheim har reist i forhold til plasseringsbegrensningene i kapittel 3 i kapitalforvaltningsforskriften for det som litt upresist kan kalles alternative investeringer. Problemstillingen er aktualisert som følge av at kursreguleringsfondet fra 2008 er inkludert i de forsikringsmessige avsetninger og dermed skal omfattes av plasseringsbegrensningene som gjelder for kollektivporteføljen.

Finansdepartementet skriver i oppdragsbrevet:

Finansministeren har i svar 11. april 2008 på spørsmål fra stortingsrepresentant Sponheim blant annet uttalt følgende:

”Som følge av at slike urealiserte kursgevinster overføres til kursreguleringsfondet og ikke inngår i årlig avkastning tilordnet kontraktene i kollektivporteføljen, vil institusjonen ikke risiko- og soliditetsmessig være eksponert overfor kursfall som gjør at de urealiserte kursgevinstene reduseres eller går tapt på de papirer de urealiserte kursgevinstene er knyttet til. Jeg vil derfor vurdere om det i kapitalforvaltningsforskriften kan inntas en særlig bestemmelse om at en ved anvendelsen av de kvantitative begrensningene i forskriften i noen grad skal gjøre fradrag for de urealiserte kursgevinster som til enhver til knytter seg til de finansielle omløpsmidlene.”

Det følger av forsikringsvirksomhetsloven § 9-7 annet ledd at kollektivporteføljen skal bestå av eiendeler som motsvarer de forsikringsmessige avsetninger til dekning av kontraktsfaste forpliktelser. Det følger av forsikringsloven § 9-20 at kursreguleringsfondet skal tilsvare summen av urealiserte gevinster på finansielle omløpsmidler som inngår i kollektivporteføljen. Kursreguleringsfondet skal ikke tilordnes kontraktene i kollektivporteføljen. Som følge av at kursreguleringsfondet er en del av kollektivporteføljen vil plasseringsbegrensningene i kapitalforvaltningsforskriften gjelde.

Etter departementets vurdering krever EØS-reglene som svarer til direktiv 2002/83/EF artikkel 22 til 25, at de eiendeler som inngår i kollektivporteføljen underlegges plasseringsbegrensningene i direktivet. Som nevnt ovenfor er kursreguleringsfondet en del av kollektivporteføljen.

#### 2.1.2 Bakgrunn

Etter begge forskrifters § 3-2 er mindre likvide eiendeler og alternative investeringer underlagt en generell begrensning på 7 prosent av kollektivporteføljen eller de eiendeler som dekker de forsikringstekniske avsetninger i skadeforsikring. Det gjelder eksempelvis unoterte verdipapirer og non UCITS-fond som ikke er tillatt markedsført i Norge. Plasseringer i ett enkelt non UCITS-fond som ikke er tillatt markedsført i Norge og lignende plasseringer er i § 3-3 fjerde ledd nr. 3 begrenset til 1 prosent av kollektivporteføljen eller de eiendeler som dekker de forsikringstekniske avsetninger i skadeforsikring.

I livsforsikring inkluderes kursreguleringsfondet i de forsikringsmessige avsetninger etter forsikringsvirksomhetsloven § 9-15 annet ledd. Det innebærer at urealiserte kursgevinster på de finansielle omløpsmidler som inngår i kollektivporteføljen omfattes av reglene i forskriftens kapittel 3. Dette er nytt i forhold til tidligere regelverk. Når kursreguleringsfondet

ble inkludert i beregningen av de forsikringsmessige avsetninger medførte dette isolert sett en skjerpelse av de kvantitative begrensningsreglene.

Pensjonskassene i Norsk Hydro, Norske Shell og Telenor skrev i en felles høringsuttalelse datert 30. oktober 2006 at forslaget til ny kapitalforvaltningsforskrift i realiteten innebar en vesentlig innskrenkning og skjerpelse for virksomheter med betydelige kursreserver. Pensjonskassene uttalte at forslaget med noen justeringer for non UCITS-fond likevel kunne gjennomføres uten store omplasseringer av porteføljene. Årsaken til dette var at forskrifts-utkastet innebar en vesentlig lempning av kvantitative begrensninger. Forskriften ble imidlertid fastsatt med mindre lempning enn foreslått. Det er noe av bakgrunnen for henvendelsen fra Pensjonskasseforeningene.

Kursreserven representerer urealisert overskudd som ikke er tilordnet kontraktene i kollektivporteføljen. Bakgrunnen er bl.a. at lovgiver ønsket å unngå en økning av forsikringsforpliktelsene som følge av verdistigning på finansielle omløpsmidler. Selv om forsikringstaker på gitte betingelser har rett til en andel av kursreserven ved flytting, representerer kursreserven ikke kontraktsmessige forpliktelser for selskapet. Fondet utgjør en generell buffer mot fremtidig kursendringer på de finansielle omløpsmidler i kollektivporteføljen.

### *2.1.3 Vurdering av behovet for endring*

Departementet presiser i oppdragsbrevet at det vil vurdere å foreta endringer av enkelte bestemmelser i forskriften, ikke for å liberalisere, men for å sikre nødvendig risikospredning, og trygge pensjonskassemedlemmenes fremtidige utbetalinger. Kredittilsynet kan slutte seg til at regelverket må ivareta hensynet til å trygge medlemmenes rettigheter. Spørsmålet er hvordan dette best gjøres, alle hensyn tatt i betraktning. Det bør i denne sammenheng også ses hen til at det er en sannsynlig sammenheng mellom den mulighet regelverket gir for en optimal kapitalforvaltning, arbeidsgivers kostnader ved å opprettholde en ytelsesbasert pensjonsordning og dermed arbeidsgivers evne og vilje til å ikke omdanne pensjonsordningen til en innskuddsbasert pensjonsordning.

Mange selskaper og pensjonskasser vil i dag ikke ha kursreguleringsfond eller annen bufferkapital som er tilstrekkelig til å utnytte økte plasseringsrammer. Forskriften bør imidlertid være tilpasset perioder med så vel store som små kursreguleringsfond.

Etter Kredittilsynets mening bør institusjonene i større grad kunne plassere midler i andre eiendelskategorier enn fast eiendom og noterte aksjer og obligasjoner. Mindre omfattende kvantitative begrensninger vil øke muligheten for å investere i infrastrukturfond og utenlandske eiendomsfond. Dette er investeringer som for selskaper og pensjonskasser med tilstrekkelig kompetanse, risikostyringssystem og bufferkapital, kan gi økt diversifiserings-effekt for kollektivporteføljen og bidra til investeringer som er langsiktige og har en jevn avkastning og som derfor passer til selskapenes langsiktige forpliktelser. Ved vurdering av om det bør lempes på begrensningene må det også tas i betraktning at rentepapirer (obligasjoner) som noteres på Alternativ Bond Marked (ABM) faller innenfor begrensningsregelen på 7 prosent i forskriftenes § 3-2 første ledd. Da tilgangen til langsiktige obligasjoner i det norske markedet er begrenset, er det nettopp for å trygge pensjonsordningens medlemmer rettigheter, behov for å ikke sette for restriktive begrensninger på plasseringer i obligasjoner som ikke omsettes på et regulert marked. Det vises til punkt 2.8 om infrastrukturplasseringer og behovet for langsiktige plasseringer.

Innspillene fra aktørene om konsekvensene av at kursreguleringsfondet ble omfattet av reglene for kollektivporteføljen, er etter Kredittilsynets oppfatning vektige. Kredittilsynet vil derfor foreslå at forskriften som gjelder for livsforsikringsselskaper og pensjonsforetak bør endres.

Endringer kan gjennomføres ved at de kvantitative begrensningene gjelder med fradrag for verdien av kursreguleringsfondet eller/og ved å øke de kvantitative begrensningene. Nedenfor drøftes de to alternativene.

#### *2.1.4 Alternativ 1: Unnta kursreguleringsfondet fra reglene i kapittel 3*

Finansdepartementet skriver i oppdragsbrevet: "Etter departementets vurdering krever EØS-reglene som svarer til direktiv 2002/83/EF artikkel 22 til 25, at de eiendeler som inngår i kollektivporteføljen underlegges plasseringsbegrensningene i direktivet." Kredittilsynet er i utgangspunktet enig i dette, men har vurdert spørsmålet i forhold til artikkel 20 i livsforsikringsdirektivet. Artikkel 20 gir regler om hvordan de forsikringsmessige avsetninger skal beregnes. Artikkel 20 annet ledd i livsforsikringsdirektivet lyder slik:

A. i) livsforsikringshensættelserne beregnes etter en tilstrækkelig forsiktig prospektiv aktuarmessig metode under hensyn til alle fremtidige forpliktelse i henhold til de betingelser, der er fastsat for hver enkelt løbende forsikringsaftale, herunder navnlig:

- alle garanterede ydelser, herunder garanterede tilbakekøpsverdier
- den bonustildeling, som de sikrede kollektivt eller individuelt har rett til, uanset hvordan de pågældende former for bonus benævnes
- alle optioner, som den sikrede har rett til i henhold til forsikringsaftalen
- selskabets udgifter, herunder provisioner

Direktivets angivelse av fremtidige forpliktelser inkluderer bonustildelinger som de sikrede kollektivt eller individuelt har rett til, men ikke ufordelte reserver. Med bonustildelinger må menes overskudd som tilføres kontraktene, mens kursreserven i kollektivporteføljen, som ikke er tilordnet kontraktene, antagelig etter direktivets regler kan holdes utenfor ved beregning av de forsikringsmessige avsetninger. Det vises til at formålet med kursreguleringsfondet nettopp er å unngå at urealiserte gevinster på finansielle omløpsmidler skal gi selskapet en økning av forsikringsforpliktelsene. Selv om forsikringstaker på gitte betingelser har rett til en andel av kursreserven ved flytting, representerer kursreserven etter Kredittilsynets oppfatning ikke kontraktsmessige forpliktelser for selskapet da retten i henhold til forsikringsvirksomhetsloven (fvl.) § 11-7 tredje ledd er knyttet til verdien av kursreguleringsfondet på flyttetidspunktet. Fondet utgjør en generell buffer mot fremtidig kursendringer på de finansielle omløpsmidler i kollektivporteføljen. Kredittilsynet mener at det ikke vil være i strid med direktivet om urealiserte kursgevinster som er overført til kursreguleringsfondet holdes utenfor plasseringsbegrensningene.

En streng fortolkning av ordlyden i fvl. §§ 9-15 og 9-8 tilsier på den annen side at kursreguleringsfondet bør inngå i plasseringsbegrensningene. Det heter i fvl. § 9-8 at "de kvantitative begrensninger for plassering av midler som følger av forskrift med hjemmel i § 6-6 annet ledd gjelder for kollektivporteføljen i sin helhet". Lovens formål tilsier imidlertid neppe at det vil være i strid med loven om kapitalforvaltningsforskriften endres slik at kursreguleringsfondet holdes utenfor.

### *2.1.5 Alternativ 2: Øke enkelte plasseringsbegrensninger i kapittel 3*

Slik Kredittilsynet oppfatter innspillene fra aktørene må visse plasseringsbegrensninger økes vesentlig dersom alternativ 2 skal innebære en reell endring. Økes grensene for lite risikerer man at endringen for aktørene framstår mer som en formalitet.

Kredittilsynet anser det derfor hensiktsmessig at den generelle grensen for alternative plasseringer økes til forsikringsdirektivets grense på 10 prosent.

### *2.1.6 Vurdering av alternativ 1 og 2*

Alternativ 1 har den fordel at størrelsen på lempningen knytter seg direkte til den bufferkapital som kursreguleringsfondet representerer til enhver tid. Forholdet til lovens regler og retts tekniske hensyn taler for alternativ 2. Kredittilsynet anbefaler alternativ 2.

### *2.1.7 Konsekvenser for forskriften for skadeforsikringsselskaper*

Problemstillingen som reises i forhold til effekten av at kursreguleringsfondet er inkludert i de forsikringsmessige avsetninger er ikke relevant for skadeforsikringsselskaper. Etter Kredittilsynet mening bør det likevel ved en lempning av reglene på livområdet vurderes om det skal gjøres en tilsvarende endring på skadesiden. Spørsmålet bør vurderes i lys av innspill i høringsrunden.

## **2.2 Plasseringsbegrensninger for UCITS-fond (begge forskriftene)**

### *2.2.1 Problemstilling*

Kredittilsynet er bedt om å vurdere om plasseringsbegrensningene for UCITS-fond bør endres.

### *2.2.2 Bakgrunn*

Etter livforskriften § 3-3 fjerde ledd nr. 5 første punktum er det en plasseringsbegrensning på 10 prosent i ett enkelt UCITS-fond, jf. § 3-1 nr. 15.

Etter skadeforskriften § 3-3 fjerde ledd nr. 5 første punktum er det en plasseringsbegrensning på 10 prosent i ett enkelt UCITS-fond, jf. § 3-1 nr. 14.

Kredittilsynet har fått innspill om at en plasseringsbegrensning på 10 prosent er upraktisk, særlig for rentefond. Det er Kredittilsynets inntrykk at aktører har vanskelig for å forstå hvorfor direkteinvesteringer og investeringer gjennom verdipapirfond skal reguleres ulikt. En aktør framholder at en pensjonskasse kan ha hele obligasjonsporteføljen hos et forvaltningsselskap for verdipapirfond gjennom en aktiv forvaltningsavtale. For disse plasseringene gjelder forskriftens alminnelige grenser. Hvis pensjonskassen derimot ønsker å plassere obligasjonsporteføljen i et verdipapirfond forvaltet av det samme forvaltningsselskapet kommer det en ekstra beskrankning gjennom plasseringsbegrensningen på 10 prosent.

### *2.2.3 Vurdering*

Kredittilsynet bemerker at alle UCITS-fond er under tilsyn. I reguleringen av verdipapirfond er det stilt strenge krav til plassering av fondets midler og til kontroll med plassering av midlene. En depotbank står ansvarlig for oppbevaring av midlene, og for at det ikke utbetales

midler til annet enn lovlige formål. Risikoen for tap som følge av misligheter fra forvaltningsselskapet er dermed begrenset.

Etter verdipapirfondloven § 4-8 skal forvaltningsselskapet se til at verdipapirfondets beholdning av finansielle instrumenter har en sammensetning som gir en hensiktsmessig spredning av risikoen for tap. Loven inneholder videre øvre grenser for investering i finansielle instrumenter utstedt av én enkeltutsteder, likviditetskrav og andre regler som ikke er ulike reglene i kapitalforvaltningsforskriftene for forsikring.

Verdipapirfondloven § 4-6 fjerde ledd åpner for at inntil 10 prosent av et verdipapirfonds eiendeler kan plasseres i unoterte finansielle instrumenter. Kapitalforvaltningsforskriftene har en "tilsvarende" åpning for alternative plasseringer på 7 prosent av de forsikringsmessige avsetninger. Alternative plasseringer i kapitalforvaltningsforskriftene for forsikring omfatter imidlertid ikke direkte plasseringer i fast eiendom eller unoterte eierandeler i nærmere angitte eiendomsselskaper. Avviket mellom de to regelverk er derfor ikke betydelig og ligger i begge tilfeller innenfor forsikringsdirektivenes begrensning som tilsvarer 10 prosent av de forsikringsmessige avsetningene.

Verdipapirfondloven § 4-8 gir regler om risikospredning. Hovedregelen er at plasseringer i finansielle instrumenter utstedt av samme selskap ikke kan utgjøre mer enn 5 prosent av fondets eiendeler. Plasseringen kan imidlertid økes til 10 prosent av eiendelene dersom den samlede verdi av plasseringene ikke overstiger 40 prosent av fondets eiendeler. I kapitalforvaltningsforskriften er hovedregelen for plasseringsbegrensninger på enkeltrisikoeer 4 prosent. I forsikringsdirektivene er grensen 5 prosent.

Kredittilsynet har vurdert om ovennevnte avvik mellom plasseringsbegrensninger i verdipapirfondloven og kapitalforvaltningsforskriften/forsikringsdirektivene bør reflekteres gjennom begrensningskrav for plasseringer i UCITS-fond, men har funnet at dette ikke er nødvendig. Kredittilsynet anser det som lite sannsynlig og neppe i samsvar med forsvarlighetskravet at et forsikringsselskap eller en pensjonskasse plasserer all sin kapital i ett og samme verdipapirfond. Kapittel 2 i forskriften om risikostyring, risikoanalyser og gjennomføring av stresstester vil gjelde fullt ut for de plasseringer som foretas i verdipapirfondet. Dette vil for eksempel være viktig ved plasseringer i rene aksjefond. Verdipapirfondlovens regler om risikospredning bør videre vurderes i lys av at verdipapirfondloven § 4-9 om risikoberegning som stiller et strengere krav enn forsikringsvirksomhetslovens § 6-2 første ledd første punktum til hvor mye fondet kan plassere i ett og samme selskap. Verdipapirfondlovens grense er 10 prosent av aksjekapitalen eller den stemmeberettigede kapital i ett selskap. Forsikringsvirksomhetslovens øvre grense er på 15 prosent og gjelder kun selskaper som driver forsikringsfremmed virksomhet.

