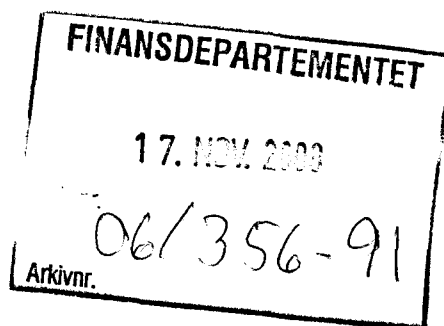


Finansdepartementet  
Postboks 8008 - Dep.  
0030 OSLO



Dato: 13.11.2009

Vår ref.: 09-8408  
Deres ref.: 06/356 FM NM

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

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) viser til brev fra Finansdepartementet 22.09.2009 om forslag til endringer i kapitalforvaltningsforskriftene, med vedlagt høringsnotat fra Kredittilsynet.

FNH ser svært positivt på Kredittilsynets forslag til endringer, og er spesielt positiv til at det foreslås oppmykninger av reglene knyttet til alternative plasseringer og infrastruktur. FNH ser ikke behov for innstramminger i forhold til Kredittilsynets forslag.

Vi har likevel enkelte innvendinger og forslag til endringer, og vil i det videre gi både generelle kommentarer til Kredittilsynets forslag, samt spesielle kommentarer til enkelte av bestemmelsene.

#### **Generelle kommentarer**

Slik FNH ser det vil de foreslåtte endringene styrke selskapenes mulighet til å ha en veldiversifisert portefølje, og dermed skape en god avkastning innenfor en forsvarlig og effektiv kapitalforvaltning. Samtidig ønsker vi å gi tydelig uttrykk for at eventuelle endringer i regelverket ikke må resultere i en begrensning av de investerings- og diversifiseringsmuligheter som livsforsikringselskapene og pensjonskassene allerede har i dag.

I lys av at de kvantitative begrensninger sannsynligvis vil bli helt eller delvis avvirket i forbindelse med implementeringen av Solvens II i norsk lov fra 2012, mener FNH at forslagene til endringer bør gjenspeile en tilpasning til denne utviklingen. Det bør derfor på generelt grunnlag vurderes i hvilken grad kvantitative begrensninger skal videreføres.

I det følgende kommenteres enkeltpunkter i forslaget.

#### **FINANSNÆRINGENS HOVEDORGANISASJON**

Postadresse/Postal address: P.b. 2473 Solli, 0202 Oslo, Norway. Kontoradresse/ Visiting address: Hansteens gate 2, Oslo  
Telefon/Telephone: (+47) 23 28 42 00, E-mail: fnh@fnh.no, web: www.fnh.no. Organisasjonsnr.: Finansnæringens  
Hovedorganisasjon: NO 981 423 682, Finansnæringens Servicekontor: NO 969 000 938

**Spesielle kommentarer til enkelte bestemmelser**

Her angis kun FNHs mening om de enkelte bestemmelsene der vi har kommentarer. For nærmere forklaring av bakgrunnen for meningene, henviser vi til vedlagte notat.

Til punkt 2.1 Kursreguleringsfondet

FNH støtter primært Kredittilsynets anbefaling om å øke enkelte plasseringsbegrensninger i forskriftens kapittel 3 (alternativ 2), se vedlegg.

FNH ber om at det etableres en egen kategori investeringer for non-UCITS-fond, med en totalgrense på 10 prosent av de forsikringstekniske avsetninger for slike investeringer, se vedlegg.

Til punkt 2.2 Plasseringsbegrensninger for UCITS-fond

FNH støtter Kredittilsynets forslag om å oppheve bestemmelsen om 10 prosent plasseringsbegrensning på enkeltrisiko for UCITS-fond, se vedlegg.

Til punkt 2.3 Statsobligasjonsfond

FNH støtter Kredittilsynets forslag om at tilsvarende plasseringsregler som gjelder for statsobligasjonsfond som er UCITS-fond også skal gjelde for norske nasjonale statsobligasjonsfond som har fått unntak fra verdipapirfondlovens plasseringsbegrensninger, se vedlegg.

FNH ber samtidig om at verdipapirfondloven § 4-8 annet ledd nr. 3 endres i tråd med gjeldende bestemmelser i UCITS-direktivet, se vedlegg.

FNH støtter også Kredittilsynets forslag om at de samme regler skal gjelde ved plassering i utenlandske statsobligasjonsfond som ikke er UCITS-fond, men godkjent for markedsføring i Norge.

FNH har ingen innvendinger mot forslaget om at utenlandske statsobligasjonsfond som verken er UCITS-fond eller godkjent for markedsføring i Norge, ikke blir omfattet av det foreslåtte unntaket.

Til punkt 2.4 Derivater

FNH støtter Kredittilsynets forslag om like regler for derivater for sikring og derivater for andre formål, og at kravene til kursfastsettelse gis en mer generell utforming. FNH støtter Finansdepartementets formulering til § 2-4 første ledd, se vedlegg.

Til punkt 2.5 Eiendom: Konsernintern gjeld

FNH støtter Kredittilsynets forslag om å endre forskriften slik at det går klart fram at det er tillatt å plassere i selskaper med konsernintern gjeld, se vedlegg.

Til punkt 2.6 Eiendom: Mellomliggende holdingselskap og selskapsorganisering

FNH støtter Kredittilsynets forslag om å tillate flere mellomliggende holdingselskaper, se vedlegg.

Videre støtter FNH forslaget om å tillate investeringer i eiendomsselskap som er organisert som kommandittselskap.

