

Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 808 Dep
0030 Oslo

Oslo, 4. november 2009

Deres ref.: 06/356 FM NM

Høring – Forslag til endringer i kapitalforvaltningsforskriftene

Vi viser til høring fra Finansdepartementet av 22.09.2009 med vedlagt notat fra Kredittilsynet med forslag til endringer i kapitalforvaltningsforskriftene.

Den Norske Aktuarforening er i hovedsak enig i Kredittilsynets argumentasjon og støtter forslagene til forskriftsendringer. Vi vil i det følgende gi noen utfyllende merknader til forslagene ut fra et aktuarielt ståsted.

1. Begrensningen for plasseringer i alternative investeringer (livforskriften)

I høringsnotatet diskuterer Kredittilsynet to alternativ for å øke rammen for investeringer i alternative investeringer ("sekkeposten"), enten ved å øke de kvantitative rammene eller ved å holde kursreguleringsfondet utenfor de kvantitative begrensningene, hvorav førstnevnte trekkes frem som det foretrukne alternativ. Den Norske Aktuarforening vil gi noen generelle merknader, samt gi noen spesifikke merknader til de to alternativene.

Generelle merknader

Kapitalforvaltningsregelverket baserer seg på "Prudent Person"-prinsippet med mindre kvantitative plasseringsbegrensninger og høyere krav til interne styrings- og kontrollsystemer i den enkelte institusjon. Den Norske Aktuarforening gir sin tilslutning til at regelverket baseres på dette overordnede prinsipp.

Den Norske Aktuarforening støtter Kredittilsynets forslag om å øke den generelle grensen for alternative investeringer fra dagens nivå på 7 %. Vi ser en utvikling i retning av at en større andel av obligasjoner havner i "sekkeposten" som for eksempel etableringen av Alternative Bond Market i 2005, omdanning av statlige, kommunale og fylkeskommunale foretak til aksjeselskaper og en mer generell trend mot at industriselskaper utesteder egne obligasjoner fremfor å finansiere seg i bank. Det synes derfor hensiktsmessig å utvide rammen for å ta høyde for denne utviklingen. Bedre muligheter for å investere i andre aktivaklasser enn eiendom, børsnoteerte aksjer og børsnoteerte obligasjoner kan også bidra til positive diversifiseringseffekter og derved trygge pensjonsrettigheter.

Ved innføringen av Solvency II-regelverket forutsettes det at pensjonsforpliktelsen neddiskonteres med markedsrente. På sikt forventes derfor et sterkere behov for balansestyring ettersom etterspørselen etter lang durasjon på aktivasiden vil øke. Vi antar at det er hensiktsmessig at regelverket ikke unødige begrenser tilgangen på verdipapirer som kan

møte dette behovet, herunder unoterte obligasjoner. Tilbudet av lange obligasjoner i det norske markedet er begrenset, men vi antar at en friere tilpasning på etterspørselssiden kan bidra til et mer effektivt obligasjonsmarked i Norge.

Alternativ 1. Holde Kursreguleringsfondet utenfor den kvantitative rammen

Den Norske Aktuarforening vil her påpeke at ved å inkludere kursreguleringsfondet blir fondet i realiteten ikke betraktet som bufferkapital i livforskriften fordi risikorammen vil være upåvirket av om balansen består av kursreserver eller premiereserver, noe som virker ulogisk ut fra en risikobetraktning. En kvantitativ ramme for fondet kan heller ikke utnyttes fullt ut fordi pensjonsinnretningen må ta høyde for fremtidige verdiendringer i fondet. Vi mener derfor alternativet med å holde fondet utenfor rammen (helt eller delvis) bør vurderes i tillegg til å øke selve rammen. Vi registrerer at Kredittilsynet i høringsnotatet gir uttrykk for at dette neppe vil være i strid med lovens formål.