Markedsrisikoen i fondet vil avhenge av type fond, og vil ikke være relatert til hvor mange enkeltfond som selskapet er eksponert i. En plasseringsbegrensning på 10 prosent er derfor ikke hensiktsmessig hvis målet er å redusere markedsrisiko eller diversifisere utover det som følger av verdipapirfondloven. Kravet om at porteføljen må fordeles på flere UCITS-fond, gjør ikke nødvendigvis porteføljen mer veldiversifisert, men kan gjøre den mer uoversiktlig, særlig for mindre tilsynsenheter som setter bort mye av forvaltningen. Rammene for risikotaking skal framgå av investeringsstrategien som på en klar og tydelig måte skal sikre at risikoen er forsvarlig i forhold til bufferkapitalen og at kundenes interesser blir ivaretatt.

Kravet om diversifisering har også en kostnadsside. Tilgangen til fond med lavt forvaltningshonorar blir mindre når plasseringen må fordeles på flere fond.

Kredittilsynet foreslår å oppheve bestemmelsen om plasseringsbegrensning på enkeltrisiko for UCITS-fond. Kredittilsynet foreslår at dette presiseres i § 3-3 tredje ledd i begge forskrifter.

## **2.3 Statsobligasjonsfond (begge forskriftene)**

### *2.3.1 Problemstilling*

Kredittilsynet er bedt om å vurdere

- om plasseringsreglene for norske nasjonale statsobligasjonsfond skal være de samme som for norske statsobligasjonsfond som er UCITS-fond
- hvilke krav som eventuelt bør stilles til norske nasjonale statsobligasjonsfond
- hvilke krav som eventuelt bør stilles til utenlandske statsobligasjonsfond som investerer i færre enn seks statspapirer

### *2.3.2 Bakgrunn*

Etter begge forskriftenes § 3-3 fjerde ledd nr. 5 andre punktum omfattes ikke UCITS-fond som utelukkende kan plassere i fordringer som omfattes av § 3-1 nr. 1 og 2 av plasseringsbegrensningen på 10 prosent i ett enkelt UCITS-fond. § 3-1 nr. 1 og 2 omfatter fordringer i form av lån til eller garantert av stat i sone A eller sentralbank, fylkeskommune, kommune eller tilsvarende offentlig organ i stat i sone A og internasjonale organisasjon der minst én av statene innenfor EØS-området er medlem.

Livforskriften § 3-1 nr. 16 og skadeforskriften § 3-1 nr. 15 omfatter andeler i verdipapirfond som ikke er UCITS-fond, men er tillatt markedsført i Norge. Dette gjelder norske verdipapirfond som har fått stadfestet vedtektene av Kredittilsynet, men har samtykke til å fravike en eller flere av de alminnelige plasseringsreglene i verdipapirfondloven (nasjonale fond) og andre utenlandske fond som ikke er UCITS-fond, men som kan markedsføres i Norge etter tillatelse fra Kredittilsynet. Det er et vilkår etter verdipapirfondloven § 6-13 at fondene gir investorer i Norge beskyttelse minst på linje med den de har ved investering i norske verdipapirfond. For begge gjelder hovedregelen i § 3-3 annet ledd med en plasseringsbegrensning på 4 prosent.

Kredittilsynet er kjent med at livsforsikringsselskapene forsto og praktiserte den gamle kapitalforvaltningsforskriften slik at de uavhengig av om de var norske nasjonale fond eller UCITS-fond, kunne plassere 100 prosent av midlene i ett statsobligasjonsfond. Pensjonsforetakene var før 2008 ikke underlagt regler om enkeltrisikoer. De nye forskriftene medførte at grensene for norske nasjonale statsobligasjonsfond ble senket fra 100 prosent til 4 prosent.

I det norske markedet er det 8 norske statsobligasjonsfond fra 5 norske forvaltningsselskaper. Det opprettes sjelden nye fond.

Innspillene til Kredittilsynet har vært relatert til norske statsobligasjonsfond. I hvilken grad det er problemer også i forhold til utenlandske statsobligasjonsfond vil kunne belyses i høringsrunden. Det kan være at etterspørselen etter utenlandske statsobligasjonsfond er mindre fordi slike fond normalt er denominert i hjemlandets valuta eller i en annen stor valuta. Etter forskriften § 3-2 tredje ledd skal selskapets netto tilgodehavende i en valuta motsvare 80 prosent av de forsikringsmessige avsetninger i samme valuta. For norske

pensjonskasser og forsikringsselskaper med forsikringsforpliktelser i norske kroner kan fondsandeler denominert i utenlandsk valuta være lite hensiktsmessig.

### 2.3.3 Vurdering

#### 2.3.3.1 Norske statsobligasjonsfond

Betegnelsen norske statsobligasjonsfond brukes både om verdipapirfond som utelukkende investerer i papirer utstedt eller garantert av den norske stat, og om verdipapirfond som investerer i papirer denominert i norske kroner utstedt eller garantert av den norske stat eller annen stat innenfor EØS eller OECD-området. I det norske markedet finnes begge typer.

Ingen norske statsobligasjonsfond har så langt vært UCITS-fond. Norske statsobligasjonsfond har gjennomgående unntak fra verdipapirfondloven § 4-8 tredje ledd annet punktum:

Etter særskilt tillatelse fra tilsynsmyndigheten kan inntil 100 % av et verdipapirfonds eiendeler plasseres i omsettelige verdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter som nevnt i foregående ledd nr. 3. Det er et vilkår for tillatelsen at verdipapirfondet skal eie omsettelige verdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter fra minst seks ulike utstedelser og at de omsettelige verdipapirene eller pengemarkedsinstrumentene fra én og samme utstedelse ikke overstiger 30 % av verdipapirfondets samlede eiendeler.

Verdipapirfondenes Forening har vist til at bakgrunnen for at norske statsobligasjonsfond har dette unntaket, er todelt:

- For det første har den norske stat gjennom en årrekke organisert sitt låneopptak i det norske obligasjonsmarkedet gjennom stort sett fem utstedelser med forskjellig løpetid opp mot 10 år. Disse utstedelsene har blitt rullert etter hvert som de enkelte lånene forfaller. Dermed er det ikke mulig å tilfredsstillere UCITS-kravet om investeringer i minst seks ulike utstedelser.
- For det andre er Oslo Børs' statsobligasjonsindekser, som norske statsobligasjonsfond bruker som referanseindeks, konstruert slik at det for den enkelte indeks kun inngår to utstedelser. Det skyldes få utstedelser fra den norske stat, kombinert med at indeksene har konstant rentedurasjon. Dette medfører at det vil være vanskelig for et statsobligasjonsfond å replikere indeksen dersom fondet ikke samtidig har unntak fra kravet om å plassere i minst seks utstedelser.

Kredittilsynet kan ikke se at de nevnte forhold, som medfører at norske statsobligasjonsfond faller utenfor kategorien UCITS-fond, alene skulle tilsi en plasseringsbegrensning på 4 prosent per fond.

Det vises i denne sammenheng til at pensjonsforetak og forsikringsselskap kan investere direkte i de samme instrumentene som et norsk statsobligasjonsfond uten å omfattes av plasseringsbegrensninger. Det samme gjelder investeringer gjennom selskap som etter vedtektene er begrenset til å plassere i slike instrumenter, jf. § 3-3 tredje ledd nr. 5. Slike investeringsselskaper vil normalt ikke være under tilsyn fra Kredittilsynet. Verdipapirfond er særlig regulert for å sikre investorbeskyttelse og forvaltningsselskapet er under tilsyn av Kredittilsynet. Kredittilsynet ser ikke behovet for å gi plasseringer gjennom verdipapirfond en ekstra beskrankning i forhold til direkteplasseringer eller gjennom investeringsselskap.

For det andre kan en fordeling på flere fond gjøre investeringen mer uoversiktlig. Det stiller større krav til samordning for eksempel for en mindre pensjonskasse dersom den er begrenset til å plassere 4 prosent i ett fond. Det kan argumenteres for at risikoen ved økt kompleksitet er større enn reduksjonen ved å fastholde at unntaket bare skal gjelde UCITS-fond.

Kredittilsynet foreslår at tilsvarende plasseringsregler som gjelder for statsobligasjonsfond som er UCITS-fond også skal gjelde for norske nasjonale statsobligasjonsfond, dvs. verdipapirfond som har fått unntak fra verdipapirfondlovens plasseringsbestemmelser.

Unntak fra verdipapirfondlovens plasseringsbegrensninger forutsetter særskilt begrunnelse. Kredittilsynet vil gjøre en konkret vurdering av unntakene, herunder om unntakene vil innebære åpenbare urimeligheter overfor andelseierne. Det sentrale er om det er angitt tilstrekkelige, objektive, spesifikke, forståelige og etterprøvbare retningslinjer for plassering av verdipapirfondets midler, jf. verdipapirfondloven § 3-3 nr. 4. Kredittilsynet har ført en restriktiv forvaltningspraksis for angivelse av slike retningslinjer i vedtekter for verdipapirfond. For øvrig vil de administrative og organisatoriske reglene for verdipapirfond gjelde tilsvarende for norske non-UCITS-fond som for UCITS-fond. Kredittilsynet anser den angitte kontrollen ovenfor som tilstrekkelig, og mener det ikke er behov for ytterligere krav.

#### 2.3.3.2 Plassering i minst seks utstedelser

Kravet om plassering i minst seks utstedelser i verdipapirfondloven § 4-8 er hentet fra UCITS-direktivet. Utenlandske statsobligasjonsfond som investerer i færre enn seks utstedelser skal ikke kunne markedsføres grensekryssende i Norge med tillatelse av tilsynsmyndigheten i hjemstaten. For å kunne markedsføres i Norge må de ha tillatelse fra Kredittilsynet. Verdipapirfondloven § 6-13 setter blant annet som vilkår for en tillatelse at ”verdipapirfondet og forvaltningen av det oppfyller de krav som gjelder for å drive virksomheten i hjemlandet og at disse krav gir investorer i Norge beskyttelse minst på linje med den beskyttelse de har ved investering i norsk verdipapirfond”.

Plassering i utenlandske statsobligasjonsfond som verken er UCITS-fond eller har tillatelse til å kunne markedsføres i Norge vil falle inn under § 3-1 første ledd nr. 20 i skadeforskriften og § 3-1 første ledd nr. 21 i livforskriften under forutsetning av at resten av vilkårene for dette er til stede. Plasseringsgrensen for disse vil være 1 prosent av forsikringsmessige avsetninger.

Kredittilsynet foreslår at de samme regler skal gjelde ved plassering i utenlandske statsobligasjonsfond som ikke er UCITS-fond, men godkjent for markedsføring i Norge, som de regler som gjelder for norske nasjonale statsobligasjonsfond. På tross av finanskrisen anses fortsatt statsobligasjoner som relativt sikre. Utenlandske statsobligasjonsfond som verken er UCITS-fond eller er godkjent for markedsføring i Norge bør ikke omfattes av unntaket.

## 2.4 Derivater (begge forskriftene)

### 2.4.1 Problemstilling

Kredittilsynet er bedt om å vurdere om det bør stilles like krav til derivater for sikring og øvrige derivater.

### 2.4.2 Bakgrunn

Forskriften har generelle regler om derivater i § 2-4. Forskriften skiller mellom bruk av derivater for sikring og bruk av derivater for andre formål. For at derivater skal kunne anvendes til andre formål enn sikring skal enten underliggende være notert på regulert marked eller det skal foreligge en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse på derivatet.

I begge forskriftene § 3-1 er det listet opp eiendeler som kan dekke forsikringsmessige avsetninger. I skadeforskriften dekker nr. 18 derivater til sikring og 19 derivater for andre formål. I livforskriften dekker nr. 19 derivater for sikring og nr. 20 derivater for andre formål.

Kredittilsynet har fått tilbakemeldinger om at skillet mellom derivater til sikring og derivater for øvrige formål er vanskelig å trekke. Dersom skillet skal fjernes blir spørsmålet om det skal være krav om notering av underliggende og betryggende kursfastsettelse.

#### 2.4.3 Vurdering

Tilsynsenheter opplyser at å trekke et tydelig skille mellom sikring og andre formål på en del områder er vanskelig. Blant annet fordi det avhenger av hvilket nivå man velger å måle. Bruk av derivater for å få en valgt risiko på aggregert nivå, der en ser på passiva- og aktivsiden samlet, kan framstå som reduksjon av risiko – sikring, mens den på instrumentnivå kan framstå som effektivisering eller giring. Banklovkommisjonen understreker i punkt 6.4.2 i NOU 2008: 20 om skadeforsikringsselskapenes virksomhet behovet for å se på risiko på aggregert nivå: ”Fordi kapitalforvaltningen i skadeforsikring har en klar sammenheng med den risiko som forsikringsvirksomheten innebærer, er det av stor betydning at kapitalforvaltningsstrategi og plasseringer vurderes opp mot den forsikringsvirksomhet som selskapet driver til enhver tid.” I punkt 6.2 beskriver Banklovkommisjonen en situasjon der den finansielle risikoen økes, mens risikoen på aggregert nivå ikke endres tilsvarende: ”Dersom gjenforsikringspremien er forholdsvis lav og selskapene ser en mulighet for gjennom kapitalplassering å oppnå en større avkastning enn kostnadene ved gjenforsikring, vil de kunne øke sitt finansresultat ved å velge en større andel gjenforsikring enn det de ellers ville gjort. ... Gjennom å redusere den forsikringsmessige risiko for egen regning kan man øke den finansielle risiko uten at selskapets totalrisiko økes ...”.

Kredittilsynet tror det vil være vanskelig å utforme derivatregler som skiller mellom ulike formål og som samtidig er tilstrekkelig klare til at de kan etterleves. Hvis de blir for snevre er det en risiko for at de ikke gir nok rom for bruk av derivater i forsikringsmiljøer med høy kapitalforvaltningskompetanse. Samtidig bør det stilles krav til verdsettelse også av derivater for sikringsformål. Kredittilsynet mener det er en bedre løsning å ha like regler for sikring og andre formål.

Det har vært stilt spørsmål ved om mer generelt utformede krav til kursfastsettelse av underliggende kan stille selskapene overfor vanskelig konkrete vurderinger. Kredittilsynet mener dette hensynet ikke bør være avgjørende i forhold til hvordan forskriften utformes. Forskriften § 2-4 andre til fjerde ledd og §§ 2-1 til 2-3 tar nettopp sikte på å sikre at selskapets risikonivå og bruk av derivater er forsvarlig i forhold til dets totale risikobærende evne, kompetanse og interne kontrollsystemer. De selskapene som ikke har kompetanse til å vurdere om en verdsettelse er rimelig, bør heller ikke anvende derivater der verdsettelsen er vanskelig. Men hensynet til disse bør ikke hindre andre selskaper som har høy kompetanse og interne kontrollsystemer fra å anvende derivater med unoterte underliggende selv om den konkrete vurderingen er vanskelig. For øvrig er kontroll av at selskapets og styrets kompetanse står i et rimelig forhold til investeringsstrategien, herunder strategier for bruk av derivater, et viktig punkt i Kredittilsynets stedlige tilsyn.

Kredittilsynet foreslår like regler for derivater for sikring og derivater for andre formål. Når det gjelder krav og betryggende kursfastsettelse mener Kredittilsynet det også bør gjelde derivater for sikring. Kredittilsynet foreslår en noe mer generell utforming slik at mer av det konkrete skjønnet ligger hos tilsynsenhetene.

## 2.5 Eiendom: Konsernintern gjeld (begge forskriftene)

### 2.5.1 Problemstilling

Kredittilsynet er bedt om å vurdere om pensjonskasser og forsikringsselskap bør ha adgang til å plassere i eiendomsselskap med konsernintern gjeld og om det i tilfelle er behov for en forskriftsendring.

Etter Finansdepartementets foreløpige vurdering åpner ikke ordlyden i forskriften § 3-1 første ledd nr. 13 og nr. 14 "foretak uten gjeld utover normal driftskreditt" for konsernintern gjeld.

### 2.5.2 Bakgrunn

Etter forskriftene § 3-1 nr. 13 og 14 kan forsikringsselskap og pensjonskasser foreta eiendomsinvesteringer gjennom minoritetsandeler i unoterte eiendomsselskap/konsern utenfor plasseringsbegrensningen på 7 prosent for alternative investeringer, jf. § 3-2 første ledd. Plasseringsalternativet i § 3-1 nr. 13 er definert som "aksjer og annen ansvarlig kapital i eiendomsselskap *uten gjeld* ...". Spørsmålet er om holdingsselskapet (nr. 14-selskapet) kan gi lån til eiendomsselskapet (nr. 13-selskapet).

I brev til advokatfirmaet Schjødt 1. oktober 2008 har Kredittilsynet uttalt seg om konsernintern gjeld:

Kredittilsynet har lagt til grunn at det låneforbud som er utledet av virksomhetsbegrensningsreglene i loven §§ 6-1 og 6-2 ut fra en risikovurdering ikke er til hinder for at forsikringsselskap kan lånefinansiere et 100 % eid (heleid) datterselskap. Forutsetningen er at datterselskapet driver virksomhet som forsikringsselskapet selv kan drive på egen regning og risiko. Datterselskapets risiko eller omfanget av virksomheten påvirkes i prinsippet ikke av om morselskapet skyter inn 100 i aksjekapital eller gir 100 i lån. Konserninterne lån fører ikke til giring av porteføljen sett under ett fordi det ikke tilføres midler utenfra.