Når det gjelder investeringer i eiendomsselskap som er ansvarlig selskap, er FNH i tvil om det bør åpnes for denne selskapsformen, se vedlegg.

Til punkt 2.7 Bruk av begrepet *kollektivportefølje* i skadeforsikring

FNH støtter Kredittilsynets forslag om at begrepet ”kollektivportefølje” i skadeforsikring erstattes med ”eiendeler til dekning av forsikringsmessige avsetninger”.

Til punkt 2.8.1 Innledning

FNH imøteser en dialog om problemstillingen knyttet til behandlingen av infrastrukturinvesteringer under Solvens II, se vedlegg.

Til punkt 2.8.4.1 Forbud mot forsikringsfremmed virksomhet (direkte eie av infrastruktur):

FNH støtter Kredittilsynets samlede vurdering av at forsikringsvirksomhetsloven § 6-1 ikke innebærer en u hensiktsmessig begrensning for livsforsikringssselskapers adgang til å foreta direkte investeringer i infrastrukturvirksomhet, men ser samtidig behov for en nærmere presisering av skille mellom aktivt og passivt eierskap til direkteinvesteringer i infrastruktur, se vedlegg.

Til punkt 2.8.4.2 Begrensninger i adgang til å eie aksjer i forsikringsfremmed virksomhet (indirekte eie):

FNH ber om at det vurderes å åpne for at livsforsikringssselskaper kan eie mer enn 15 prosent i infrastrukturvirksomhet der det ikke foreligger et klart skille mellom eierskap og drift. Herunder bør det også vurderes om det for indirekte eierskap i infrastrukturvirksomhet kan settes en høyere grense enn nevnte 15 prosent for eierskap uten at selskapet anses å være ansvarlig for driften. Vi ber også om at det tas initiativ til å vurdere om slike selskaper kan tillates å være belånt, se vedlegg.

Til punkt 2.8.4.3 Kapitaldekning

FNH ber om at det i gjeldende kapitaldekningsregelverk vurderes å gi infrastrukturfond tilsvarende risikovekt som fast eiendom, se vedlegg.

Til punkt 2.8.4.4 Solvens II

FNH mener at den delen av infrastrukturinvesteringer som under Solvens-II-regelverket vil bli behandlet som aksjeinvesteringer, må likestilles med fast eiendom under dette regelverket.

FNH ber om at det på tilsynsnivå tas et initiativ for å samordne norske, danske og svenske synspunkter knyttet til arbeidet med infrastrukturinvesteringer under Solvens II, se vedlegg.

Til punkt 2.8.4.5 Kapitalforvaltningsforskriftene

FNH støtter Kredittilsynets forslag om at infrastruktur etableres som en egen aktivaklasse, og at denne omfatter både direkte og indirekte plasseringer, se vedlegg.

Til punkt 2.8.5 Forslag til endringer i kapitalforvaltningsforskriften

*§ 1-2 nytt siste ledd:*

FNH støtter Kredittilsynets definisjon av infrastrukturinvesteringer, men mener Kredittilsynet bør vurdere å utarbeide nærmere retningslinjer med presiseringer innenfor de enkelte elementene i definisjonen, se vedlegg.

I tillegg foreslår vi at ordet ”direkte” strykes i definisjonen i § 1-2 nytt siste ledd første setning, ettersom det er foreslått at det også skal kunne gjøres indirekte investeringer i infrastruktur, se vedlegg.

FNH mener dessuten at det ikke er nødvendig med en avgrensning mot fast eiendom i definisjonen, se vedlegg.

Videre mener FNH at definisjonen bør få anvendelse på enkelt investeringsnivå, se vedlegg.

*§ 2-2 annet ledd nytt nr. 8:*

FNH støtter Kredittilsynets vurdering av å inkludere infrastrukturinvesteringer i listen over eiendeler som utløser særskilt aktsomhetsplikt knyttet til overvåking av kapitalforvaltningen.

*§ 3-1 første ledd nr. 7:*

FNH støtter ikke Kredittilsynets forslag om at andre former for sikkerhet ikke skal kunne likestilles med pantesikkerhet i infrastrukturen, se vedlegg.

*§ 3-1 første ledd nr. 14a:*

FNH støtter i utgangspunktet Kredittilsynets forslag til nytt første ledd nr. 14a, der det åpnes for infrastrukturinvesteringer i foretak hvis virksomhet er begrenset til eie og/eller drift av infrastruktur, men foreslår en presisering slik at det blir klarere at infrastruktureksponering kan oppnås både gjennom direkte og gjennom indirekte eksponeringer, se vedlegg.

Når det gjelder spørsmålet knyttet til indirekte investeringer og lånefinansiering vil det etter vår vurdering være behov for å vurdere denne bestemmelsen nærmere ved innføringen av infrastruktur som egen aktivaklasse.

*§ 3-1 tredje ledd (i forskrift om skadeforsikringsselskapers kapitalforvaltning):*

FNH mener at kravet om 80 prosent valutamatching "til enhver tid" bør modereres i tråd med tilsvarende bestemmelse i den svenske kapitalforvaltningsforskriften § 6-2, se vedlegg.

*§ 3-2 femte ledd annet punktum:*

FNH antar at det her foreligger en uoverensstemmelse mellom ordlyden i høringsnotatet og forslaget til endring i forskriften, se vedlegg.

*§ 3-3 og § 3-4:*

FNH ber om at plasseringsbegrensningen for enkeltrisikoeer knyttet til infrastruktur økes fra 4 prosent til 7 prosent, se vedlegg.