Alternativ 2. Økning av den kvantitative rammen

Den Norske Aktuarforening oppfatter at kravene til likviditet i regelverket er høyere for verdipapirfond enn for pensjonsinnretninger. Ut fra en likviditetsrisikobetraktning bør derfor rammen for alternative investeringer ikke være lavere enn verdipapirfonds ramme for unoterte finansielle instrumenter på 10 %. Det bør uansett ikke være en lavere ramme for direkteinvesteringer enn for fondsinvesteringer når det gjelder unoterte finansielle instrumenter. Vi ser videre ingen sterke argumenter for å sette rammen lavere enn i forsikringsdirektivet. Aktuarforeningen støtter derfor forslaget om å øke rammen til 10 %.

Dersom den totale rammen for alternative investeringer øker, bør det også vurderes å øke rammen for investeringer i et enkelt verdipapirfond eller lignende eiendeler innen denne aktivaklassen tilsvarende. Vi mener også at investeringer i fond i fond ikke bør være omfattet av rammen for slike enkeltinvesteringer ettersom slike fond indirekte er diversifisert. Rammen bør heller gjelde for de enkelte underliggende fond. Dette kan ha betydning spesielt for pensjonskasser.

Videre vil vi påpeke at det er pantesikkerhet og prioriteringsrekkefølge som er avgjørende for tapsrisikoen i en obligasjon ved en konkurs, ikke børsnotering. I en konkurssituasjon har prinsipielt obligasjoner høyere prioritet enn aksjer. Ut fra en risikobetraktning virker det derfor ulogisk å sidestille unoterte aksjer og unoterte obligasjoner eller å vurdere noterte aksjer som lavere risiko enn pantsikrede unoterte obligasjoner i samme selskap. Det er også slik for unoterte verdipapirer at derivater faller utenfor "sekkeposten" (lavere risiko), mens obligasjoner og aksjer faller innenfor. Dette virker også noe ulogisk risikomessig. Den Norske Aktuarforening mener det bør vurderes å innføre en egen aktivaklasse for rentebærende fordringer som er sikret i annen pant enn tinglyst pantesikkerhet i fast eiendom. For øvrig ser vi behov for en noe klarere definisjon av begrepet "fast eiendom" i kapitalforvaltningsforskriftene.

I utgangspunktet gjelder foreslåtte endringen om økning av rammen fra 7 % til 10 % livforskriften. Tilsvarende ramme finnes også i skadeforskriftens § 3-2, "Eiendeler som omfattes av § 3-1 nr. 20 skal til sammen ikke utgjøre mer enn 7 prosent av forsikringsmessige avsetninger til dekning av forpliktelser i kollektivporteføljen".

Den Norske Aktuarforening ser det som naturlig å gjøre tilsvarende endring i skadeforskriften som i livforskriften, ut ifra tilsvarende argumentasjon ("Prudent Person"-prinsippet, tilgang på norske rentepapirer, diversifisering). Vi ser ingen særlige grunner til å operere med ulike begrensningen på dette punktet i de ulike to forskriftene og vil derfor foreslå å heve grensen til 10 % også i skadeforskriften.

2. Plasseringsbegrensninger for UCITS-fond (begge forskriftene)

Den Norske Aktuarforening støtter forslaget om å oppheve bestemmelsen om plasseringsbegrensning på enkeltrisiko i et UCITS-fond på 10 %. Vi er enig i at direkteinvesteringer og investeringer gjennom verdipapirfond bør reguleres likt tatt i betraktning at også verdipapirfond er underlagt egen regulering i verdipapirfondloven.

3. Statsobligasjonsfond (begge forskriftene)

Den Norske Aktuarforening støtter forslaget om at plasseringsregler for norske nasjonale statsobligasjonsfond skal være de samme som for statsobligasjonsfond som er UCITS-fond. Kravet til UCITS-fond om plassering i minst seks utstedelser gjør det tilnærmet umulig for norske statsobligasjonsfond å bli godkjent som UCITS-fond. Slike fond vil derfor i hovedsak være omfattet av dagens ramme på 4 % per fond. Denne rammen virker lite hensiktsmessig da selskapene må spre investeringene sine over flere fond med samme underliggende utstedelser. Regelverket er dessuten utformet slik at selskapene kan investere direkte i de samme underliggende instrumentene som et norsk statsobligasjonsfond uten å omfattes av de samme plasseringsbegrensningene.