Finansdepartementets endring av ordlyden i forhold til Kredittilsynets utkast synes å være i samsvar med FNHs høringsuttalelse: "Det sentrale må være om investeringen forsikringsselskapet foretar er å anse som gjeldsfinansiert, noe som den kun vil være dersom en gruppe eiendomsselskaper har tatt opp ekstern gjeld".

Kredittilsynet tolker "uten gjeld" i § 3-1 nr. 11 og 12 til ikke å omfatte konsernintern gjeld.

FNH skrev i høringsuttalelse av 30. oktober 2006 til utkastet til forskrift som trådte i kraft 1. januar 2008:

FNH ønsker en klargjøring av hvordan begrepet "eiendomsselskap som ikke er lånefinansiert" i selve forskriften, evt. gjennom veiledning til forskriften (rundskriv fra Kredittilsynet). FNH er spesielt opptatt av at i de tilfeller selskapene står overfor investering i en gruppe av eiendomsselskap gjennom et morselskap (holdingmodell), bør ikke intern gjeld, f.eks. fra mor til datter i en slik gruppe, medføre at slike investeringer ikke kan benyttes til å dekke forsikringsmessige avsetninger etter § 3-2 nr. 8 og 9 i Kredittilsynets forslag. Det sentrale må være om investeringen forsikringsselskapet foretar er å anse som gjeldsfinansiert, noe den kun vil være dersom en gruppe av eiendomsselskap har tatt opp ekstern gjeld.

Begrepet *lånefinansiering* i utkast til forskrift ble endret til *gjeld* i forskriften.

### 2.5.3 Vurdering

Formålet med reglene om eiendomsinvesteringer i § 3-1 nr. 13 og 14 er å legge til rette for at pensjonskasser og små eller nyetablerte forsikringsselskap kan gå inn i diversifiserte

eiendomsinvesteringer. Tanken er at slike eiendomsinvesteringer så langt mulig skal ha de samme økonomiske egenskaper som større forsikringsselskap oppnår gjennom direkte plassering i fast eiendom eller gjennom eiendomsdøtre. Særlig i forhold til å generere løpende avkastning basert på eiendomsselskapenes leieinntekter er det viktig med størst mulig likhet.

Aktører har anført at det gir økt fleksibilitet ved kapitalflyt oppover i selskapsstrukturen når et holdingselskap kan finansiere eiendomsselskap både med lån og aksjekapital. Det er enklere å betale tilbake på et lån enn å gi utbytte som må gjennom en behandling på generalforsamling. Det kan være tilfelle når pensjonsforetak og forsikringsselskaper ønsker løpende avkastning fra eiendomsinvesteringen så raskt som mulig.

Vilkåret om at eiendomsselskapet/eiendomskonsernet ikke kan ha gjeld svarer til det vilkår som utledes av virksomhetsbegrensingsreglene i lovens §§ 6-1 og 6-2 ved en direkte investering i fast eiendom eller ved en eiendomsinvestering som er organisert i et datterselskap. Formålet med låneforbudet er å hindre giring som følge av ekstern lånefinansiering.

Det er i tolkningspraksis lagt til grunn at et forsikringsselskap som har et *heleid* eiendomsselskap uten hinder av fvl. § 6-2, jf. § 6-1 kan finansiere et heleid datterselskap med aksjekapital (kapitalinnskudd) og lån. Begrunnelsen er at slik lånefinansiering ikke øker forsikringsselskapets risiko i forhold til finansieringen ved aksjeinnskudd/innskudd av selskapskapital. Kredittilsynet gir på bakgrunn av de samme hensyn normalt samtykke til slike interne lån ihht. finansvl. § 2a-8.

Etter Kredittilsynets vurdering er ikke dette annerledes enn om et holdingselskap i et eiendomskonsern som omfattes av § 3-1 nr. 14 finansierer et heleid datterselskap med lån fra holdingselskapet, eller eventuelt et mellomliggende holdingselskap. Et slikt lån til eiendomsselskap har etter Kredittilsynets oppfatning ikke giringeffekt på eiendomsinvesteringen.

Kredittilsynets antar at om holdingselskapet kan finansiere eiendomsinvesteringer med en kombinasjon av selskapskapital og lån vil selskapene og pensjonskassene kunne få en mer stabil og forutsigbar avkastning på plasseringen enn om plasseringen bare er finansiert med selskapskapital. Eiendomsinvesteringene vil ligne mer på en investering i fast eiendom direkte eller gjennom et datterselskap. Investeringen vil dermed være bedre tilpasset institusjonenes langsiktige forsikringsforpliktelser.

Kredittilsynet foreslår å endre forskriften slik at det klart framgår at det er tillatt å plassere i selskaper med konsernintern gjeld. I tolkningspraksis, som nevnt i forhold til lån til datterselskap, er det normalt lagt til grunn at datterselskapet må være heleid og det kan vurderes på bakgrunn av høringsuttalelsene å sette et tilsvarende vilkår for konserninterne lån i forslaget til endringer i § 3-1 nr. 13 og 14.

## 2.6 Eiendom: Mellomliggende holdingselskap og selskapsorganisering (begge forskriftene)

### 2.6.1 Problemstilling

Kredittilsynet er bedt om å vurdere følgende problemstillinger i forhold til eiendomsselskaper som nevnt i § 3-1 første ledd nr. 13

- om eiendomsselskapet kan eies via flere holdingselskaper (mellomliggende selskaper)
- om eiendomsselskapet kan være et ansvarlig selskap
- om eiendomsselskapet kan være et kommandittselskap

Med mellomliggende selskap siktes det til det eller de selskaper som eier den eller de faste eiendommer investeringen gjelder.

Etter Finansdepartementets foreløpige vurdering åpner § 3-1 første ledd nr. 13 for at forsikringsselskap kan investere i eiendomsselskap (som ikke har gjeld) dersom eiendomsselskapet utelukkende investerer i omsettelig fast eiendom som nevnt i § 3-1 første ledd nr. 11. Det er etter departementets foreløpige vurdering ikke adgang til noe mellomliggende holdingselskap etter § 3-1 første ledd nr. 13. Etter departementets vurdering åpner § 3-1 første ledd nr. 14 for at forsikringsselskapet kan investere i et foretak som igjen investerer i et eiendomsselskap som bare plasserer i omsettelig fast eiendom. Etter departementets foreløpige vurdering er det bare adgang til ett mellomliggende ledd (selskap). Det mellomliggende selskapet må etter forskriften være et aksjeselskap eller allmennaksjeselskap, jf. § 3-1 første ledd nr. 13. Dersom det skal åpnes opp for investeringer som har flere mellomliggende holdingselskaper må forskriften etter departementets vurdering endres.

### 2.6.2 Bakgrunn

Etter forskriftene § 3-1 nr. 13 og 14 kan selskapene foreta eiendomsinvesteringer gjennom minoritetsandeler i unoterte eiendomsselskap/konsern utenfor plasseringsbegrensningen på 7 prosent, jf. § 3-2 første ledd. Plasseringsalternativet i § 3-1 nr. 13 er definert som ”aksjer og annen ansvarlig kapital i eiendomsselskap *uten gjeld* ...”. Plasseringsalternativet i § 3-1 nr. 14 er definert som ”andeler i foretak ... som etter vedtektene utelukkende kan plassere sine midler i aksjer og annen ansvarlig kapital i eiendomsselskap som nevnt i nr. 13.

Formålet med reglene om eiendomsinvesteringer i § 3-1 nr. 13 og 14 er å legge til rette for at pensjonskasser og små eller nyetablerte forsikringsselskap kan gå inn i diversifiserte eiendomsinvesteringer.

I brev til advokatfirmaet Schjødt 1. oktober 2008 har Kredittilsynet uttalt seg om mellomliggende holdingselskap:

Ordlyden åpner ikke direkte for å opprette og/eller kjøpe mellomliggende holdingselskaper, men har heller ikke et utrykkelig forbud mot dette. Eiendomsseksponeringen ... øker ikke ved at det er flere mellomliggende holdingselskaper dersom det ikke tilføres ekstern lånekapital som fører til at eiendomsporteføljen gires.

Kredittilsynet tolker forskriften slik at foretak som omfattes av § 3-1 nr. 12 kan eie ett eller flere holdingselskaper som igjen eier eiendomsselskaper forutsatt at holdingselskapene ikke er finansiert med gjeld fra tredjemann.

### 2.6.3 Vurdering

#### 2.6.3.1 Mellomliggende holdingsselskap(er)

Aktører har anført at et forbud mot flere mellomliggende holdingsselskaper vil være en vesentlig hindring for at holdingsselskapet (nr. 14-selskap) kan kjøpe eiendomskonsern. Aktører påpeker at det er vanlig at faste eiendommer eies av eiendomskonsern som er strukturert ved at et morselskap eier flere datterselskaper, som hver eier en fast eiendom. Dersom holdingsselskapet må kjøpe enkelteiendommer som ligger i et eiendomsselskap vil antallet transaksjoner for å bygge opp en eiendomsportefølje øke betraktelig og dermed også transaksjonskostnadene.

Isolert sett taler hensynet til kostnadseffektiv kapitalforvaltning for at det åpnes for eiendomsinvesteringer som er organisert i selskapsstrukturer som nevnt ovenfor (mellomliggende holding). Forsikringsselskapene kan da investere i slike eiendomsselskaper uten å måtte splitte det opp, med de kostnadene en slik oppsplitting medfører. Årsaken til at eiendomsporteføljer organiseres på denne måten antas å være motivert av hensynet til å unngå dokumentavgift. Uavhengig av dette ser Kredittilsynet at det i kapitalforvaltningsøyemed kan være hensiktsmessig å legge til rette for at forsikringsselskapene kan operere i det eksisterende eiendomsmarkedet på en mest mulig kostnadseffektiv måte. Kredittilsynet kan ikke se at den operasjonelle risikoen ved å tillate flere mellomliggende holdingsselskaper er til hinder for dette.

Med bakgrunn i ovennevnte foreslår Kredittilsynet å endre forskriften slik at det framgår at det er tillatt med flere mellomliggende holdingsselskaper.

#### 2.6.3.2 Kommandittselskap og ansvarlig selskap

Eiendomsselskap (nr. 13-selskap) er normalt organisert som aksjeselskap, men ikke alltid. Både kommandittselskap og ansvarlig selskap benyttes som selskapsform. Kredittilsynets foreslår at det åpnes for plassering i eiendomsselskap som er organisert som kommandittselskap etter lov 21. juni 1985 nr. 83 om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper (selskapsloven) på samme vilkår som andre selskapsinvesteringer i relasjon til fvl. § 6-2. Det må med andre ord være et vilkår at forsikringsselskapet eller pensjonskassen deltar som kommandittist og ikke hefter med mer enn kommitert beløp.

Det nevnes at Kredittilsynet har akseptert at forsikringsselskap og pensjonskasser forplikter seg til å betale et kommitert beløp som er større enn førsteinnskuddet. Det er en forutsetning at forpliktelsen til å innbetale restinnskudd representerer en normal forpliktelse ved deltakelse i kommandittselskap. Det forutsettes også at forpliktelsen står i forhold til selskapets risikobærende evne og hensyntas i stresstestene.

Kredittilsynet er skeptisk til at eiendomsselskap som omfattes av § 3-1 nr. 13 bør kunne være et ansvarlig selskap selv om det er uten gjeld. Det legges vekt på at deltakerne i et ansvarlig selskap hefter ubegrenset for selskapets forpliktelser. Kredittilsynet anbefaler at spørsmålet vurderes på bakgrunn av høringsuttalelsene. Uavhengig av konklusjon bør ordlyden presiseres slik at det framgår om forsikringsselskap og pensjonsforetak kan plasseres i eiendomsselskap som er organisert som et ansvarlig selskap (uten gjeld).

## 2.7 Bruk av begrepet *kollektivportefølje* i skadeforsikring (skadeforskriften)

Kredittilsynet er bedt om å vurdere

- Om begrepet *kollektivportefølje* kan erstattes av forsikringstekniske avsetninger

Bruken av begrepet *kollektivportefølje* i skadeforsikring er kommentert av Banklovkommisjonen i NOU 2008: 20 om skadeforsikringsselskapenes virksomhet på sidene 131-132 og 180. Kommisjonen foreslår at *kollektivportefølje* byttes ut med *eiendeler til dekning av forsikringsmessige avsetninger*. Kredittilsynet slutter seg kommisjonens forslag.

## 2.8 Infrastrukturinvesteringer (begge forskriftene)

### 2.8.1 Innledning

Livsforsikringsselskaper og pensjonskasser har økende behov for å plassere pensjonsmidler i eiendeler som er godt tilpasset de forpliktelsene selskapet har påtatt seg. Dette skyldes bl.a. finansielle forhold som lave renter og demografiske forhold som aldrende befolkning. Behovet vil antakelig øke ved innføringen av Solvens II.

Solvens II innebærer bruk av virkelig verdi ved verdifastsettelsen både på aktiva- og passivasiden i balansen. Det tas sikte på at utformingen av regelverket skal være mest mulig kompatibelt med nye regnskapsregler (IFRS). Overgang til markedsbasert verddivurdering av forsikringsforpliktelsene vil kunne føre til spesielle utfordringer for norske livsforsikringsselskaper som har store innslag av pensjonsforsikringer med rentegaranti i sin forvaltningskapital. Ved utgangen av 2008 utgjorde dette 735 mrd. kroner fordelt på tolv selskaper. Norske livsforsikringsselskaper har forholdsvis liten bufferkapital hvilket taler for at norske livsforsikringsselskaper vil etterspørre lange obligasjoner for å redusere avviket mellom renterisikoen på eiendelene og renterisikoen på forpliktelsene.

Behovet for langsiktige obligasjoner vil kunne variere betydelig under et regime med markedsbasert verddivurdering av forpliktelsene, avhengig av det aktuelle rentenivået. For forpliktelsene som er underlagt ny overskuddsmodell vil kundene bære praktisk talt hele renterisikoen så lenge markedsrenten ligger betydelig over den garanterte renten, og selskapet vil da være tjent med å ha lav durasjon på eiendelene. Dersom markedsrenten er lav vil imidlertid risikoen for at renten faller under den garanterte renten være stor, og selskapet vil da være tjent med å ha høy durasjon på eiendelene for å oppveie potensielle tap knyttet til økt verdi av forpliktelsene.

Det er sannsynligvis ikke mulig å dekke forventet etterspørsel etter lange obligasjoner i det norske markedet. Fraværet av et langsiktig obligasjonsmarked av noe størrelse representerer et strukturelt problem for Norge og kan føre til at det blir dyrere å forvalte pensjonsordninger i Norge enn i andre sammenlignbare land når Solvens II innføres.<sup>1</sup> I denne sammenheng vil Kredittilsynet fremheve at det kan være en fordel om staten utsteder langsiktige obligasjoner.

Livsforsikringsselskapers behov for å investere i aktiva med lang durasjon har medført at forsikringsaktører har rettet oppmerksomhet mot investeringer i ulike former for infrastruktur.

---

<sup>1</sup> For en mer utførlig drøftelse av de utfordringene som skisseres ovenfor vises det til Kredittilsynets notat om "Behovet for et langsiktig obligasjonsmarked i Norge" datert 23. august 2006, oversendt Finansdepartementet 4. september samme år. Det vises også til "Det norske obligasjonsmarkedet", Rapport fra arbeidsgruppe for obligasjonsmarkedet, nedsatt av FNHs Bransjestyre kapitalforvaltning og finansmarked, november 2007.

Også internasjonalt<sup>2</sup> har det i økende grad vært drøftet om investeringer i infrastruktur kan være egnet for pensjonsmidler. Slike investeringer kan være bærere av en rekke sentrale egenskaper som livsforsikringsselskapene etterspør, herunder lang og stabil avkastning i norske kroner.

Kredittilsynet har mottatt henvendelser fra livsforsikringsselskap og pensjonskasser vedrørende adgangen til å foreta konkrete investeringer i infrastruktur med løpende avkastning knyttet opp mot langsiktige leieavtaler. Ut fra foreliggende behov ser Kredittilsynet positive effekter ved slike investeringer. Kredittilsynet ser imidlertid også utfordringer og behov for regulering.

I det følgende vil begrepet infrastrukturinvesteringer presiseres nærmere. Deretter gjennomgås gjeldende rett og de skranker som nå foreligger for infrastrukturinvesteringer i forsikringsvirksomhetsloven med forskrifter. I lys av denne gjennomgangen foreslås enkelte endringer og presiseringer i kapitalforvaltningsforskriftene. Begrensninger på infrastrukturinvesteringer som følger av øvrig regelverk berøres til en viss grad men gjennomgås ikke. Eksempler er begrensninger på andelen av privat eierskap, konsesjonsplikt og regulatoriske begrensninger på selgers hånd som for eksempel reguleringer av en kommunes gjeldsforpliktelser i kommuneloven kapittel 9.

#### *2.8.2 Nærmere om infrastrukturinvesteringer*

”Infrastruktur” har ikke et presist rettslig innhold, men kjennetegner normalt fysiske installasjoner og anlegg som er nødvendige for at samfunnet skal fungere.<sup>3</sup> Slik virksomhet er sjelden utsatt for virksom konkurranse idet de ofte er naturlige monopoler underlagt offentlig regulering. Dette legger til rette for stabile og forutsigbare inntektsstrømmer med begrenset risiko.

Investeringer i infrastruktur er ulikeartet og det kan være hensiktsmessig å skille mellom drift og eie av infrastrukturen samt direkte og indirekte investeringer i infrastruktur.