*§ 3-3 fjerde ledd nr 3:*

FNH ber Finansdepartementet vurdere å øke grensen for investeringer i ett enkelt verdipapirfond eller lignende eiendeler omfattet av Kredittilsynets forslag til § 3-1 første ledd nr. 20, til 4 prosent, se vedlegg.

*§ 3-5 første ledd:*

FNH ber om at § 3-5 første ledd justeres i henhold til de rammer for lokalisering av eiendeler som følger av det konsoliderte livsforsikringsdirektivet.

Til punkt 2.9 Begrensning på 15 prosent eierandel i gjeldsfinansierte selskaper

FNH støtter ikke Kredittilsynets syn på at tolkningspraksis og de hensyn som ligger til grunn for denne skal tilsi at forsikringsvirksomhetsloven § 6-2 første ledd første punktum bør gjøres gjeldende for investeringsselskaper som kan lånefinansiere sin virksomhet, se vedlegg.

Vi støtter heller ikke Kredittilsynets forståelse av at forsikringsvirksomhetsloven § 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, se vedlegg.

Til punkt 2.10 Sammensetning av særskilt investeringsportefølje (internt fond)

FNH støtter at det gjøres endringer av hva som skal inngå i en særskilt investeringsvalgportefølje, men ber om at krav til sammensetning av særskilte investeringsporteføljer etter foretakspensjonsloven og innskuddspensjonsloven kun gjøres gjeldende for de tilfeller der forsikringsselskapet bærer hele eller deler av avkastningsrisikoen, se vedlegg.

Vi støtter også Kredittilsynets forslag om å presisere et unntak fra begrensningsregelen for mindre likvide plasseringer i verdipapirfondloven § 4-6 fjerde ledd for investeringer som omfattes av nr. 2 til 5 i forslag til ny § 2a-1 første ledd i forskriften til

innskuddspensjonsloven og av nr. 7 til 10 i ny § 5-1 første ledd i forskriften til foretakspensjonsloven.

Her nevnes for øvrig at henvisningen til "[...]eiendeler som omfattes av nr. 2 til 5" i ny § 5-1 andre ledd første punktum i forskriften til foretakspensjonsloven antas å være feil, og at riktig henvisning skal være til "[...]eiendeler som omfattes av nr. 7 til 10".

Utover dette ber FNH om at forslaget til ny § 2a-1 første ledd nr. 4 i forskriften til innskuddspensjonsloven og til ny § 5-1 første ledd nr. 9 i forskriften til foretakspensjonsloven, samt kapitalforvaltningsforskriften § 3-1 første ledd nr. 13 utvides til også å omfatte annen fast eiendom, se vedlegg.


FNH ber i tillegg om at særskilte investeringsporteføljer også gis unntak fra begrensningen i verdipapirfondloven § 4-8 åttende ledd vedrørende maksimal andel av en særskilt investeringsportefølje som kan plasseres i ett fond, og fra begrensningen i verdipapirfondloven § 4-9 første ledd nr. 3 vedrørende maksimal eierandel i en særskilt investeringsportefølje kan eie av ett fond, se vedlegg.

Til punkt 2.11 Usikrede unoterte obligasjonslån

FNH støtter Kredittilsynets forslag om å endre ordlyden for kategorien "usikrede lån" til "ikke-standardiserte usikrede lån"

Med vennlig hilsen  
Finansnæringens Hovedorganisasjon  
Livsforsikrings- og pensjonsavdelingen

Sissel Rødevand  
direktør, avdelingsleder

  
Martin Carlén  
seniorrådgiver

*Vedlegg:*  
*Notat – Kommentarer til forslag til enkeltbestemmelser i høring om forslag til endringer i kapitalforvaltningsforskriftene for forsikring mv.*

## Notat

Fra: FNH  
Til: Finansdepartementet  
Dato: 13.11.2009

### **Kommentarer til forslag til enkeltbestemmelser i høring om forslag til endringer i kapitalforvaltningsforskriftene for forsikring mv.**

#### Til punkt 2.1 Kursreguleringsfond

Kredittilsynet vurderer å unnta kursreguleringsfondet fra reglene i forskriftens kapittel 3, mot alternativt økning i enkelte plasseringsbegrensninger i samme kapittel. FNH deler Kredittilsynets syn om at sistnevnte tiltak er mest hensiktsmessig, og støtter forslaget om at grensen for alternative plasseringer økes fra 7 prosent, til forsikringsdirektivets grense på 10 prosent (alternativ 2).

Dette også ut i fra det faktum at kursreserven ut fra et investeringsperspektiv bør likebehandles med andre midler i kollektivporteføljen. Videre vil alternativ 1 medføre at det vil kunne oppstå store svingninger i allokeringsgrensen til alternative plasseringer.

Samtidig ønsker FNH å peke på at det norske regelverket er mer restriktivt enn EU-direktivet, blant annet som følge av at andre verdipapirfond enn UCITS fond er inkludert i begrensningen på 10 prosent. Dette medfører at "sekkeposten" i § 3-1 første ledd nr. 21 kan bli for trang, selv med en økning av rammene i § 3-2 første ledd til 10 prosent.

Det er vår prinsipale oppfatning at det norske regelverket av konkurransemessig hensyn i størst mulig grad bør harmoniseres med EU-regelverket, og vi ber derfor om at non-UCITS fond løstes ut av § 3-1 første ledd nr. 21 som en egen kategori investeringer med egne plasseringsbegrensninger, slik Kredittilsynet fremmet forslag om i sitt høringsnotat til ny kapitalforvaltningsforskrift datert 12.06.2006. Idet non-UCITS-fond kan være attraktive for diversifisering av porteføljer, foreslår FNH i likhet med Kredittilsynets opprinnelige forslag en totalgrense på 10 prosent for slike fond.