Den Norske Aktuarforening støtter også forslaget om at reglene som gjelder for norske nasjonale statsobligasjonsfond også bør gjelde for utenlandske statsobligasjonsfond som ikke er UCITS-fond, men som er godkjent for markedsføring i Norge.

4. Eiendom (begge forskriftene)

Den Norske Aktuarforening støtter Kredittilsynets forslag til forskriftsendringer knyttet til eiendom som omtalt i høringsnotatets pkt. 2.5 og 2.6.

5. Infrastrukturinvesteringer (begge forskriftene)

Infrastrukturinvesteringer har typisk egenskaper som selskapene vil etterspørre. Det vil være ønskelig at kapitalforvaltningsforskriften legger forholdene til rette for en forsvarlig bruk av infrastrukturinvesteringer i selskapenes porteføljer.

Investeringer i infrastruktur er svært kapitalkrevende og vil typisk inneholde gjeldsfinansiering. Aktuarforeningen legger til grunn at dette ikke er til hinder for investering av midler fra selskapenes kollektivporteføljer så lenge investeringen ikke overstiger begrensningen på 15 % som følger av forsikringsvirksomhetsloven § 6-2.

Aktuarforeningen støtter Kredittilsynets forslag om å etablere infrastrukturinvesteringer som en egen aktivklasse og som ikke medregnes i "sekkeposten" i livforskriften § 3-1 første ledd nr. 21. Aktuarforeningen er videre opptatt av at selskapene gis en reell mulighet til å investere i denne nye aktivklassen. Slik Solvency II synes å være utformet vil den reelle muligheten begrenses av et betydelig økt kapitalkrav. For direkte investeringer og fondsinvesteringer i infrastruktureiendeler er kapitalkravet 45 % av investeringens verdi. Investeringer i infrastruktur via aksjer som faller hhv. utenfor og innenfor "sekkeposten" får et kapitalkrav på 32 % og 45 % respektivt.

Unoterte aksjer får et kapitalkrav på 45 % av investeringens verdi under Solvency II. Aktuarforeningen finner det ikke naturlig at investeringer i infrastruktureiendeler skal ha samme kapitalkrav. Infrastrukturinvesteringer kjennetegnes ved langsiktig forutsigbar direkteavkastning og vil typisk ha langt lavere volatilitet enn det generelle unoterte aksjemarkedet. Infrastrukturinvesteringer kan sies å være mindre likvide, men dette må forutsettes ivaretatt gjennom forsvarlig likviditetsstyring fra selskapenes side. Aktuarforeningen vil på bakgrunn av dette støtte Kredittilsynets oppfordring om å initiere en prosess mot CEIOPS og kommisjonen for å få behandlet infrastrukturinvesteringer lempeligere enn hva Solvency II synes å legge opp til, gjerne i sammen med andre land.

6. Derivater (begge forskriftene)

Den Norske Aktuarforening støtter Kredittilsynets forslag om å likestille derivater for sikring og derivater for andre formål. Vi er enig i at det kan være vanskelig å trekke et klart skille mellom sikringsformål og andre formål på en del områder. Vi støtter også et mer generelt utformet krav til kursfastsettelse av underliggende slik at forskriften ikke er til hinder fra å anvende derivater med unotert underliggende. Det bør f. eks. være tillatt å handle obligasjoner med tilknyttede warrants eller tegningsretter på unoterte aksjer.

7. Usikrede unoterte obligasjonslån (begge forskriftene)

Den Norske Aktuarforening støtter Kredittilsynets forslag om å endre ordlyden for kategorien "Usikrede lån" til "Ikke-standardiserte usikrede lån". Vi mener en slik ordlyd tydeliggjør at unoterte obligasjoner ikke omfattes av plasseringsbegrensningene for ovennevnte kategori, men av plasseringsbegrensningene for aktivaklassen alternative investeringer ("sekkeposten").

8. Bruk av begrepet kollektivportefølje i skadeforsikring (skadeforskriften)

Den Norske Aktuarforeningen støtter forslaget om å bytte ut "*kollektivportefølje*" med "*eiendeler til dekning av forsikringsmessige avsetninger*", siden det ikke finnes kollektivportefølje i skadeselskapet.

Med vennlig hilsen

Den Norske Aktuarforening

Erik Falk

Viseformann