I enkelte situasjoner antas at direkte eller indirekte eie vil være hensiktsmessig for å få del i kontantstrømmen som genereres av infrastrukturvirksomheten. I andre tilfeller kan formålet med eierskapet være mer finansielt, for eksempel ved ”sale and lease back” av telenett. I slike konstruksjoner kjøper investor/en gruppe investorer anlegget/installasjonen, for så å leie det tilbake til operatør av anlegget på langsiktige kontrakter med stabil inntektsstrøm. For noen infrastrukturer er eierskap av installasjonen/anlegget underlagt offentligrettslige regler og konsesjonskrav (typisk vannkraftproduksjon og olje- og gassvirksomhet). Tilsvarende kan det ut fra politiske målsetninger og prioriteringer være ønskelig at eierskapet til infrastruktur beholdes i det offentlige. OPS-prosjekter (offentlig privat samarbeid) er for eksempel strukturert slik at eierskapet av veiene ligger hos det offentlige, mens drift og konstruksjon er satt ut til private aktører.

Skillet mellom eierskap og drift kan ha betydning i forhold til bl.a. virksomhetsreglene for livsforsikringsselskaper. Det vises til omtale om dette under punktene 2.8.4.1 og 2.8.4.2.

---

<sup>2</sup> Det vises bl. a. til omtale i G. Inderst *Pension Fund Investment in Infrastructure*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions”, No. 32, OECD Publishing

<sup>3</sup> Se også G. Inderst (se note 2) om ulike definisjons- og avgrensningsspørsmål.

*Direkte eierskap* kan etableres i den aktuelle eiendom, installasjon eller anlegg. For eksempel er sameieformen relativt vanlig i oljesektoren, men det er også en modell som kan være aktuell på andre områder. Slikt direkte eierskap kan for eksempel være i kraftledningsnett eller i telenett. Enkelte investeringer gis notoritet og publisitet gjennom et realregister. Dette gjelder fast eiendom gjennom tinglysningsloven og kraftledninger gjennom lov 1. juli 1927 om registrering av elektriske kraftledninger. Andre direkte investeringer har ikke et realregister knyttet til seg, og i slike tilfeller etableres og dokumenteres eierskap på alminnelig avtalerettslig grunnlag.

Indirekte investeringer kan ta en rekke ulike rettslige former, herunder:

- Aksjer i eier/operatørselskap for en aktuell infrastruktur, eller aksjer i et investeringsselskap som har spesialisert seg på infrastrukturinvesteringer (for eksempel i Private Equity-foretak). Slike selskaper vil typisk ha en del gjeld. Aksjene kan enten være noterte eller unoterte. Fokus i det følgende vil være rettet mot unoterte aksjer.
- Obligasjoner utstedt av eier/operatørselskap for den aktuelle infrastruktur. Slike obligasjoner kan enten være noterte eller unoterte. Fokus i det følgende vil være rettet mot unoterte obligasjoner.
- Direkte lån som ytes til eier/operatørselskap for den aktuelle infrastruktur.
- Fondsandeler i infrastrukturfond.

Skillet mellom direkte og indirekte eierskap har betydning i forhold til virksomhetsbegrensningene og reglene i kapitalforvaltningsforskriften.

En særlig form for obligasjoner, er obligasjoner utstedt av et særlig kredittforetak med sikkerhet i nærmere definerte aktivaklasser (Obligasjoner med fortrinnsrett (OMF-er)). Lovreglene for slike obligasjoner åpner bl.a. for at lån med sikkerhet i kraftledningsregisteret kan danne grunnlag for OMF-er, og det antas at OMF-er kan være en hensiktsmessig måte for livsforsikringsselskaper å oppnå eksponering mot infrastruktur på. Det er imidlertid ikke gitt forskrifter som åpner for dette, jf. finansieringsvirksomhetsloven (finansvl.) § 2-28 første ledd c) om ”pant i andre realregistrerte formuesgoder”. Dette behandles ikke nærmere i denne sammenheng.

### *2.8.3 Aktuelle infrastrukturinvesteringer*

Som det fremgår ovenfor er infrastrukturinvesteringer som sådan svært ulikeartet. På generelt grunnlag vil aktuelle investeringer kjennetegnes ved at eiendelene har relativt lang levetid og kan gi grunnlag for jevne inntekter i flere år. Perspektivet kan være lengre enn ved investeringer i norske statsobligasjoner. Slike investeringer kan være velegnet der brukere av infrastrukturen har inngått langsiktige avtaler om bruken som gir langsiktige inntekter for eier. Det samme vil være tilfelle der brukere av strukturen er stat eller kommune slik at motpartsrisikoen er lav og inntektene er knyttet til generell prisutvikling. I sistnevnte tilfeller vil eier være sikret mot egen risiko på forpliktelsessiden når denne er eksponert mot tilsvarende endringer.

På den annen side kan slike eiendeler være lite likvide. Erverv av infrastruktur er i flere tilfeller konsesjonsbelagt. Konsesjonsvilkår kan bidra til å begrense kretsen av investorer gjennom krav til særskilt kunnskap og krav til kapital. Konsesjonsbehandlingen vil også kunne senke omsetningshastigheten på eiendelene og øke kostnadene knyttet til ervervet.

Konsesjonsplikt knytter seg til virksomheter og strukturer som samfunnet har særskilt interesse av å regulere. Fastsettelsen av normer for slik virksomhet er begrunnet i allmenne hensyn som kan komme i strid med rene investeringsinteresser. Et eksempel på dette kan være krav om garanti for fjerningsforpliktelser ved salg av eiendeler. Det vil i disse tilfeller også foreligge en særskilt regulatorisk risiko knyttet til selve virksomheten og rammebetingelsene for denne.

Løpende drift og vedlikehold av utleieobjektet forutsetter særskilt kompetanse innenfor den konkrete strukturen investeringen knytter seg til og som kan reise særskilte spørsmål i forhold til virksomhetsbegrensningen. Investeringer hvor kontantstrømmen i form av utleieinntekter er knyttet til omsetningsvolum vil også bringe inn ytterligere risikoer som krever særskilt kompetanse.

Et ytterligere forhold er det ubegrensede tredjemannsansvaret som kan gjøre seg gjeldende ved direkteinvesteringer. Risikoer som denne "avlastes" ofte ved inngåelse av forsikringsavtaler. Det vil likevel være en kjerne av risiko som ikke er forsikringsbar.

Kredittilsynet har fått innspill fra FNH om infrastrukturinvesteringer. FNH antar at følgende investeringer kan være eksempler på aktuelle infrastrukturinvesteringer for norske livsforsikringsselskaper:

- i. direkte og indirekte drift og eie i kraftdistribusjon (ledningsnett)
- ii. direkte og indirekte drift og eie av veier og tognett, herunder deltakelse i Offentlige Private Samarbeidsprosjekter (OPS).
- iii. direkte og indirekte drift og eie av telenett
- iv. direkte og indirekte drift og eie av vann- og avløpsnett.

Det understrekes imidlertid at det ikke er mulig å angi en uttømmende liste over aktuelle investeringer. Det vises til at markedet for infrastrukturinvesteringer trolig vil utvikle seg videre, bl.a. som følge av en eventuell avklaring av livsforsikringsselskapers adgang til å foreta slike investeringer. Før man får en slik avklaring, er det derfor ikke mulig å vite med sikkerhet hvilke investeringer som kan bli aktuelle.

#### *2.8.4 Infrastrukturinvesteringer og forholdet til gjeldende rett*

Forsikringsselskapers og pensjonsforetaks investeringsunivers, herunder adgangen til å foreta infrastrukturinvesteringer, reguleres av flere regelsett. De viktigste som drøftes i denne sammenheng er virksomhetsbegrensningene i fvl. § 6-1, begrensningene til å eie aksjer i forsikringsfremmed virksomhet i fvl. § 6-2, kapitaldekningsregler mv. og kapitalforvaltningsforskriften.

Det understrekes at Solvens II vil nødvendiggjøre en fornyet gjennomgang og revisjon av disse reglene.

##### *2.8.4.1 Forbud mot forsikringsfremmed virksomhet (direkte eie av infrastruktur)*

Det følger av fvl. § 6-1 at et forsikringsselskap "*bare kan drive forsikringsvirksomhet og virksomhet som naturlig henger sammen med forsikringsvirksomhet*". Bestemmelsen tar bl.a. sikte på å beskytte forsikringsselskapenes soliditet, ved å begrense den risiko som ligger i å drive forsikringsfremmed virksomhet. Bestemmelsen gjennomfører en tilsvarende bestemmelse i direktiv 2002/83/EF om livsforsikringsvirksomhet (direktivet) artikkel 6 (1) b.

EU/EØS-reglene inneholder imidlertid ikke harmoniserte regler om hva som skal anses som forsikringsfremmed virksomhet, og på dette området har derfor nasjonale myndigheter adgang til å utøve et visst skjønn. I Norge er det ikke gitt eksplisitte lovregler om dette, men uttalelser i forarbeidene og tolknings- og konsesjonspraksis gir visse holdepunkter. Finansdepartementet kan gjøre generelle eller individuelle unntak fra forbudet.

Når det gjelder de konkrete vurderinger av hva som skal anses som forsikringsfremmed virksomhet, bør det med utgangspunkt i lovens forarbeider (NOU 1983: 52) foretas en konkret og dynamisk vurdering, hvor en ser hen til ”forholdene i forsikringsnæringen til enhver tid”, jf. også Banklovkomisjonens drøftelse i NOU 2008: 20 punkt 3.1.3.

I forhold til infrastrukturinvesteringer, må det vurderes om virksomhetsbegrensningen er til hinder for at et livsforsikringsselskap eier et infrastrukturanlegg/installasjon direkte. Forsikringsselskapenes finansiering av slike erverv i form av kjøp av obligasjoner eller bilaterale lån reguleres ikke av virksomhetsbegrensningen i fvl. § 6-1.

Kredittilsynet har i tolkningspraksis bl.a. i rundskriv nr. 2/1999, lagt til grunn at investeringer i fast eiendom, direkte eller organisert i datterselskaper, enten må ha en slik anvendelighet at kretsen av mulige leiere ikke blir for snever eller at bygningene må kunne ombygges uten uforholdsmessige store kostnader slik at de nødvendige bruksendringer kan foretas. Gjennom dette kravet avgrenses det mot eiendommer som er ensidig knyttet opp mot én type næringsvirksomhet og dermed anses å ha større motpartsrisiko mht. løpende avkastning samt være mindre likvide.

Det vil være vanskelig å oppfylle et tilsvarende vilkår for investeringer i infrastrukturer. Eiendelene vil være knyttet til kun én type virksomhet og antas ikke å ha restverdi i seg selv. Infrastrukturinvesteringer er også svært ulikeartede og det synes derfor vanskelig å oppstille generelle avgrensningskriterier som sikrer en viss likviditet tilsvarende de krav som stilles til fast eiendom. Investeringen skiller seg også fra eiendomsinvesteringer ved at motpartsrisikoen er svært lav (ofte naturlige monopoler underlagt offentlig regulering). Innspill fra bransjen (FNH) synes å forutsette at kostnaden ved investeringen fullt ut må forsvares på bakgrunn av de løpende (leie)inntekter den med stor grad av sikkerhet vil gi forsikringsselskapet. Forsikringsselskaper og pensjonskasser er dessuten omfattet av de regler som er gitt om forsvarlig likviditetsstyring i forskrift til finansvl. § 2-17. Kredittilsynet har derfor under noe tvil kommet til at virksomhetsbegrensningsreglene i fvl. § 6-1 i utgangspunktet ikke bør anses til hinder for investeringer i infrastrukturer utelukkende ut fra at eiendelen er lite omsettelig.

På den ene siden må det antas at drift og operasjonell virksomhet knyttet til infrastrukturen kan falle utenfor den tillatte virksomhet for forsikringsselskaper. Livsforsikringsselskaper har neppe den kompetanse som kreves for drift av infrastruktur, og vil også ved slik virksomhet kunne eksponere seg mot uønsket økonomisk og operasjonell risiko som det kan være vanskelig å håndtere på en forsvarlig måte. På den annen side er kapitalforvaltning innenfor den kjernevirksomhet et livsforsikringsselskap kan drive, både forvaltning av finansielle instrumenter og forvaltning av andre tillatte eiendelsposter (herunder fast eiendom). Det må i forlengelsen av dette kunne legges til grunn at direkte eierskap av infrastruktur i seg selv ikke vil være i strid med virksomhetsbegrensningen. Dersom livsforsikringsselskapets rolle er begrenset til å være en passiv finansiell investor i det aktuelle anlegget - hvor driften foretas på andres regning og risiko - vil dette etter Kredittilsynets vurdering ikke være i strid med virksomhetsbegrensningen. Et livsforsikringsselskap bør eksempelvis kunne være medeier i et

kraftledningsnett, dersom det økonomiske ansvaret for driften av nettet ligger hos andre aktører. Tilsvarende bør gjelde annet passivt eierskap, dersom den operative driften av anlegget forestås av kommunen eller andre operatører. Det forutsettes imidlertid at det økonomiske ansvaret for driften også omfatter mulig erstatningsansvar slik at eierne ikke hefter for dette.

Som det fremgår setter fvl. § 6-1 noen skranker for infrastrukturinvesteringer, men disse beskrankningene anses imidlertid ikke å utgjøre en avgjørende begrensning for livsforsikringssekskapers adgang til å foreta direkte investeringer i infrastrukturvirksomhet.

#### 2.8.4.2 Begrensning i adgang til å eie aksjer i forsikringsfremmed virksomhet (indirekte eie)

Virksomhetsbegrensningen i § 6-1 regulerer forsikringsfremmed virksomhet i forsikringssekskaper. Dette må holdes prinsipielt adskilt fra forsikringssekskapers adgang til å eie aksjer i et selskap som driver forsikringsfremmed virksomhet. Sistnevnte situasjon er regulert i fvl. § 6-2, og innebærer at et forsikringssekskap ikke kan eie eller ved stemmegivning representere mer enn 15 prosent av aksjene i et selskap som driver forsikringsfremmed virksomhet. Formålet med bestemmelsen er å unngå at vesentlige eierinteresser i andre selskaper medfører fare for at forsikringssekskaper blir involvert i støtte- eller redningsaksjoner overfor det eide selskapet, og ønsket om å hindre konsentrasjon av eierinteresse og innflytelse, jf. Ot.prp. nr. 42 (1986-87). Bestemmelsen omfatter ikke lån til forsikringsfremmed virksomhet, verken bilaterale eller i form av erverv av obligasjoner.

Begrensningen på 15 prosent gjelder ikke dersom den samlede verdi av investeringer i forsikringsfremmed virksomhet er mindre enn selskapskapitalen til forsikringssekskaper (dvs. eiendeler som ikke dekker forsikringsmessige avsetninger), forutsatt at risikoen er begrenset til verdien av den aktuelle investeringen. Dette unntaket gjennomfører direktiv 2002/83 artikkel 31, som setter forbud mot at nasjonale myndigheter begrenser livsforsikringssekskapers frihet til å plassere egne midler.<sup>4</sup>

Hvorvidt fvl. § 6-2 innebærer en uhensiktsmessig begrensning for infrastrukturinvesteringer avhenger av hva slags virksomhet i slike tilknyttede foretak som kan anses å være "forsikringsfremmed". Det synes klart at et forsikringssekskap kan eie mer enn 15 prosent av aksjene i et selskap som driver med virksomhet forsikringssekskaper selv kan drive, for eksempel selskaper som er medeier/finansiell investor i et infrastrukturprosjekt. Det vises til drøftelsen over av hva forsikringssekskaper kan være direkte investert i. Bestemmelsen vil imidlertid i utgangspunktet være til hinder for at forsikringssekskaper eier mer enn 15 prosent av aksjene i et selskap som har ansvaret for drift av det aktuelle anlegget/installasjonen, siden dette vil anses å være forsikringsfremmed virksomhet.

Et særlig spørsmål oppstår der det tilknyttede selskap (som driver infrastrukturvirksomhet) er lånefinansiert. Det er i tolkningspraksis lagt til grunn at gjeldsfinansiert virksomhet i seg selv anses som forsikringsfremmed. Denne tolkningspraksis er basert på de samme hensyn som det låneforbud som er utledet av virksomhetsbegrensningsregelen i lys av uttalelser i forarbeidene fra 1983 (NOU 1983: 52 s. 24) om at "det [ikke] kan være noen naturlig del av forsikringsvirksomheten å låne inn midler for å øke selskapets kapital eller for på den måten forvalte andres midler". I forhold til fvl. § 6-2, er det lagt til grunn at dette også innebærer at

---

<sup>4</sup> Denne tolkingen ble slått fast i den såkalte "Skandiadommen", se også omtale i NOU 2008: 20.

kjøp av aksjer i et lånefinansiert selskap skal følge reglene om investering i forsikringsfremmed virksomhet og dermed er underlagt 15 prosentbegrensningen.

Etter omstendighetene vil investeringer - herunder erverv av aksjer - i foretak som driver forsikringsfremmed virksomhet kunne være av interesse for norske livsforsikringsselskaper, herunder investeringer i lånefinansierte foretak. Det vises til at slike investeringer vil kunne være "bærere" av mange av de sentrale økonomiske karakteristika som livsforsikringsselskaper søker ved infrastrukturinvesteringer.