*FNH støtter at grensen for alternative plasseringer økes fra 7 prosent til 10 prosent. Dersom dette ikke skulle bli vedtatt, ber FNH om at det subsidiært vurderes å unnta kursreguleringsfondet fra reglene i forskriftens kapittel 3.*

*FNH ber om at det etableres en egen kategori investeringer for non-UCITS-fond, med en totalgrense på 10 prosent av de forsikringstekniske avsetninger for slike investeringer.*

#### Til punkt 2.2 Plasseringsbegrensninger for UCITS-fond

Plasseringsbegrensningen i gjeldende forskrift på 10 prosent for enkeltrisiko for UCITS-fond kan legge uhensiktsmessige begrensninger for en kostnadseffektiv, veldiversifisert og optimal kapitalforvaltning.

Som påpekt i høringsnotat, vil de aktuelle foretakene fremdeles måtte vurdere om en konsentrasjon av investeringer i ett fond er i tråd med krav til forsvarlig forvaltning og risikostyring.

*FNH støtter Kredittilsynets forslag om å oppheve bestemmelsen om plasseringsbegrensning på enkeltrisiko for UCITS-fond.*

#### Til punkt 2.3 Statsobligasjonsfond

FNH mener det er det åpenbart at også nasjonale fond som utelukkende investerer i statsobligasjoner også burde være unntatt plasseringsbegrensninger.

Dette understøttes av at UCITS-direktivets plasseringsbegrensninger i utenlandske statsobligasjoner er implementert strengere i norsk rett enn minimumskravet i direktivet, slik at globale statsobligasjonsfond normalt ikke vil kunne oppnå UCITS status. I henhold til verdipapirfondloven § 4-8 annet ledd nr. 3 gjelder 35-prosentgrensen kun for stater som er part i EØS-avtalen, mens i UCITS-direktivets artikkel 22 nr. 3 er også "non-member states" omfattet. Vi antar at den norske lovteksten vil bli endret i tråd med direktivteksten i forbindelse med den pågående lovrevisjonen.

*FNH støtter Kredittilsynets forslag om at tilsvarende plasseringsregler som gjelder for statsobligasjonsfond som er UCITS-fond også skal gjelde for norske nasjonale statsobligasjonsfond som har fått unntak fra verdipapirfondlovens plasseringsbegrensninger.*

*Bestemmelsen i norsk rett som innebærer at grensen på 35 prosent kun gjelder for stater som er part i EØS-avtalen, bør endres i tråd med UCITS-direktivet til også å omfatte "non-member states".*

#### Til punkt 2.4 Derivater

Gjeldende kapitalforvaltningsforskrift skiller mellom bruk av derivater til sikring og til 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 tryggende kursfastsettelse på derivatet.

FNH mener at det kan være vanskelig å skille derivatbruk ut i fra entydige formål, fordi derivatene ofte inngår i en helhetlig risikostyring og effektivisering av forvaltningen. Bestemmelsen om kapitalforvaltning i forsikringsvirksomhetsloven (fvl.) § 6-6, der det fremgår at eiendelene til enhver tid skal være plassert på en hensiktsmessig og tryggende måte sett i forhold til arten av forsikringsforpliktelsene, taler for at også risiko på passivasiden, og risiko knyttet til ulik løpetid på aktiva og passiva må kunne hensyntas i vurderingen av effekter og formål med derivatbruk.

Finansdepartementet ber i høringsbrevet spesielt om at høringsinstansene vurderer Finansdepartementets formulering av forskriftenes § 2-4 første ledd. FNH har ingen innvendinger mot departementets formulering, da denne kan sies å være mer presis enn forslaget fra Kredittilsynet.

*FNH støtter Kredittilsynets forslag om like regler for derivater for sikring og derivater for andre formål, og at kravene til kursfastsettelse gis en mer generell utforming.*

*FNH støtter Finansdepartementets formulering av forskriftenes § 2-4 første ledd.*



#### Til punkt 2. 5 Eiendom: Konserntintern gjeld

Eiendomsfond som skal kvalifisere som "eiendomsinvestering" i henhold til gjeldende kapitalforvaltningsforskrift § 3-2 første ledd nr. 14, opptar ikke lån for å finansiere sin virksomhet. Det er investorenes innskudd av selskapskapital i fondsselskapet som finansierer fondsselskapets eiendomsinvesteringer, og som dermed setter grenser for hvilke investeringer fondsselskapet kan gjøre.

Fondsselskapets selskapskapital vil igjen bli benyttet til å finansiere underliggende eiendomsinvesteringer som i dagens marked typisk er organisert som special purpose vehicle ("SPV") aksjeselskaper.

Forsikringsselskapene investerer således ikke i en struktur som opptar lån for å finansiere sine eiendomsinvesteringer, og eiendomskonsernet sett under ett kan etter vårt syn åpenbart ikke anses som en "gearet" investering<sup>1</sup>: Risikoen øker verken for investorene eller for eiendomsfondsselskapet ved at det ytes lån til heleide datterselskaper, som et alternativ til utelukkende å skyte inn egenkapital i disse selskapene. Tvert i mot kan det hevdes at den formelle risikoen til en viss grad reduseres, ettersom lån har prioritet foran aksjekapital i eventuell konkurs.