Fvl. § 6-2 medfører således enkelte begrensninger for infrastrukturinvesteringer. Adgangen til å kunne erverve inntil 15 prosent av aksjene i slike foretak gir imidlertid et visst rom for slike investeringer. Finansdepartementet kan gjøre unntak fra denne bestemmelsen med hjemmel i fvl. § 6-2 annet ledd. Disse reglene må antagelig revideres på nytt ved gjennomføringen av Solvens II i norsk rett, da direktivet bare helt unntaksvis åpner for kvantitative begrensningsregler.

Det følger av fvl. § 6-2 første ledd annet punktum at livsforsikringsselskaper fritt kan erverve mer enn 15 prosent av aksjene i et selskap som driver forsikringsfremmed virksomhet (enten som følge av at virksomheten i seg selv er forsikringsfremmed eller eventuelt som følge av gjeldsfinansiering), dersom den samlede verdien av slike investeringer ikke overstiger selskapskapitalen. Bakgrunnen for innføring av dette unntak var en dom fra EF-domstolen<sup>5</sup> som var basert på forsikringsdirektivenes forbud mot regulering av selskapenes investeringer av "frie midler".<sup>6</sup> Kredittilsynet har derfor hittil lagt til grunn at investeringer i forsikringsfremmed virksomhet - bortsett fra investeringer innenfor 15 prosent av aksjene eller andelene - må plasseres i selskapsporteføljen. Kredittilsynet har videre lagt til grunn at investeringer i datterselskaper som driver forsikringsfremmed virksomhet i sin helhet skal plasseres i selskapsporteføljen og at det i slike tilfeller ikke er adgang til at 15 prosent eierandel i datterselskapet plasseres i kollektivporteføljen. Dette blant annet for å sikre at hensynet til selskapet ikke skal gå foran kundenes interesser samt for å begrense risikoen knyttet til giring.

Idet formålet med å investere i infrastruktur er å avlaste risiko som ligger i kollektivporteføljen vil muligheten til å plassere midler i selskapsporteføljen fremstå som lite aktuell.

Etter gjeldene rett er muligheten til å investere kollektivporteføljemidler i gjeldsfinansierte selskaper begrenset til 15 prosent av aksjene eller andelene i det aktuelle selskapet. I hvor stor grad dette begrenser forsikringsselskapets muligheter til å investere i infrastruktur er usikkert. Det kan anføres at stigende grad av fremmedkapitalfinansiering vil medføre at de ønskede egenskapene ved investeringen svekkes. På den annen side vil infrastrukturinvesteringer ofte være svært kapitalkrevende og det kan derfor være utfordrende å gjennomføre denne type investeringer uten en viss lånefinansiering. Som nevnt ovenfor åpner forsikringsvirksomhetsloven for at det kan fastsettes unntak fra virksomhetsbegrensningsregelen. Hvorvidt det ved infrastrukturinvesteringer i større grad bør åpnes for lånefinansiering bør belyses nærmere i høringen.

#### 2.8.4.3 Kapitaldekning mv.

Livsforsikringsselskaper vil til enhver tid måtte oppfylle løpende kapitaldekningskrav, herunder de krav som følger av fvl. §§ 6-3 og 6-4. Infrastrukturinvesteringer (både direkte og

<sup>5</sup> "Skandiadommen", se omtale i NOU 2008: 20

<sup>6</sup> Eiendeler som ikke anvendes til dekning av de forsikringsmessige avsetninger (forsikringsforpliktelsene)

indirekte), vil måtte vektes etter reglene i forskrift 22. desember 2006 om minstekrav til kapitaldekning for forsikringsselskaper. Typiske infrastrukturinvesteringer (direkte investeringer, obligasjoner og aksjer) vil normalt vektes 100 prosent. Plasseringer i investeringsselskaper vil vektes 150 prosent. Investeringer i obligasjoner med fortrinnsrett utstedt av kredittforetak vektes med 10 prosent dersom det usikrede engasjementet har risikovekt 100 prosent og 100 prosent dersom det usikrede engasjementet har risikovekt 150 (jf. punkt 2.8.2 siste avsnitt om utstedelse av obligasjoner med fortrinnsrett i lån med pant i kraftledninger).

Dersom forsikringsselskapet eier mer enn 20 prosent av aksjene i et selskap som driver infrastrukturvirksomhet, skal dette selskapets eiendeler konsolideres inn i livsforsikringsselskapets balanse i forhold til eierandelens størrelse (forholdsmessig konsolidering), jf. finansvl. § 2a- 9. Datterselskaper (over 50 prosent) konsolideres imidlertid fullt ut.

Inntil videre anses ikke de kapitaldekningsmessige konsekvensene å utgjøre en vesentlig begrensning for infrastrukturinvesteringer. Dette er et nasjonalt regelverk der norske myndigheter har alle frihetsgrader.

Tilsvarende gjelder livsforsikringsselskapenes overholdelse av de generelle likviditetskrav som følger av fvl. § 6-6 og finansvl. § 2-17 og utfyllende forskrift (om forsvarlig likviditetsstyring). Investeringer i infrastruktur vil etter omstendighetene kunne være mindre likvide enn andre investeringer, og sistnevnte forskrift om forsvarlig likviditetsstyring vil således måtte ha en sentral rolle i selskapets vurdering og oppfølging av infrastrukturinvesteringer. Dette går Kredittilsynet heller ikke nærmere inn på her, da det neppe er behov eller aktuelt å foreta justeringer i disse reglene for å legge til rette for infrastrukturinvesteringer.

Når det gjelder de krav som må stilles til verdsettelsen av infrastrukturinvesteringer, vises til omtale i punkt 2.8.5.

#### 2.8.4.4 Solvens II

Solvens II skal gjennomføres i norsk rett innen 31. oktober 2012. Solvens II stiller større krav til selskapenes risikovurdering og -styring. Det stilles også krav til tilsynsmyndighetenes vurdering og oppfølging av risikoen i selskapene, og beregningen av det operasjonelle kapitalkravet SCR skal i prinsippet omfatte alle vesentlige kvantifiserbare risikoer. Som følge av de skjerpede kravene til risikovurdering vil ikke kvantitative plasseringsbegrensninger videreføres under Solvens II.

Et vesentlig aspekt ved Solvens II er at eiendeler og forpliktelser skal vurderes til markedsverdi (slik det også legges opp til i IFRS fase 2). Det betyr for eksempel at "holde til forfall"-porteføljen må oppløses. Selv om infrastrukturinvesteringer, i likhet med "holde til forfall"-porteføljen har en langsiktig stabil inntjening, vil markedsverdien av investeringen kunne variere fra ett år til et annet. Kapitalkravet skal reflektere disse svingningene.

Kapitalkravet for infrastrukturinvesteringer vil trolig bli vesentlig større under Solvens II enn i dagens kapitaldekningsregelverk. De endelige reglene vil ikke bli vedtatt før i 2011, men det vil sannsynligvis ikke bli vesentlige endringer i forhold til det som ble testet i den fjerde runden med konsekvensberegninger (QIS4).

Aksjer i infrastrukturinvesteringer vil falle inn under kapitalkravet for aksjerisiko, som er todelt: Aksjer i børsnoterte selskaper i EØS-området og OECD-området får et kapitalkrav på

32 prosent av investeringens verdi, mens børsnoterte aksjer i andre land samt unoterte aksjer og alle typer alternative aksjelignende investeringer som hedgefond, investeringsselskaper o.l. får et kapitalkrav på 45 prosent av investeringens verdi. Dette vil da også gjelde for direkte eie i infrastruktureiendeler. Investeringer via fond behandles på samme måte som selskapets direkte investeringer.

Under Solvens II vil det være et separat kapitalkrav for eiendomsrisiko ("property risk") på 20 prosent av investeringens verdi. Dette dekker både direkte og indirekte eksponeringer mot eiendomspriser, men det er på det nåværende tidspunkt uklart om infrastruktureiendeler kan komme inn under eiendomsrisiko i stedet for aksjerisiko. (Det er foreløpig ikke gitt noen nærmere definisjon av "property" annet enn at det omfatter eksponering mot eiendomspriser.)

Investeringer i obligasjoner utstedt av eier av infrastruktur vil i Solvens II reflekteres i beregningen av renterisiko og spreadrisiko (risikoen for endringer i kredittspread). Det skilles ikke mellom børsnoterte obligasjoner og andre. Direkte lån til eier av infrastruktur inngår i beregningen av motpartsrisiko.

Etter initiativ fra et livsforsikringsselskap og FNH har Kredittilsynet også sett nærmere på problemstillingen om – og i tilfelle i hvilken grad – det skal kunne tas høyde for andre eiendeler enn obligasjoner ved beregningen av det partielle kapitalkravet for renterisiko under Solvens II. Dette ble tatt opp som et tema under den tredje runden med konsekvensberegninger for Solvens II (QIS3), men den foreslåtte alternative beregningen basert på en virtuell verdipapirisering av infrastrukturinvesteringer fikk svært liten oppslutning, og vil derfor ikke være aktuell under Solvens II.

De "obligasjonslignende" egenskapene til infrastrukturinvesteringer i form av stabil og langsiktig kontantstrøm vil ikke reflekteres i kapitalkravet under Solvens II med mindre investeringen faktisk skjer gjennom kjøp av obligasjoner. Andre typer infrastrukturinvesteringer kan dermed ikke bidra til å redusere kapitalkravet ved å matche den beregnede renterisikoen for forpliktelsene, men vil tvert imot isolert sett bidra til å øke det samlede kapitalkravet.

Det samlede kapitalkravet under Solvens II vil reflektere diversifiseringseffekter, slik at de partielle kapitalkravene ikke vil få fullt gjennomslag i det samlede kravet. Likevel synes det klart at kapitalkravet knyttet til infrastruktureiendeler som ikke er obligasjoner vil bli høyere enn i dagens kapitaldekningsregelverk, og samtidig høyere enn ved (de fleste) andre typer investeringer i Solvens II. Innenfor Solvens II åpnes det for å bruke interne modeller for å beregne kapitalkravet. Interne modeller vil generelt baseres på modellering av sannsynlighetsfordelinger med utgangspunkt i en lang historikk av markedsverdier for de aktuelle investeringene. Med dette utgangspunkt, vil trolig ikke interne modeller som reflekterer den faktiske risikoen i nye investeringsklasser som infrastrukturinvesteringer være tilgjengelig med det første.

Det er dermed grunn til å reise spørsmål ved om selskapene ved innføringen av Solvens II vil være interessert i å investere i infrastruktur annet enn indirekte gjennom obligasjoner eller i mindre omfang gjennom verdipapirfond (tilsvarende som investeringsselskaper). Dersom manglende likviditet i infrastrukturinvesteringer medfører at de ikke kan avhendes på en enkel måte, tilsier dette at det må vurderes nøye om det er hensiktsmessig å gi økt adgang til slike investeringer nå. Langsiktige obligasjoner som er knyttet til infrastrukturinvesteringer kan ha en risikoreducerende effekt som gir opphav til redusert kapitalkrav under Solvens II, selv om

behovet for langsiktige obligasjoner kan variere en del avhengig av rentenivået. Det kan derfor være hensiktsmessig å øke adgangen til å investere i langsiktige obligasjoner nå, selv om det fortsatt bør legges vekt på forsvarlig likviditet og risikospredning.

Gjennomføringstiltakene i forbindelse med Solvens II er ikke endelig utformet. Dersom man anser at infrastrukturinvesteringer bør behandles lempeligere innenfor Solvens II, bør man trolig nå starte en aktiv prosess mot CEIOPS og kommisjonen for å få dette på agendaen før de endelige reglene fastsettes. Ettersom forrige initiativ fra Storebrand/Kredittilsynet ikke fikk stor oppslutning, bør man konsultere andre land (Sverige, Danmark) før en slik prosess starter.

#### 2.8.4.5 Kapitalforvaltningsforskriftene

Lov- og forskriftsreglene om kapitalforvaltning gjennomfører EØS-regler som svarer til direktiv 2002/83 artikkel 23 og 24. Disse EØS-reglene angir enkelte minimumsregler, og er ikke til hinder for at medlemslandene innfører strengere regler i nasjonal rett, for eksempel ved å utelukke enkelte investeringsklasser som er tillatt etter direktivet. Den norske kapitalforvaltningsforskriften har til en viss grad utnyttet dette handlingsrommet. Det følger eksempelvis av direktivet artikkel 23 (1) (l) at forsikringsselskaper kan investere i aktiva som skal dekke forsikringsmessige avsetninger i andre materielle eiendeler ("tangible assets") enn land og bygninger, forutsatt at disse eiendelene verddivurderes på grunnlag av en forsiktig nåverdiberegning. Ordlyden i direktivet åpner således for at livsforsikringsselskaper foretar direkte investeringer i infrastruktur, forutsatt at kravet om verdsettelse er oppfylt. Bestemmelsen er ikke gjennomført i norsk rett. Dette betyr imidlertid ikke at livsforsikringsselskaper er avskåret fra å foreta infrastrukturinvesteringer i dag, selv om infrastruktur ikke er regulert som en egen aktivaklasse.

Når det gjelder *direkte investeringer*, åpner kapitalforvaltningsforskriften for investeringer i ulike former for "fast eiendom", jf. forskriften § 3-1 første ledd nr. 11 og 12. Begrepet "fast eiendom" er ikke helt presist, men det kan trolig omfatte ulike former for infrastruktur. De fleste infrastrukturinvesteringer som kan tenkes å være aktuelle, kan åpenbart ikke anses som "fast eiendom". Dette gjelder eksempelvis direkte eie av kraftledninger og telenett. På dette punktet foreligger det således regulatoriske begrensninger knyttet til direkteinvesteringer i infrastruktur. Hvorvidt det bør åpnes for direkte investeringer beror på en helhetsvurdering der behovet må avveies mot de risikofaktorer slik direkteinvestering vil kunne representere. Direkte eie av infrastruktur vil trolig organiseres som et tingsrettslig sameie for eksempel gjennom et interessentskap. Forholdet mellom sameierne vil være avtaleregulert og overfor tredjemenn vil ansvaret som utgangspunkt være solidarisk og ubegrenset. Med unntak for erverv av kraftledninger som er tilknyttet realregister vil eierskapet ikke gis notoritet og publisitet slik som ved erverv av fast eiendom. På den annen side er det opplyst at direkte eierskap vil gi en mer rendyrket eksponering mot underliggende aktiva enn ved eksponering gjennom eiendomsfond og aksjer. Det er hevdet at sistnevnte vil føre til annen prisdynamikk som er mer forventningsstyrt. I denne sammenheng er det også fremhevet at dersom direkteinvesteringer blir et knapphetsgode vil slike investeringer skje gjennom fond og aksjer som ofte er giret og dermed øke risikoeksponeringen på en måte som ikke er ønskelig. Videre er det opplyst at direkte eierskap vil representere en kostnadsbesparelse for investor ved at man unngår å gå gjennom fordyrende mellomledd slik som for eksempel banksyndikering. Med henvisning til ovennevnte foreslås konkrete endringer i kapitalforvaltningsforskriften som åpner for direkte investering i infrastruktur. Det antas at behovet for direkteinvesteringer blir bredere belyst gjennom høringen.

Når det gjelder ulike *indirekte investeringer* i infrastruktur, synes i utgangspunktet investeringskategoriene i forskriften å dekke alle aktuelle former for indirekte eksponeringer mot infrastrukturinvesteringer, ved at det bl.a. åpnes for eie av noterte og unoterte aksjer, obligasjoner, fond og KS-andeler. Begrensningen her er de generelle investeringsrammene for slike investeringer. Det vises særlig til alternative plasseringer i livforskriften § 3-1 første ledd nr. 21 som bl.a. omfatter unoterte aksjer og obligasjoner og mange spesialiserte fond (slik som infrastrukturfond ofte er), ikke kan utgjøre mer enn 7 prosent av selskapets forsikringsmessige avsetninger. Rammen for alternative plasseringer er allerede utnyttet i flere forsikrings-selskaper og allokering av unoterte aksjer, obligasjoner og fond (som ikke er UCITS-fond eller tillatt markedsført i Norge) til denne posten, innebærer således en begrensning i livsforsikringsselskapenes evne til å foreta indirekte investeringer i infrastrukturvirksomhet. De underliggende egenskaper ved slike investeringer har likhetstrekk med indirekte investeringer i fast eiendom, som ikke er underlagt tilsvarende begrensninger på aggregert nivå.

Kredittilsynet foreslår at en i forskriften definerer hva som menes med infrastrukturinvesteringer, og deretter etablerer direkte og indirekte infrastrukturinvesteringer som en egen aktivaklasse på linje med direkte og indirekte investeringer i fast eiendom. Forutsetningen for en slik tilnærming, er imidlertid at den aktuelle investeringen innehar visse sentrale kjennetegn knyttet til avkastning, risiko og verdsettelse som nettopp begrunner en slik særegen behandling av investeringen. Dette drøftes nærmere i punkt 2.8.5. nedenfor, sammen med enkelte andre mer tekniske forhold. Det nevnes at de endringer som foreslås, vil ligge innenfor de minimumskrav som følger av direktiv 2002/83/EF.