Det kan videre anføres at konserntinternt lån gir bedre fleksibilitet i form av kapitalflyt oppover til morselskapet, og derfra til investorene, enn hva som ville vært tilfellet dersom eiendoms-SPV-et kun var finansiert ved egenkapital skutt inn fra eiendomsfondet. Strukturen med konserntinterne lån er også den eneste strukturen som gir investorene i et eiendomsfond tilnærmet samme skattemessige behandling som investorene ville ha hatt ved investering i direkte eid fast eiendom eller heleide eiendomselskaper. En slik struktur bidrar derfor til å realisere formålet med de nye eiendomsaktivaklassene som ble innført 01.01. 2008, hvilket var å gi mindre forsikringsselskaper og pensjonskasser mulighet til reell diversifisering av sine eiendomsporteføljer.

Det vises for øvrig til at Kredittilsynet i sin fortolkningspraksis har lagt til grunn at ytelse av konserntinternt lån mellom eiendomsfond og eiendoms-SPV ikke innebærer at investorene i eiendomsfondet skal anses for å investere i "gearet" virksomhet.

På bakgrunn av ovennevnte foreligger det etter FNHs oppfatning ikke reelle grunner til å betrakte en eiendomsfondsstruktur med konserntinternt lån som beskrevet over, som "gearet" i henhold til fvl. §§ 6-1 og 6-2.

*FNH støtter Kredittilsynets forslag om å endre forskriften slik at det går klart fram at det er tillatt å plassere i selskaper med konserntintern gjeld.*

#### Til punkt 2. 6 Eiendom: Mellomliggende holdingselskap og selskapsorganisering

Tilsvarende som under punkt 2.5 om konserntinterne lån, foreligger det etter vår oppfatning ikke reelle grunner til ikke å tillate strukturering av eiendomsfond med mellomliggende heleid holdingselskap i strukturen mellom eiendomsfondet og eiendoms-SPV-ene.

Det vises også til at Kredittilsynet i sin fortolkningspraksis har lagt til grunn at ordlyden i Kapitalforvaltningsforskriften § 3-1 første ledd nr. 14 ikke er til hinder for klassifisering av

---

<sup>1</sup> Det følger av fast fortolkningspraksis knyttet til lov av 10. juni 2005 nr. 44 om forsikringsvirksomhet §§ 6-1 og 6-2 og forbudet mot at forsikringsselskaper driver forsikringsfremmed virksomhet, at forsikringsselskaper og pensjonskasser ikke kan oppta lån for å finansiere sin virksomhet. Dette refereres ofte til som "gearing-forbudet".

eiendomsfond med mellomliggende holdingselskap som "eiendomsinvestering" for forsikringsselskap og pensjonskasser.

Når det således ikke foreligger reelle grunner for en endring av praksis, bør forsikringsselskaper og pensjonskasser etter vårt syn i relasjon til de nevnte punkter stilles fritt til å strukturere sine eiendomsinvesteringer på den til enhver tid mest kostnadseffektive måte innenfor rammen av gjeldende selskapslovgivning, skatteregler og øvrig regelverk.

Dersom forskriftsutkastet ikke skulle bli vedtatt i samsvar med forslaget, og Kredittilsynet dermed må reversere sin fortolkningspraksis, vil eiendomsfond i fremtiden ikke kunne struktureres på den mest kostnadseffektive måte, sett fra investorenes side.

Eiendomsfond og eiendomsselskaper omfattet av gjeldende kapitalforvaltningsforskrift § 3-1 første ledd nr. 13 og 14 vil i så fall bli mindre attraktive som investeringsobjekter for forsikringsselskaper og pensjonskasser, ettersom direkte eid fast eiendom samt heleide eiendomsselskaper vil kunne gi investorene bedre risikojustert avkastning. Dette vil igjen kunne få som konsekvens at mindre forsikringsselskaper og pensjonskasser i praksis vil være satt tilbake til den situasjon de var i før 01.01.2008, og at innføringen av de nye aktivaklassene for investering i eiendomsselskaper og eiendomsfond vil miste sin praktiske betydning. Disse aktørene vil dermed få dårligere mulighet til diversifisering av sine eiendomsinvesteringer enn de store aktørene, hvilket ikke vil være i samsvar med forsikringstakernes interesser.

Et ytterligere argument for at Kredittilsynets forskriftsutkastet bør tas til følge, er det faktum at markedsaktørene lojalt har innrettet seg i henhold til Kredittilsynets entydige fortolkningspraksis av gjeldende kapitalforvaltningsforskrift. Dersom pågående og allerede foretatte investeringer skulle måtte reverseres som følge av endring av regelverket og praksis, vil dette måtte påregnes å påføre investorene økonomisk tap. Dette vil igjen skade forsikringstakernes interesser.

Når det gjelder investeringer i eiendomsselskap som er ansvarlig selskap, er FNH i tvil om det bør åpnes for denne selskapsformen. En mulig løsning kan være å tillate investeringer i slike selskaper dersom det gjøres i "singel purpose" ansvarlige selskap uten gjeld utover normal driftskreditt via et mellomliggende selskap med begrenset ansvar. Dersom et livsforsikringsselskap eier 100 prosent av et ansvarlig selskap, er denne strukturen unødvendig. Spørsmålet om deleie i slike selskapskonstruksjoner bør vurderes nærmere før det tas endelig standpunkt.