#### *2.8.5 Forslag til endringer i kapitalforvaltningsforskriften*

##### **Til § 1-2 nytt siste ledd:**

Begrepet ”infrastrukturinvesteringer” vil etter forslaget ha betydning i flere sammenhenger. For det første angir begrepet tillatte direkte investeringer i infrastruktur. For det andre danner begrepet grunnlaget for å angi hvilke indirekte investeringer som kan foretas i slik infrastruktur, uten at investeringen skal telle med ved beregningen av ”sekkeposten” i livforskriften § 3-1 første ledd nr. 21, jf. utkastet § 3-1 første ledd nytt nr. 14a. Selv om § 1-2 kun omtaler ”direkte” investeringer, er det foreslått, som en forutsetning for å kunne gjøre indirekte investeringer, at underliggende oppfyller de samme krav til avkastning, risiko og verdsettelse som angitt nedenfor.

Utkastet til definisjon av ”infrastrukturinvesteringer” er i realiteten en definisjon av to ulike begreper: en relativt åpen definisjon av begrepet ”infrastruktur” og en mer avgrensende definisjon av de egenskaper investeringen/eksponeringen i slik infrastruktur må ha.

Infrastruktur vil etter utkastet være ”fysiske installasjoner og anlegg som ivaretar viktige samfunnsmessige behov”. Definisjonen er relativt vid, og vil omfatte de fleste former for infrastruktur som er drøftet ovenfor. Det foreslås imidlertid å avgrense mot fast eiendom, siden dette er investeringer som allerede er underlagt særlige regler i forskriften. Det foreslås også å avgrense mot sosial infrastruktur, herunder drift av sykehus, fengsler mv.

Det er imidlertid ikke enhver investering i slik infrastruktur som skal anses som ”infrastrukturinvesteringer” etter utkastet. Det foreslås å begrense investeringsmuligheten til infrastrukturinvesteringer som er bærere av nærmere definerte egenskaper. Dette er i og for seg en noe annen tilnærming enn for fast eiendom (hvor det ikke stilles krav til investerings

økonomiske egenskaper), men i lys av at infrastruktur er en meget uensartet gruppe synes en slik tilnærming å være hensiktsmessig.

Angivelsen av hvilke egenskaper ved investeringen som bør inngå som en del av definisjonen, vil bero på en skjønnsmessig vurdering. Kriteriene må reflektere behovet for langsiktige, forutsigbare kontantstrømmer som forventes å forsterkes som følge av gjennomføringen av Solvens II. Det foreslås at infrastrukturinvesteringer for det første skal levere en ”langsiktig, stabil og forutsigbar avkastning”. Dette tilsier at investeringene skal foretas i etablerte prosjekter med etablerte og forutsigbare kontantstrømmer knyttet til seg som for eksempel et kraftledningsnett, og ikke i et oppstartprosjekt på områder hvor fremtidig avkastning er mer usikker. Avkastningen bør være relativt stabil og forutsigbar, og i praksis vil den også ofte gi en viss inflasjonssikring. Sistnevnte er ønskelig blant annet av hensynet til pensjonistenes legitime forventninger om en viss regulering av ytelsene. Det synes imidlertid ikke å være nødvendig å ta med krav om inflasjonssikring som en del av definisjonen, siden det ut fra et soliditetsperspektiv er tilstrekkelig å kreve stabilitet og forutsigbarhet. Ut fra samme betraktning synes det heller ikke være nødvendig å kreve at avkastningen skal være offentlig regulert, selv om den i praksis ofte vil være det. Kravet til langsiktighet må vurderes konkret. Infrastrukturinvesteringer som genererer inntekter i 10-30 år frem i tid bør tilfredsstillende kravet til langsiktighet.

Infrastrukturinvesteringer kan medføre ulike former for risiko, avhengig av hva slags infrastruktur det er snakk om. Det kan bl.a. være risiko knyttet til at prosjektet leverer den forventede avkastning. Dette er søkt hensyntatt gjennom krav til avkastningen. Som tidligere nevnt kan det også være økonomisk og juridisk/operasjonell risiko knyttet til drift og eie av den aktuelle infrastruktur. Eie av olje- og gassinstallasjoner eller kraftverk, kan innebære en eksponering mot ulike former for økonomisk, juridisk og operasjonell risiko som kan være vanskelig å begrense. Det foreslås å presisere i definisjonen at et forsikringsselskap ikke skal kunne foreta en direkte investering i infrastruktur, dersom selskapet risikerer et tap som overstiger investeringens verdi. Dette er i så fall en risiko selskapet må utrede og begrense før en infrastrukturinvestering foretas, og eventuelt søke å fjerne for eksempel gjennom avtalebasert ansvarsregulering med sine medinvestorer og/eller gjennom særlige forsikringsordninger. Kravet har en klar side til virksomhetsbegrensningen for livsforsikringsselskaper som nettopp skal beskytte foretaket mot denne form for risiko, jf. punkt 2.8.4.1 ovenfor om fvl. § 6-1. Det antas imidlertid hensiktsmessig å gjenta denne sentrale begrensningen i definisjonen av infrastrukturvirksomhet.

Infrastrukturinvesteringer vil ofte være lite likvide. Det samme gjør seg for så vidt gjeldende for andre aktivklasser som nevnt i forskriften § 3-1. Det legges til grunn at hensynet til likviditet ivaretas gjennom forsikringsselskapenes og pensjonsskassenes etterlevelse av kravene i forskrift 29. juni 2007 nr. 747 om forsvarlig likviditetsstyring.

Direktivet oppstiller et generelt likviditetskrav på linje med det fvl. § 6-6 stiller, men det stilles ikke krav om likviditet for å foreta direkte investeringer i infrastruktur. Det sentrale direktivkravet er imidlertid knyttet til verdsettelse, dvs. at investeringer i ”tangible assets” skal være forsiktig verdsatt på grunnlag av en forsiktig nåverdberegning (”prudent amortisation”). Det foreslås derfor å oppstille krav om at investeringen er verdsatt på grunnlag av en forsiktig nåverdberegning i definisjonen av infrastrukturinvesteringer. Det presiseres at verdsettingen av eiendelen følger regnskapsregelverket og at henvisningen til verdsettelsen i kapitalforvaltningsreglene er et vilkår for investeringen. Forlaget til investeringsregelen i

kapitalforvaltningsforskriften skal sikre at definisjonen og de tilhørende aktivaklassene holder seg innenfor direktivets krav.

Regnskapsføringen av slike investeringer vil ikke omtales nærmere, siden dette er en generell problemstilling knyttet til en rekke av eiendelspostene i kapitalforvaltningsforskriften. Det skal imidlertid bemerkes at regnskapsregelverket (herunder IFRS) ikke oppstiller et absolutt krav om at eiendelsposter skal kunne omsettes i et marked for at måling skal kunne skje til virkelig verdi. Verdsettelsesmodeller som erstatter og/eller supplerer ”mark to market”-beregninger kan/skal også benyttes i gitte situasjoner. Det bemerkes for øvrig at regnskapsreglene ikke alltid krever/tillater bruk av virkelig verdi (men amortisert kost/kost).

Ovennevnte avgrensninger bygger på til dels skjønnsmessige vurderinger. Det understrekes at det vil være selskapene som har ansvaret for å utøve dette skjønnnet på en forsvarlig måte, jf. også de generelle krav til kapitalforvaltningen som stilles i forskriftene kapittel 2. Kredittilsynet vil imidlertid på vanlig måte kunne veilede gjennom blant annet rundskriv om forståelsen av regelverket og/eller gjennom pålegg ihht. fvl. § 6-6 tredje ledd. Bruken av skjønnsmessige vurderinger synes derfor ikke å reise særlige spørsmål.

#### **Til § 2-2 annet ledd nytt nr. 8:**

Forskriften § 2-2 annet ledd pålegger forsikringsselskaper å etablere rutiner for å overvåke at kapitalforvaltningen utøves i tråd med offentlige krav og selskapets egen kapitalforvaltningsstrategi. Overvåkingen skal være betryggende i forhold til omfang, kompleksitet og risiko. Det er også nevnt enkelte situasjoner hvor det oppstilles krav om en særlig aktsomhetsplikt, bl.a. i forhold til eiendeler som verdsettes med utgangspunkt i en skjønnsutøvelse. På bakgrunn av de særtrekk som gjør seg gjeldende for infrastrukturinvesteringer (både direkte og indirekte), foreslås å innta slike investeringer i listen over eiendeler som utløser en slik særlig aktsomhetsplikt.

#### **Til § 3-1 første ledd nr. 7:**

Bestemmelsen regulerer livsforsikringsselskapers adgang til å yte lån med tinglyst pantesikkerhet i fast eiendom. I motsetning til lån til infrastrukturprosjekter som i dag vil havne i sekkebestemmelsen i livforskriften § 3-1 første ledd nr. 21, gjelder ingen aggregerte begrensninger for lån sikret med pant i fast eiendom. Det gjelder imidlertid begrensninger knyttet til eksponeringer på enkelteierdommer, jf. forskriften § 3-4.

I lys av de likhetstrekk som foreligger mellom lån sikret ved pant i fast eiendom og lån sikret ved pant i andre realregistrerte formuesgoder synes det naturlig å åpne for en likestilling i kapitalforvaltningsforskriften. Et aktuelt eksempel er etablering av pantesikkerhet i kraftledninger gjennom registrering av pantet i kraftledningsregisteret, jf. lov 1. juli 1927 om registrering av elektriske kraftledninger.

Det er reist spørsmål ved om det kan være grunn til å likestille andre former for sikkerhet med pantesikkerhet i infrastrukturen. Det kan eksempelvis være aktuelt å yte lån til et infrastrukturprosjekt med sikkerhet i de betalingsstrømmer som er knyttet til prosjektet. Kredittilsynet anser slik sikkerhet som vesentlig mer begrenset enn lån sikret gjennom tinglysning eller gjennom registrering i realregistre og vil derfor ikke foreslå slik likestilling.

#### **Til § 3-1 første ledd nytt punkt 14a**

Bestemmelsen vil for det første åpne for at livsforsikringsselskaper vil kunne foreta ”infrastrukturinvesteringer” til dekning av sine forsikringsmessige avsetninger, selv om

investeringen ikke anses som fast eiendom. Infrastrukturinvesteringer er definert som direkte investeringer (dvs. eie) i installasjoner og anlegg som ivaretar viktige samfunnsmessige behov (infrastruktur), og som oppfyller nærmere angitte vilkår, jf. ovenfor om § 1-2 siste ledd.

For det andre åpner bestemmelsen for indirekte investeringer i form av unoterte aksjer og obligasjoner uten å måtte legge dem i sekkebestemmelsen i livforskriften § 3-1 første ledd nr. 21. Forutsetningen er at de aktuelle investeringer oppfyller de krav til avkastning, risiko og verdsettelse som foreslås satt til direkte infrastrukturinvesteringer. Tilsvarende foreslås å gjelde fond som ikke er UCITS-fond/tillatt markedsført i Norge.

Det oppstår imidlertid enkelte særlige spørsmål ved vurderingen av om kravene til avkastning, risiko og verdsettelse er til stede ved indirekte infrastrukturinvesteringer. Når det gjelder krav til stabil og forutsigbar avkastning og begrenset risiko, vil dette typisk være egenskaper som kan være enklere å oppnå i en obligasjon enn i en aksje. Det bør imidlertid ikke være utelukket å eie infrastrukturinvesteringer gjennom aksjer uten å havne i sekkebestemmelsen i nr. 21. Det bør eksempelvis være mulig å etablere aksjonæravtaler og/eller vedtektsbestemmelser som sikrer den aktuelle investeringen de nødvendige egenskaper, eksempelvis ved etableringen av preferanseaksjer (med særlig rett til utbytte). I enkelte tilfeller vil trolig den underliggende investering levere en såpass jevn og stabil inntektsstrøm med lav operasjonell risiko, at det ikke vil være nødvendige med slike tiltak for å sikre at aksjeeie vil kunne oppfylle vilkårene. Kravet om at risiko skal være begrenset til innskutt beløp vil ligge i investeringens struktur både for aksjer, obligasjoner og fond.

Det understrekes at dette vilkåret ikke er ment å utelukke strukturer mv, hvor selskapet på avtalemessig grunnlag kan ha forpliktet seg til å yte mer midler ved behov (som kommitert kapital som er mye brukt i investeringer i investeringselskaper). Dette vil måtte bero på en konkret vurdering, jf. ovenfor om selskapets ansvar for å utøve et forsvarlig skjønn innenfor rammene av forskriftens kapittel 2.

I tillegg til å oppstille krav til investeringens underliggende egenskaper, foreslås det å begrense denne investeringsklassen til obligasjoner, aksjer og fondsandeler utstedt av foretak hvis hovedvirksomhet er begrenset til eie og/eller drift av infrastrukturvirksomhet, jf. tilsvarende for indirekte investeringer i fast eiendom i nr. 13.

Et særlig spørsmål ved indirekte investeringer oppstår i forhold til lånefinansiering. Som påpekt ovenfor medfører lånefinansiering etter omstendighetene at virksomheten anses som forsikringsfremmed. Dette gir særlige restriksjoner på adgangen til å eie mer enn 15 prosent av aksjene i slik virksomhet. Generelt er det ikke innført andre begrensninger på investeringsadgangen i lånefinansiert virksomhet. Et forsikringsselskap vil typisk kunne kjøpe noterte og unoterte aksjer innenfor ovennevnte 15 prosent grense, uavhengig av om utsteder har tatt opp lån eller ikke. Det er imidlertid innført særskilte begrensninger for investeringer i eiendomsselskaper, jf. forskriften § 3-1 første ledd nr. 13 og 14. Det kan fremstå som lite hensiktsmessig med tilsvarende bestemmelser for indirekte investeringer i infrastruktur. Dette er virksomhet som pga. et omfattende underliggende investeringsbehov er helt avhengig av en viss lånefinansiering. Særlige investeringsbegrensninger knyttet til lånefinansiering - ut over hva som allerede følger av fvl. § 6-2 - kan innebære en vesentlig begrensning for denne type investeringer.

Rent teknisk foreslås bestemmelsen tatt inn som et nytt punkt 14a, slik at en ikke må omnummerere alle bestemmelsene i § 3-1 og tilhørende bestemmelser/henvisninger i forskriften for øvrig.

#### **Til § 3-2 femte ledd annet punktum:**

Endringsforslaget innebærer at norske kroner og euro ikke vil anses som valutaekvivalente ved vurderingen av kravet om 80 prosent valutamatching i bestemmelsens tredje ledd. Det anses hensiktsmessig at denne type lange investeringer i hovedsak foretas i samme valuta som de forpliktelser de skal dekke. En slik bestemmelse er i samsvar med våre EØS-forpliktelser, jf. den valgmulighet medlemslandene er gitt i direktivet vedlegg II nr. 5.

#### **Til § 3-3 og § 3-4**

Det foreslås ingen endringer i disse reglene, men for ordens skyld kommenteres kort forholdet til reglene om plasseringsbegrensninger på enkeltrisikoeer. Det følger av forskriften § 3-3 annet ledd at et forsikringsselskap ikke kan ha eiendeler utstedt av én utsteder eller ha fordringer mot én debitor som til sammen utgjør mer enn 4 prosent av de forsikringsmessige avsetningene. Bestemmelsen gjennomfører direktiv 2002/83/EF artikkel 24 (1) b) (som dog inneholder høyere terskelverdier). Det gjelder en særregel for direkte og indirekte investeringer i fast eiendom, som tillater at 7 prosent av de forsikringsmessige avsetningene plasseres i risiko knyttet til én enkelt eiendom eller flere eiendommer som ligger tilstrekkelig tett sammen til å anses som en enkelt plassering. Denne særregelen gjennomfører direktiv 2002/83/EF artikkel 24 (1) a), som tillater høyere grenser for "any one piece of land or building".

Det kan reises spørsmål om gode grunner taler for at det burde vært tillatt med høyere grenser enn 4 prosent for infrastrukturinvesteringer. Det synes imidlertid som om direktivet er til hinder for dette siden infrastruktur neppe vil anses som fast eiendom ("land or building"). Dette er for øvrig regler som ikke kan videreføres ved gjennomføringen av Solvens II i norsk rett, da direktivet bare helt unntaksvis åpner for kvantitative begrensingsregler.

#### *2.8.6 Konsekvenser for forskriften for skadeforsikringsselskaper*

Problemstillingen som reises i forhold til infrastrukturinvesteringer er særlig aktuelt for livsforsikringsselskaper og pensjonskasser. Etter Kredittilsynet mening bør det likevel ved en lempning av reglene på livsforsikringsområdet vurderes om det skal gjøres en tilsvarende endring på skadesiden. Spørsmålet bør vurderes i lys av innspill i høringsrunden.

### **2.9 Begrensning på 15 prosent eierandel i gjeldsfinansierte selskaper (begge forskriftene)**

#### *2.9.1 Problemstilling*

Nedenfor vurderes om det skal gis unntak fra begrensningen på 15 prosent eierandel i gjeldsfinansierte selskaper for plassering i

- infrastrukturforetak
- investeringsselskaper som driver verdipapirfondsvirksomhet (non UCITS-fond som ikke er tillatt markedsført i Norge)
- om inntil 15 prosent av eierandelen i slike selskaper kan legges i kollektivporteføljen

### 2.9.2 Bakgrunn

Det foreligger fast tolkningspraksis hos myndighetene om at et gjeldsfinansiert selskap ihht. virksomhetsregelen i fvl. § 6-2 driver forsikringsfremmed virksomhet selv om virksomheten for øvrig kunne vært drevet på forsikringsselskapets egen regning og risiko. Det innebærer etter Kredittilsynet oppfatning at selskaper hvor forsikringsselskapet/pensjonskasser har eierandeler utover 15 prosent ikke kan legges i kollektivporteføljen (eller dekke de forsikringsmessige avsetninger i et skadeforsikringsselskap).