*FNH støtter Kredittilsynets forslag om å tillate flere mellomliggende holdingselskaper.*

*Når det gjelder investeringer i eiendomsselskap som er ansvarlig selskap, mener FNH at spørsmålet om deleie i slike selskapskonstruksjoner bør vurderes nærmere før det tas endelig standpunkt.*

#### Til punkt 2.8.1 Innledning

Kredittilsynet antyder i høringsnotatets innledning til punkt 2.8 at norske livsforsikringsselskaper vil kunne benytte infrastrukturinvesteringer som alternativ til lange obligasjoner for å redusere durasjonsgapet i porteføljen. Kredittilsynet presiserer selv under punkt 2.8.4.4 at dette med dagens regler kun vil gjelde eierskap til infrastruktur i form av

obligasjoner. Dette forutsetter at det tilordnes en grad av durasjon også i regnskapsmessig sammenheng på direkte eierskap og eventuelt på eierskap gjennom eierandeler.

FNH støtter i hovedsak Kredittilsynets analyse og beskrivelse av livsforsikringsselskapenes behov for å kunne investere i aktiva med lang durasjon, herunder infrastruktur. For norske livsforsikringsselskaper som opererer i et begrenset statsobligasjonsmarked er det avgjørende å få plass et regelverk som hensyntar durasjonseffekten av å investere i aktiva som repliserer statsobligasjonens egenskaper. Det er viktig at behandlingen av infrastruktur under det nye regelverket ikke gjør slike investeringer økonomisk uinteressante på grunn av høye kapitalkrav, jf. FNHs merknader til punkt 2.8.4.4.

For FNH er dette en meget viktig sak som snarest må følges opp av bransjen og tilsynsmyndighetene.

*FNH imøteser en dialog om problemstillingen knyttet til behandlingen av infrastrukturinvesteringer under Solvens II.*

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

Det er viktig for livsforsikringsselskapene å ha en mulighet til å foreta direkteinvesteringer. Selv om det i dag er vanskelig å identifisere offentlig infrastruktur som oppfyller kravene om at virksomheten ikke omfatter drift og belåning, kan dette endre seg over tid.

Etter Kredittilsynets vurdering vil det ikke være i strid med virksomhetsbegrensningen i fvl. § 6-1, dersom et livsforsikringsselskap har direkte eierskap i en infrastrukturvirksomhet så lenge rollen er begrenset til å være en passiv finansiell investor og hvor driften foretas for andres regning og risiko. En infrastrukturvirksomhet vil normalt ha en iboende risiko knyttet til bruk av infrastrukturen. Risiko kan delvis fjernes gjennom forsikringsordninger og kontraktsansvar, men virksomheten vil mer eller mindre alltid representere en viss økonomisk og teknisk risiko for en investor.

Dette bør ikke være til hinder for at livsforsikringsselskap kan foreta direkteinvesteringer i infrastruktur etter fvl. § 6-1. FNHs vurdering er at et livsforsikringsselskap vil være en passiv eier som investerer i infrastruktur for å oppnå en ønsket kontantstrømprofil som i størst mulig grad matcher selskapets forpliktelser.

*FNH støtter Kredittilsynets samlede vurdering av at fvl. § 6-1 ikke innebærer en uhensiktsmessig begrensning for livsforsikringsselskapers adgang til å foreta direkte investeringer i infrastrukturvirksomhet, men ser samtidig behov for en nærmere presisering av skille mellom aktivt og passivt eierskap til direkteinvesteringer i infrastruktur.*

#### Til punkt 2.8.4.2 Begrensninger i adgang til å eie aksjer i forsikringsfremmed virksomhet (indirekte eie)

I likhet med Kredittilsynet, mener FNH det synes klart at et forsikringsselskap kan eie mer enn 15 prosent av aksjene i et selskap som driver med virksomhet forsikringsselskapet selv kan drive, for eksempel selskaper som er medeier/finansiell investor i et infrastrukturprosjekt.

Kredittilsynet mener imidlertid at bestemmelsen i utgangspunktet vil være til hinder for at forsikringsselskaper eier mer enn 15 prosent av aksjene i et selskap som har ansvaret for drift av det aktuelle anlegget/installasjonen, siden Kredittilsynet anser dette å være forsikringsfremmed virksomhet.

FNH vil i denne forbindelse peke på at eierbegrensningen i fvl. § 6-2 på 15 prosent av aksjene i et selskap som eier og drifter en infrastrukturvirksomhet i enkelte sammenhenger kan innebære en lite fleksibel ramme for livsforsikringsselskapene. Det er vanskelig i Norge i dag å finne infrastrukturvirksomhet som skiller mellom eierskap og drift. Ved nedsalg av aksjer eller eiendeler i en infrastrukturvirksomhet vil det offentlige i visse sammenhenger kunne være interessert i at en privat samarbeidspartner eier mer enn 15 prosent av virksomheten.

I denne forbindelse kan det synes hensiktsmessig å vurdere å åpne for at livsforsikringsselskaper kan eie mer enn 15 prosent i infrastrukturvirksomhet hvor det ikke foreligger et klart skille mellom eierskap og drift. Herunder bør det også vurderes om det for indirekte eierskap i infrastrukturvirksomhet kan settes en høyere grense enn nevnte 15 prosent for eierskap uten at selskapet anses å være ansvarlig for driften.

Det er for øvrig en begrensning i gjeldende forståelse av forbudet mot forsikringsfremmed virksomhet at selskap der forsikringsselskapet eier mer enn 15 prosent ikke skal være belånt med ekstern gjeld. Dette er gjort gjeldende for forsikringsselskapers plasseringer i eiendomsselskaper, og FNH ser behov for ny vurdering av denne begrensningen når forsikringsselskapene skal investere i infrastruktur.