Tolkningspraksisen er begrunnet i de samme hensyn som de som begrunner låneforbudet som her i landet er utledet av virksomhetsbegrensningsreglene og gjelder virksomhet som forsikringsselskapet driver for egen regning og risiko, jf. fvl. § 6-1. Forsikringsselskapet skal ikke kunne pådra seg økt risiko ved at selskapet eier mer enn 15 prosent av et gjeldsfinansiert. Litt generelt kan en si at risikoen for tap på egenkapitalen øker med graden av gjeldsfinansiering og gjelder enhver giret investering uavhengig av om den gjøres gjennom datterselskap eller ikke.

Det er en unntaksregel fra 15 prosentbegrensningsregelen i fvl. § 6-2 første ledd annet punktum. Den åpner for at forsikringsselskap kan ha datterselskaper som driver forsikringsfremmed virksomhet og har sin bakgrunn i at EF-domstolens i sin praksis avviser likestilling mellom drift i egen regi og eie av aksjer. Kredittilsynets oppfatning er uansett at blant annet renommérisiko øker risikoen for at forsikringsselskapet foretar ytterligere plasseringen i et datterselskap som har økonomiske problemer som de ikke ville gjort om de var minoritetsaksjonær.

Det er grunn til å regne med at reglene i fvl. § 6-2 i loven ikke kan opprettholdes når Solvens II gjennomføres i norsk rett. Direktivet åpner i prinsippet ikke for kvantitative begrensninger eller regler om hvilke type eiendeler selskapet kan investere sine midler i. Det vises til punkt 41 i direktivets formålsangivelse og artikkel 130-133. Det vil være mulig for EU-kommisjonen på level 2-nivå å innføre slike regler, men bare for å møte risikoer som ikke er tilfredsstillende dekket i de moduler som ligger til grunn for beregning av de alminnelige kapitalkravene.

På den annen side er norsk regelverk, herunder tolkningspraksis, i forhold til gjeldsfinansierte investeringer basert på tungtveiende soliditetshensyn. Etter Kredittilsynets vurdering bør derfor tolkningspraksis videreføres helt eller delvis til i Solvens II-direktivet er gjennomført. Det bør imidlertid vurderes å gjøre visse unntak. Disse behandles i det følgende.

### 2.9.3 Unntak for infrastruktur

Se punkt 2.8.

### 2.9.4 Unntak for investeringsselskaper som driver verdipapirfondsvirksomhet

Flere norske forsikringsselskaper har opprettet egne investeringsselskaper for alternative plasseringer blant annet i Irland. Kredittilsynet har fått opplyst at hensynet til gjennomsiktighet er én viktig årsak til at forsikringsselskaper velger en slik løsning framfor å plassere i hedgefond. Hedgefond kjennetegnes ofte av lite gjennomsiktighet. Ved å opprette egne selskaper får forsikringsselskapene en helt annen mulighet til innsyn i plasseringene og vil være bedre i stand til å styre og forutse endring i risiko i alternative plasseringer

Det er flere forhold som taler for at 15 prosentbegrensningen i fvl. § 6-2 første ledd første punktum ikke bør gjøres gjeldende for *investeringsselskaper* selv om de kan ta opp lån.

Hensynet til god sammenheng i regelverket, hvor samme regler gjøres gjeldende for samme type virksomhet, tilsier at investeringsselskaper kan ha gjeld uten at fvl. § 6-2 første ledd første punktum kommer til anvendelse. Et verdipapirfond kan vanskelig karakteriseres som et selskap ihht. fvl. § 6-2 første ledd første punktum. Lovens bestemmelse er heller ikke anvendt analogisk på verdipapirfond. Verdipapirfond kan gi plasseringen gjennom bruk av derivater og gjeld. Selv om UCITS-fond og nasjonale fond tillatt markedsført i Norge ikke kan gi med lån, vil eksponering med derivater kunne ha samme effekt som opplåning. Hensynet til at regelverket for plasseringer i verdipapirfond/investeringsselskaper samlet sett ikke skal bli unødvendig komplisert taler også for at fvl. § 6-2 ikke får anvendelse på gjeldsfinansierte investeringsselskaper.

Plasseringer i verdipapirfond og investeringsselskaper som ikke omfattes av UCITS-direktivet kan ikke utgjøre mer enn 1 prosent av midlene i kollektivporteføljen. Det kan stilles spørsmål ved om det ut fra risikohensyn er behov for å ha 15 prosentbegrensningen i tillegg.

Kredittilsynet anser at tolkningspraksis og de hensyn som ligger til grunn for denne er tungtveiende, og har under tvil kommet til at fvl. § 6-2 første ledd første punktum bør gjøres gjeldende for investeringsselskaper som kan lånefinansiere sin virksomhet.

Kredittilsynet har videre lagt til grunn at fvl. § 6-2 første ledd første punktum er til hinder for at en andel av eierandelene i slike selskaper, begrenset opp til 15 prosent av de eierandeler forsikringsselskapet sitter med, kan legges i kollektivporteføljen. Det er lagt vekt på risikoen for at forsikringsselskapet foretar ytterligere investering i et datterselskap som har økonomiske problemer. Dette vil m.a.o. også gjelde for gjeldsfinansierte datterselskap som omfattes av fvl. § 6-2 første ledd første punktum.

## **2.10 Sammensetning av særskilt investeringsportefølje (internt fond) (livforskriften)**

### *2.10.1 Problemstilling*

Kredittilsynet vurderer nedenfor om direkte plassering i eiendom og infrastruktur skal kunne inngå i særskilt investeringsportefølje (interne fond) i pensjonskasser og livsforsikringsselskap med investeringsvalg.

### *2.10.2 Bakgrunn*

FNH og andre har etterlyst endringer i lov om foretakspensjon § 11-4 og lov om innskuddspensjon § 3-4 slik at midler i investeringsvalgprodukter kan plasseres i fast eiendom, jf. forskriften § 4-2 tredje ledd.

Ved endring av kapitalforvaltningsforskriften 17. desember 2007 fikk selskapene adgang til å sette sammen særskilte investeringsporteføljer (interne fond) etter reglene i forskriften kapittel 3. De samme regelverksendringer ble ikke gjort i pensjonslovene. Det er derfor uklart om det er adgang til å inkludere direkte plassering i fast eiendom i særskilte investeringsporteføljer. Spørsmålet har betydning for innskuddspensjonsordninger, og private og kommunale ytelsesbaserte pensjonsordninger, i særskilte investeringsporteføljer, både med og uten flerårig rentegaranti, jf. fvl. § 10-15 fjerde ledd

Det følger av foretakspensjonsloven § 11-4 og innskuddspensjonsloven § 3-4 at verdipapirfondloven §§ 4-6 til 4-9 gjelder tilsvarende ”så langt de passer”, ved sammensetning av en særskilt investeringsportefølje. Det er lagt til grunn at de særskilte investeringsporteføljene er å betrakte som interne verdipapirfond og at reglene i verdipapirfondloven gir rammer for hvilke retningslinjer som kan fastsettes av selskapet. Verdipapirfondloven § 4-5 som regulerer investeringsområde for verdipapirfond er ikke gjort gjeldende for særskilte investeringsporteføljer. Verdipapirfondloven § 4-6 som stiller krav til likviditet i verdipapirfondet er gjort gjeldende. Hovedregelen er at fondets midler skal plasseres i nærmere angitte kategorier verdipapirer som enten er eller skal omsettes på et regulert marked eller de er særskilt sikret gjennom garantier av institusjoner under tilsyn mv. Det følger av denne bestemmelsen at maksimalt 10 prosent av fondets eiendeler kan plasseres i unoterte finansielle instrumenter.

Det bemerkes at ”så langt det passer”-regulering erfaringsmessig er beheftet med stor usikkerhet. Kredittilsynets vil anta bestemmelsen åpner for plasseringer i unoterte eierandeler i eiendomsselskap hva enten det er datterselskaper, tilknyttede selskaper eller det er tale om unoterte minoritetseierandeler i eiendomsselskaper. Det forhold at verdipapirfondloven § 4-5 ikke er gjort gjeldende for særskilte investeringsporteføljer, kan kanskje tilsi at det åpnes for å innta andeler i eiendommer som livsforsikringsselskapene eier direkte i en særskilt investeringsportefølje. På den annen side er denne type eiendeler lite forenlig med likviditetskravene i verdipapirfondloven. Det er derfor uklart om pensjonslovene åpner for direkte investeringer i faste eiendommer (eller egnede infrastrukturplasseringer).

I livforskriften stilles det ingen generell kvantitativ begrensning på direkte plasseringer i fast eiendom, i eiendom organisert i datterselskap eller i unoterte aksjer i eiendoms-selskaper/konsern som omfattes av livforskriften § 3-1 nr. 13 og 14. Forskriften setter en grense på 7 prosent av de forsikringsmessige avsetninger for en enkelt eiendomsinvestering. Verdipapirfondloven setter en grense på 10 prosent i § 4-6 i mindre likvide plasseringer. Det er mulig at denne rammen er uforholdmessig restriktiv for enkelte store pensjonskasser og derfor ikke passer ved sammensetningen av en særskilt investeringsportefølje.

### *2.10.3 Vurdering*

Det er flere grunn til at gjeldende regler for pensjonsordninger som omfattes av pensjonslovene bør endres. Kollektive pensjonsordninger utgjør en dominerende andel av virksomheten til livsforsikringsselskapene. Investeringer i fast eiendom og infrastruktur har egenskaper som kan gjøre dem godt egnet til å inngå i en portefølje som er myntet på langsiktig pensjonssparing. Kredittilsynet er kjent med at regelverket på dette punkt er oppfattet som et problem for enkelte pensjonskasser som har vurdert å gå over til ytelsesbasert pensjonsordning med investeringsvalg etter reglene i foretakspensjonsloven § 11-1. Etter Kredittilsynets oppfatning er det dessuten et særskilt behov for å åpne for direkte investeringer i fast eiendom og infrastrukturer for ytelsesbaserte pensjonsordninger med flerårig rentegaranti. Det vises til at det er stilt krav i kapittel 6 i forskrift til forsikringsloven om at pensjonsordninger med flerårig rentegaranti må forvaltes i egen investeringsportefølje.

Verdipapirfondlovens regler er gjort gjeldende så langt det passer. Det er videre hjemmel i foretakspensjonsloven § 1-3 og innskuddspensjonsloven § 1-3 til å gi utfyllende regler til lovene. Pensjonslovens regler gjelder også for utenlandske aktører, og må i henhold til EØS-reglene derfor ikke virke diskriminerende for disse. Pensjonslovenes risikospredningsregler fremtrer dessuten som investeringsregler selv om de i stor utstrekning primært er basert på

kundevern hensyn. På denne bakgrunn vil Kredittilsynet foreslå at det i forskrift til pensjonslovene fastsettes regler som presiserer hvilke type eiendeler som kan inngå i særskilte investeringsporteføljer. Det foreslås at det presiseres at den særskilte investeringsporteføljen i tillegg til investeringer som omfattes av verdipapirfondloven § 4-5 kan bestå av tilsvarende plasseringer som nevnt i livforskriften § 3-1 første ledd nr. 11, 13 og 14 og infrastruktur, se punkt 2.8. Det foreslås videre at det presiseres et unntak fra begrensingsregelen for mindre likvide plasseringer i verdipapirfondloven § 4-6 fjerde ledd for denne type plasseringer. Det forutsettes at bestemmelsene om risikospredning i verdipapirfondloven § 4-8 annet ledd om risikospredning og § 4-9 første ledd nr. 1 og 2 om risikoberegning får anvendelse så langt de passer også i forhold til plassering i fast eiendom og infrastruktur ved sammensetning av den særskilte investeringsporteføljen.

## **2.11 Usikrede unoterte obligasjonslån (begge forskriftene)**

### *2.11.1 Problemstilling*

Nedenfor vurderes om grensen for usikrede unoterte obligasjonslån bør heves.

### *2.11.2 Bakgrunn*

Norske livsforsikringselskaper har forholdsvis liten bufferkapital. Det taler for at norske livsforsikringselskaper vil etterspørre lange obligasjoner for å redusere avviket mellom renterisikoen på eiendeler og forpliktelser. Obligasjoner i norske kroner er sjelden sikret med pant eller på annen måte.

Forskriften har en generell plasseringsbegrensning på 5 prosent av forsikringsmessige avsetninger i § 3-2 annet ledd for "ikke-standardiserte usikrede lån". Etter forskriftens § 3-3 annet ledd kan et selskap ikke ha eiendeler utstedt av én utsteder eller ha fordringer på én debitor som til sammen utgjør mer enn 4 prosent av de forsikringsmessige avsetninger. Grensen for usikret lån til én enkelt låntaker er i samme bestemmelse fjerde ledd nr. 4 satt til 1 prosent av de forsikringsmessige avsetninger. Bestemmelsene supplerer hverandre og innebærer eksempelvis at forsikringselskapet kan ha maksimalt 3 prosent aksjer og 1 prosent usikret utlån på en og samme debitor. Dersom debitor går konkurs vil det usikrede utlånet konkurrere om dekning med andre uprioriterte fordringer i boet, mens aksjekapitalen må anses som tapt.

### *2.11.3 Vurdering*

Kredittilsynets skrev i høringsnotat fra 2006 til forslag om ny kapitalforvaltningsforskrift:

Begrepet usikret lån er tvetydig. Riktig nok er det formelt sett korrekt at industriobligasjoner normalt er usikrede. Imidlertid sonder livdirektivet mellom obligasjonslån og andre utlån idet de er omtalt som to ulike investeringsalternativer i artikkel 23. Kredittilsynet har også i rundskriv 7/98 lagt til grunn at rentebærende verdipapirer faller inn under grensene i § 7 tredje og sjette ledd jf. § 6 nr. 14. Dagens regler er således tolket slik at obligasjonslån ikke faller inn under reglene for usikrede lån. Dette innebærer at bestemmelsen som omhandler usikrede lån har et snevert anvendelsesområde, og begrenser seg til å gjelde ikke-standardiserte lån basert på konkrete kredittvurderinger. Dette synes å være i samsvar med direktivets intensjon, idet artikkel 23 nr. 3 pkt. iii) fastslår at utlån kun kan benyttes til dekning av forsikringsmessige avsetninger dersom det foreligger tilstrekkelig sikkerhet, uansett om sikkerheten bygger på låntagers betalingsevne, på pantebrev, bankgarantier eller garantier fra forsikringselskap eller andre former for sikkerhet. Kredittilsynet fastholder i utkastet til ny forskrift at unoterte obligasjonslån faller utenfor kategorien usikrede lån, men faller inn under 10 % grensen for unoterte papirer. Kredittilsynet bemerker at denne løsningen harmonerer med direktivforpliktelsene. For

å klargjøre bestemmelsens endres imidlertid ordlyden slik at kategorien benevnes ”ikke-standardiserte usikrede lån.

Direktivets maksimumsramme for disse lånene er 5 %. Idet anvendelsesområdet for bestemmelsen antas å være meget snevert, er det imidlertid tvilsomt om det foreligger noe reelt behov for en heving til 5 %. I lys av den overordnede målsetningen om å plassere ansvaret for forsvarlighet i kapitalforvatningen hos selskapets styre, ser imidlertid ikke Kredittilsynet noe behov for å opprettholde den norske regelen. Kredittilsynet understreker imidlertid at denne rammen er så vid at en full utnyttelse neppe vil oppfylle forsvarlighetskravet.

Dagens kapitalforvaltningsforskrift § 7 siste ledd fastsetter at ett enkelt usikret lån ikke kan utgjøre mer enn 0,5 % av de forsikringsmessige avsetningene. Livdirektivets maksimumsgrense er 1 %. Her, som i det øvrige endringsforslaget, foreslår Kredittilsynet å heve grensen opp til direktivets maksimumsnivå.

Kredittilsynet foreslo ikke en tilsvarende ordlyd i regelen som gjelder for usikrede utlån utstedt av en og samme debitor. Spørsmålet om bestemmelsen gjelder og bør gjelde for unoterte obligasjonslån har inntil nylig heller ikke blitt reist eller satt på spissen. Det kan tilsi at denne grensen ikke er effektiv eller at den ikke representerer en urimelig restriktiv grense. Kredittilsynet antar at innspill i høringsrunden kan avdekke om det er behov for endringer.

### 3 FORSLAG TIL ENDRINGSFORSKRIFT OG TIL TEKNISKE ENDRINGER

#### 3.1 Forslag til endringsforskrift

Forslag til forskrift om endringer i forskrift 17. desember 2007 nr. 1457 om livsforsikringsselskapers og pensjonsforetaks kapitalforvaltning, forskrift 17. desember 2007 nr. 1456 om skadeforsikringsselskapers kapitalforvaltning, mv.