*FNH ber om at det vurderes å åpne for at livsforsikringsselskaper kan eie mer enn 15 prosent i infrastrukturvirksomhet der det ikke foreligger et klart skille mellom eierskap og drift.*

*FNH ber videre om at det vurderes om det for indirekte eierskap i infrastrukturvirksomhet kan settes en høyere grense enn 15 prosent for eierskap uten at selskapet anses å være ansvarlig for driften.*

*FNH ber også om at det tas skritt for vurdere nærmere å åpne for at livsforsikringsselskaper kan eie mer enn 15 prosent i infrastrukturvirksomhet som har ekstern gjeld.*

#### Til punkt 2.8.4.3 Kapitaldekning mv.

Vi noterer oss at Kredittilsynet anser at eiendeler i infrastrukturfond skal ha en risikovekt tilsvarende som for ordinær private equity, og mener dette er for høyt sammenlignet med den markedsmessige risiko slike aktiva representerer. De fleste selskap vil være svært forsiktige med å investere i aktiva med høy kapitalvekt, og dette kan således utgjøre en "vesentlig begrensning" for infrastrukturinvesteringer. FNH finner det derfor mest hensiktsmessig at investeringer i infrastrukturfond gis tilsvarende risikovekt som for fast eiendom.

*FNH ber om at i gjeldende kapitaldekningsregelverk vurderes å gi infrastrukturfond tilsvarende risikovekt som fast eiendom.*

#### Til punkt 2.8.4.4 Solvens II

Det er viktig å legge til rette for at infrastruktur investeringer vil være en attraktiv aktivaklasse også under nytt soliditetsregelverk. Dette innebærer at aktivaklassen ikke må gis en urettmessig streng behandling i kapitalkravsberegningen i forhold til den reelle risikoen slike investeringer representerer for selskapene. FNH mener det bør være mulig å behandle aksjeinvesteringer i infrastruktur som fast eiendom, og at det i tiden fremover må jobbes videre med hvordan lange kontantstrømmer fra slike investeringer kan hensyntas som lang durasjon.

FNH vil i denne forbindelse påpeke at de obligasjonslignende egenskapene til infrastrukturinvesteringer i form av langsiktig og stabil direkteavkastning, tilsier at slike eiendeler bør falle inn under det partielle kapitalkravet for eiendomsrisiko. Infrastrukturinvesteringer kan riktignok sies å være mindre likvide enn andre alternative investeringer, men dette må forutsettes ivaretatt gjennom forsvarlig likviditetsstyring fra selskapenes side.

Dersom det ikke gjøres lempninger for behandlingen av infrastrukturinvesteringer under Solvens II, vil dette kunne medføre at selskapene velger å prioritere investeringer i fast eiendom fremfor infrastruktur, selv om infrastrukturinvesteringer ville gitt en bedre balanse mellom selskapenes forpliktelser og eiendeler. Dette vil igjen kunne påvirke konkurransesituasjonen for norske livsforsikringsselskaper sammenlignet med utenlandske konkurrenter innenfor pensjonssparing, i og med at pensjonskasser i Europa i hovedsak ikke er underlagt samme solvensregelverk som livsforsikringsselskaper.

Etter FNHs vurdering vil det derfor være viktig både for bransjen og norske tilsynsmyndigheter å prioritere arbeidet med Solvens II overfor EU-kommisjonen og CEIOPS<sup>2</sup> i tiden fremover. FNH mener at det raskt bør tas et initiativ på tilsynsnivå for å samordne norske, danske og svenske synspunkter på disse utfordringene. FNH vil for sin del søke samarbeid med næringslivsorganisasjoner i de nevnte landene.

*FNH mener det er avgjørende at aksjeinvesteringer i infrastruktur blir likestilt med fast eiendom i Solvens II-regelverket, og ber om at det tas et initiativ på tilsynsnivå for å samordne norske, danske og svenske interesser knyttet til arbeidet med infrastrukturinvesteringer under Solvens II.*

#### Til punkt 2.8.4.5 Kapitalforvaltningsforskriftene

FNH ønsker å fremheve at innføring av en egen aktivaklasse for infrastruktur, på linje med fast eiendom, langt på vei er en forutsetning for at livsforsikringsselskaper skal ha mulighet til å investere i infrastruktur. Dersom Finansdepartementet velger å ikke etablere en egen aktivaklasse, vil investeringene i infrastruktur (som ikke er obligasjoner) falle inn under begrensninger for sekkeposten i nr. § 3-1 første ledd nr. 21, noe som vil gjøre at selskapenes investeringer i denne aktivaklassen vil bli begrenset.

*FNH støtter Kredittilsynets forslag om at infrastruktur etableres som en egen aktivaklasse, og at denne omfatter både direkte og indirekte plasseringer.*

#### Til punkt 2.8.5 Forslag til endringer i kapitalforvaltningsforskriften

##### *§ 1-2 nytt siste ledd:*

Forslaget til ny definisjon av infrastrukturinvesteringer oppfyller etter FNHs oppfatning kravene om forutberegnlighet, og nødvendig fleksibilitet når det gjelder selskapenes muligheter til å kunne investere i infrastruktur.