#### I

I forskrift 17. desember 2007 nr. 1457 om livsforsikringsselskapers og pensjonsforetaks kapitalforvaltning gjøres følgende endringer:

§ 1-2 nytt siste ledd skal lyde:

*Infrastrukturinvesteringer: Direkte investeringer i fysiske installasjoner og anlegg som ivaretar viktige samfunnsmessige behov (infrastruktur) som ikke omfattes av § 3-1 første ledd nr. 11 og 12, og som oppfyller følgende vilkår:*

- 1. investeringen må gi langsiktig, stabil og forutsigbar avkastning,*
- 2. investeringen skal ikke medføre risiko for tap ut over innskutt kapital, og*
- 3. investeringen er verdsatt på grunnlag av en forsiktig nåverdiberegning.*

§ 2-2 annet ledd nytt nr. 8 skal lyde:

*8. eiendeler som nevnt i § 3-1 første ledd nr. 14a*

§ 2-4 første ledd skal lyde:

*Derivater kan \_ anvendes i den utstrekning de bidrar til å redusere selskapets risiko eller effektiviserer forvaltningen av selskapets eiendeler eller forpliktelser. Et selskap kan bare anvende derivater når derivatets underliggende er notert eller når det på annen måte foreligger en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse.*

§ 3-1 første ledd nr. 7 skal lyde:

*7. fordringer med tinglyst pantesikkerhet i fast eiendom som nevnt i nr. 11 og nr. 12 samt fordringer sikret med pant i realregistrerte formuesgoder som inngår i nr. 14a.*

§ 3-1 første ledd nr. 13 skal lyde:

*investeringer* i eiendomsselskaper uten *ekstern* gjeld utover normal driftskreditt, hvis virksomhet er begrenset til plasseringer som nevnt i nr. 11 *eller* 13,

§ 3-1 første ledd nr. 14 skal lyde:

andeler i foretak uten *ekstern* gjeld utover normal driftskreditt, som etter vedtektene utelukkende kan plassere sine midler *i foretak som nevnt i nr. 13 eller 14*,

§ 3-1 første ledd nytt nr. 14a:

14a. infrastrukturinvesteringer, samt fondsandeler, obligasjoner og aksjer som oppfyller de vilkår som følger av § 1-2 siste ledd og som er utstedt av foretak hvis virksomhet er begrenset til eie og/eller drift av virksomhet nevnt i § 1-2 siste ledd.

§ 3-1 første ledd nr. 19 skal lyde:

*derivater*.

§ 3-1 første ledd nr. 20 oppheves. Nåværende § 3-1 første ledd nr. 21 blir nr. 20.

Nåværende § 3-1 første ledd nr. 21 første punktum skal lyde:

Aksjer, eierandeler, fordringer, andeler i verdipapirfond lignende eiendeler, som ikke omfattes av nr. 1 til og med nr. 19.

§ 3-2 første ledd skal lyde:

Eiendeler som omfattes av § 3-1 nr. 20 skal til sammen ikke utgjøre mer enn 10 prosent av forsikringsmessige avsetninger til dekning av forpliktelser i kollektivporteføljen. Ved beregningen etter første punktum kan selskapet se bort fra aksjer i finansinstitusjon, jf. lov 10. juni 1988 nr. 40 (finansieringsvirksomhetsloven) § 1-3, i samme konsern som selskapet. Som finansinstitusjon regnes her også verdipapirforetak, forvaltningsforetak for verdipapirfond og eiendomsmeglingsforetak etablert i Norge. Kredittilsynet kan gi nærmere regler om sammensetningen av eiendeler som omfattes av § 3-1 nr. 20, herunder begrense andelen som kan investeres i verdipapirfond og lignende eiendeler.

§ 3-2 annet ledd skal lyde:

Ikke-standardiserte usikrede lån som omfattes av § 3-1 første ledd nr. 20 kan ikke utgjøre mer enn 5 prosent av forsikringsmessige avsetninger.

§ 3-2 femte ledd annet punktum skal lyde:

Dette gjelder bare eiendeler som angitt i § 3-1 nr. 13, 14, 15, 16 og 17 og ikke rentebærende eiendeler som nevnt i nr. 18 og nr. 20.

§ 3-3 tredje ledd nr. 9 skal lyde:

derivater \_ dersom anerkjent oppgjørssentral med daglige marginkrav er uavhengig part ved oppgjør av kontrakten, og

§ 3-3 tredje ledd nr. 10 skal lyde:

eiendeler hvis verdi er sikret av derivater \_

§ 3-3 tredje ledd nytt punkt 11 skal lyde:

*andeler i ett enkelt verdipapirfond som omfattes av § 3-1 nr. 15*

§ 3-3 tredje ledd nytt punkt 12 skal lyde:

andeler i ett enkelt verdipapirfond som omfattes av § 3-1 nr. 16 dersom fondet etter vedtektene utelukkende skal plassere i fordringer som omfattes av § 3-1 første ledd nr. 1 og 2.

§ 3-3 fjerde ledd nr. 3 skal lyde:

Andeler i ett enkelt verdipapirfond eller lignende eiendeler omfattet av § 3-1 første ledd nr. 20, kan ikke utgjøre mer enn 1 prosent av de forsikringsmessige avsetninger.

§ 3-3 fjerde ledd nr. 4 skal lyde:

Usikret lån til en enkelt låntaker, omfattet av § 3-1 første ledd nr. 20, kan ikke utgjøre mer enn 1 prosent av de forsikringsmessige avsetninger.

§ 3-3 fjerde ledd nr. 5 oppheves.

## II

I forskrift 17. desember 2007 nr. 1456 om skadeforsikringsselskapers kapitalforvaltning gjøres følgende endringer:

§ 2-4 første ledd skal lyde:

*Derivater kan \_ anvendes i den utstrekning de bidrar til å redusere selskapets risiko eller effektiviserer forvaltningen av selskapets eiendeler eller forpliktelser. Et selskap kan bare anvende derivater når derivatets underliggende er notert eller når det på annen måte foreligger en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse.*

§ 3-1 første ledd nr. 12 skal lyde:

*investeringer i eiendomsselskaper uten ekstern gjeld utover normal driftskreditt, hvis virksomhet er begrenset til plasseringer som nevnt i nr. 10 eller 12,*

§ 3-1 første ledd nr. 13 skal lyde:

*andeler i foretak uten ekstern gjeld utover normal driftskreditt, som etter vedtektene utelukkende kan plassere sine midler i foretak som nevnt i nr. 12 eller 13,*

§ 3-1 første ledd nr. 18 skal lyde:

derivater.

§ 3-1 første ledd nr. 19 oppheves. Nåværende § 3-1 første ledd nr. 20 blir nr. 19.

§ 3-1 andre ledd skal lyde:

Selskapet skal ikke direkte medregne aksjer eller annen eierandel i datterselskap til dekning av forsikringsmessige avsetninger \_. Eiendeler eiet av datterselskap kan inngå til dekning av forsikringsmessige avsetninger \_, dvs. konsolideres inn i selskapets oversikt over de ulike eiendeler etter første ledd. Dersom datterselskapet ikke er heleiet, dersom bare deler av datterselskapets eiendeler inngår til dekning av forsikringsmessige avsetninger \_, eller dersom datterselskapet har gjeld til andre enn selskapet, skal selskapet i tilfelle medregne en forholdsmessig andel av datterselskapets eiendeler. Andelen skal reflektere at deler av datterselskapets eiendeler må anses å tilhøre andre eiere og/eller kreditorer.

§ 3-2 første ledd første punktum skal lyde:

Eiendeler som omfattes av § 3-1 nr. 19 skal til sammen ikke utgjøre mer enn 7 prosent av eiendeler til dekning av forsikringsmessige avsetninger \_.

§ 3-2 andre ledd skal lyde:

Ikke-standardiserte usikrede lån som omfattes av § 3-1 nr. 19 kan ikke utgjøre mer enn 5 prosent av forsikringsmessige avsetninger.

§ 3-2 femte ledd annet punktum skal lyde:

Dette gjelder bare eiendeler som angitt i § 3-1 første ledd nr. 12 til og med nr. 16, nr. 18 og ikke rentebærende eiendeler som nevnt i § 3-1 første ledd nr. 17 og 19.

§ 3-3 tredje ledd nr. 8 skal lyde:

derivater \_ dersom anerkjent oppgjørssentral med daglige marginkrav er uavhengig part ved oppgjør av kontrakten, og

§ 3-3 tredje ledd nr. 9 skal lyde:

eiendeler hvis verdi er sikret av derivater. \_

§ 3-3 tredje ledd nytt punkt 10 skal lyde:

*andeler i ett enkelt verdipapirfond som omfattes av § 3-1 nr. 14*

§ 3-3 tredje ledd nytt punkt 11 skal lyde:

andeler i ett enkelt verdipapirfond som omfattes av § 3-1 nr. 15 dersom fondet etter vedtektene utelukkende skal plassere i fordringer som omfattes av § 3-1 første ledd nr. 1 og 2.

§ 3-3 fjerde ledd nr. 3 skal lyde:

Andeler i ett enkelt spesialfond eller lignende eiendeler omfattet av § 3-1 første ledd nr. 19, kan ikke utgjøre mer enn 1 prosent av de forsikringsmessige avsetninger.

§ 3-3 fjerde ledd nr. 4 skal lyde:

Usikret lån til en enkelt låntaker, omfattet av § 3-1 første ledd nr. 19, kan ikke utgjøre mer enn 1 prosent av de forsikringsmessige avsetningene.

§ 3-3 fjerde ledd nr. 5 oppheves.

### III

I forskrift 22. desember 2000 nr. 1413 til lov av 24. november 2000 nr. 81 om innskuddspensjon i arbeidsforhold (innskuddspensjonsloven) gjøres følgende endringer:

Ny Del 2a skal lyde:

Del 2a. Utfyllende bestemmelser om særskilt investeringsportefølje

Ny § 2a-1 skal lyde:

*En særskilt investeringsportefølje, jfr lovens § 3-4 kan bestå av:*

- 1. Investeringer som omfattes av § 4-5 i verdipapirfondloven.*
- 2. Investeringer i eiendomsselskaper uten ekstern gjeld utover normal driftskreditt, hvis virksomhet er begrenset til plasseringer i omsettelig bolig og forretningseiendom.*
- 3. Andeler i foretak uten ekstern gjeld utover normal driftskreditt, som etter vedtektene utelukkende kan plassere sine midler i eiendomsselskaper som nevnt i nr 3.*
- 4. Omsettelig bolig og forretningseiendom.*
- 5. Infrastrukturinvesteringer: Direkte investeringer i fysiske installasjoner og anlegg som ivaretar viktige samfunnsmessige behov (infrastruktur) som oppfyller følgende vilkår:*
  - a) investeringen må gi langsiktig, stabil og forutsigbar avkastning,*
  - b) investeringen skal ikke medføre risiko for tap ut over innskutt kapital, og*
  - c) investeringen er verdsatt på grunnlag av en forsiktig nåverdiberegning.*

For eiendeler som omfattes av nr. 2 til 5 gjelder ikke kravene til likviditet i verdipapirfondsloven § 4-6. Eiendeler som inngår i en særskilte investeringsporteføljer skal settes sammen på en hensiktsmessig og betryggende måte sett i forhold til hensynet til sikkerhet, risikospredning, likviditet og avkastning.

## IV

I forskrift 24. mars 2000 nr. 16 om foretakspensjon gjøres følgende endringer:

Nytt kapittel 5 skal lyde:

Kapittel 5. Utfyllende bestemmelser om særskilt investeringsportefølje

Ny § 5-1 skal lyde:

*En særskilt investeringsportefølje, jfr lovens §§ 11-4 kan bestå av:*

6. *Investeringer som omfattes av § 4-5 i verdipapirfondloven.*
7. *Investeringer i eiendomsselskaper uten ekstern gjeld utover normal driftskreditt, hvis virksomhet er begrenset til plasseringer i omsettelig bolig og forretningseiendom.*
8. *Andeler i foretak uten ekstern gjeld utover normal driftskreditt, som etter vedtektene utelukkende kan plassere sine midler i eiendomsselskaper som nevnt i nr 3.*
9. *Omsettelig bolig og forretningseiendom.*
10. *Infrastrukturinvesteringer: Direkte investeringer i fysiske installasjoner og anlegg som ivaretar viktige samfunnsmessige behov (infrastruktur) dersom investeringen oppfyller følgende vilkår:*
  - a) *investeringen må gi langsiktig, stabil og forutsigbar avkastning,*
  - b) *investeringen skal ikke medføre risiko for tap ut over innskutt kapital, og*
  - c) *investeringen er verdsatt på grunnlag av en forsiktig nåverdiberegning.*

*For eiendeler som omfattes av nr. 2 til 5 gjelder ikke kravene til likviditet i verdipapirfondsloven § 4-6. Eiendeler som inngår i en særskilte investeringsporteføljer skal settes sammen på en hensiktsmessig og betryggende måte sett i forhold til hensynet til sikkerhet, risikospredning, likviditet og avkastning.*

Nåværende kapittel 5 og § 5-1 blir kapittel 6 og § 6-1.

## V

Forskriften trer i kraft straks.

### 3.2 Forslag til tekniske endringer

Forslag til tekniske endringer i forskrift 17. desember 2007 nr. 1457 om livsforsikringsselskapers og pensjonsforetaks kapitalforvaltning og forskrift 17. desember 2007 nr. 1456 om skadeforsikringsselskapers kapitalforvaltning, mv.

#### I

I forskrift 17. desember 2007 nr. 1457 om livsforsikringsselskapers og pensjonsforetaks kapitalforvaltning gjøres følgende endringer:

Ordet forsikringsloven endres til *forsikringsvirksomhetsloven* følgende steder:

- § 1-2 i definisjonen av forsikringsmessige avsetninger
- § 2-1 tredje ledd nr. 3
- § 2-1 fjerde ledd siste punktum
- § 4-2 fjerde ledd

§ 1-2 definisjonen av forsikringsmessige avsetninger skal lyde:

Forsikringsmessige avsetninger til dekning av kontraktfastsatte forpliktelser i samsvar med bestemmelsene i *forsikringsvirksomhetsloven* § 9-15 første ledd bokstav a, c og d.\_

§ 2-2 femte ledd skal lyde:

Institusjonens system for styring og kontroll med kapitalforvaltningen skal jevnlig evalueres av uavhengige kontrollfunksjoner, jf. forskrift 22. september 2008 nr. 1080 om *risikostyring og internkontroll*.

§ 2-4 første ledd andre punktum skal lyde:

Derivater som nevnt i § 3-1 første ledd nr. 20 kan bare anvendes når derivatets underliggende er notert på regulert marked, eller når det foreligger en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse på derivatet.

§ 3-3 fjerde ledd første punktum skal lyde:

Fra begrensningen i *andre* ledd gjelder følgende unntak:

§ 4-2 tredje ledd skal lyde:

En særskilt investeringsvalgportefølje, jf. første ledd punkt 3, skal settes sammen enten i henhold til verdipapirfondloven § 4-6 til § 4-9 så langt de passer, eller i henhold til kravene i forskriften kapittel 3.

§ 6-1 tredje ledd skal lyde:

Kredittilsynet kan gi nærmere overgangsregler for plasseringsbegrensinger for investeringsvalgportefølje hvor selskapet bærer hele eller deler av avkastningsrisikoen, jf. § 4-2 første ledd nr. 1.

§ 6-2 skal lyde:

Pensjonsforetaket skal senest 1. januar 2010 ha oppfylt de krav til investeringer i foretak eller annen arbeidsgiver som har pensjonsordning i pensjonsforetaket som følger av forsikringsloven § 7-10 og § 5-1 i forskriften her.

## II

I forskrift 17. desember 2007 nr. 1456 om skadeforsikringssekskapers kapitalforvaltning gjøres følgende endringer:

Utrykket forsikringsmessige avsetninger endres til *forsikringstekniske avsetninger* følgende steder:

§ 1-1 tredje ledd

§ 1-2 definisjonen av forsikringsmessige avsetninger

Kapitteloverskriften til kapittel 3

§ 3-1 paragrafoverskrift

§ 3-1 første ledd første punktum

§ 3-1 andre ledd første, andre og tredje punktum

§ 3-1 tredje ledd andre punktum

§ 3-2 første ledd første punktum

§ 3-2 andre ledd

§ 3-2 tredje ledd

§ 3-2 fjerde ledd

§ 3-3 første ledd første punktum

§ 3-3 andre ledd

§ 3-3 fjerde ledd nr. 1, 2, 3, 4 og 5

§ 3-4 første komma

§ 3-5 første ledd

§ 1-2 i definisjonen av forsikringsmessige avsetninger:

Ordet forsikringsloven endres til *forsikringsvirksomhetsloven*.

§ 2-2 femte ledd skal lyde:

Institusjonens system for styring og kontroll med kapitalforvaltningen skal jevnlig evalueres av uavhengige kontrollfunksjoner, jf. forskrift 22. september 2008 nr. 1080 om risikostyring og internkontroll.

§ 3-1 første ledd nr. 20 første punktum skal lyde:

aksjer, eierandeler, fordringer, andeler i verdipapirfond og lignende eiendeler, som ikke omfattes av nr. 1 til og med nr. 19.

§ 3-2 femte ledd skal lyde:

Ved beregning av netto tilgodehavende i en valuta etter *tredje* ledd, kan selskapet velge å anse finansielt tilgodehavende i euro og norske kroner som valutaekvivalente.

§ 3-3 fjerde ledd første punktum skal lyde:

Fra begrensningen i *andre* ledd gjelder følgende unntak:

§ 4-1 tredje ledd oppheves