Det kan likevel være hensiktsmessig med en klargjøring av de enkelte elementene i definisjonen, blant annet knyttet til begrensningene for investeringer i virksomhet som er lånefinansiert. Dette fordi det vil kunne være vanskelig å finne infrastrukturvirksomhet i Norge som ikke er finansiert med lån. En mulig løsning kan være at det i definisjonen av infrastruktur stilles krav om at investeringen også *etter* belåningen må oppfylle kravet til

---

<sup>2</sup> Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS) er tilsynsmyndighetenes europeiske organ.

stabil og forutsigbar avkastning. En slik løsning understreker behovet for at det i definisjonen av infrastruktur gis en definisjon av volatiliteten til en investering.

I tillegg foreslår FNH at ordet "direkte" strykes i definisjonen i § 1-2 nytt siste ledd første setning, ettersom det er foreslått at det også skal kunne gjøres indirekte investeringer i infrastruktur.

§ 1-2 nytt siste ledd første setning bør således lyde:

*"Infrastrukturinvesteringer: 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:"*

FNH mener videre det ikke er nødvendig med en avgrensning mot fast eiendom i definisjonen, ettersom fast eiendom også bør kunne kvalifisere som infrastrukturinvestering (gitt at alle nødvendige forutsetninger er til stede).

Når det gjelder investering i infrastrukturfond (en portefølje av enkeltinvesteringer), vil det kunne være enkeltinvesteringer i fondet som er fast eiendom. Dette innebærer at et infrastrukturfond har valgt å ta fast eiendom inn i sin portefølje (dvs. at det oppfyller fondets krav til en slik investering). FNH mener dette bør være avgjørende for kategoriseringen, slik at fondet dermed kategoriseres som infrastruktur.

*FNH ber Kredittilsynet utarbeide nærmere retningslinjer med presiseringer av de enkelte elementene i definisjonen av infrastruktur.*

*FNH ber videre om at § 1-2 nytt siste ledd endres i tråd med ovennevnte forslag til ordlyd.*

*FNH ber i tillegg om at det i definisjonen av infrastruktur ikke inkluderes en avgrensning mot fast eiendom.*

*FNH ber også om at definisjonen av infrastruktur får anvendelse på enkelt investeringsnivå.*

*§ 3-1 første ledd nr. 7:*

FNH støtter ikke Kredittilsynets forslag om at andre former for sikkerhet ikke skal kunne likestilles med pantesikkerhet i infrastrukturen. Dersom det som i Kredittilsynets eksempel er aktuelt å yte lån til et infrastrukturprosjekt med sikkerhet i de betalingsstrømmer som er knyttet til prosjektet, mener FNH at slike betalingsstrømmer forutsetningsvis vil være langsiktige og stabile, og at sikkerheten i disse derfor vil gi en sikkerhet for investeringen på linje med tinglyst pantesikkerhet.

FNH foreslår på bakgrunn av dette at lån med "betryggende sikkerhet" i infrastrukturinvesteringer som nevnt i nr. 14a skal inngå i denne investeringsklassen (hvor det ikke oppstilles aggregerte begrensninger). Forslaget vil være i samsvar med våre EØS-forpliktelser, jf. direktiv 2002/83/EF artikkel 24 (1) d), som kun inneholder kvantitative begrensninger for plassering i usikrede ("unsecured") lån. Lån med betryggende sikkerhet behøver således ikke være underlagt kvantitative begrensninger.

*FNH ber om at det åpnes for å likestille andre former for sikkerhet med pantesikkerhet i infrastrukturen.*

*§ 3-1 første ledd nytt nr. 14a:*

FNH støtter i utgangspunktet Kredittilsynets forslag til nytt første ledd nr. 14a, der det åpnes for infrastrukturinvesteringer i foretak hvis virksomhet er begrenset til eie og/eller drift av infrastruktur.

Samtidig foreslår FNH følgende endringer i § 3-1 første ledd nytt nr 14 a, slik at det går klarere frem at infrastruktureksponering kan oppnås både gjennom direkte og gjennom indirekte eksponeringer:

*”14a. Direkte infrastrukturinvesteringer, indirekte infrastrukturinvesteringer gjennom fondsandeler, selskapsandeler, 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.”*

FNH vil i denne forbindelse peke på at det kan være problematisk å skille regulatorisk mellom eierskap og drift, ettersom det knapt finnes infrastrukturvirksomhet i Norge som ikke omfatter begge elementene. For eksempel vil norske energiselskaper normalt være organisert som holdingselskaper med datterselskaper som både eier fysiske eiendeler og drifter disse.

Når det gjelder spørsmålet knyttet til indirekte investeringer og lånefinansiering, er det som Kredittilsynet påpeker innført særskilte begrensninger for investeringer i eiendomsselskaper, jf. kapitalforvaltningsforskriften § 3-1 første ledd nr. 13 og 14.

Etter vår vurdering vil det derfor ved innføringen av infrastruktur som egen aktivaklasse være behov for å vurdere denne bestemmelsen nærmere, ettersom infrastrukturinvesteringer er virksomhet som det pga. et omfattende underliggende investeringsbehov og stabilitet i kontantstrømmer vil være hensiktsmessig at til en viss grad er lånefinansiert.

For øvrig vises til FNHs kommentarer til punkt 2.8.4.2 ovenfor.

*FNH støtter Kredittilsynets forslag til nytt første ledd nr. 14a, men foreslår enkelte presiseringer i ordlyden knyttet til skillet mellom direkte og indirekte infrastrukturinvesteringer.*

*FNH ber om at spørsmålet knyttet til indirekte investeringer og lånefinansiering vurderes nærmere ved innføringen av infrastruktur som egen aktivaklasse.*

*§ 3-1 tredje ledd (i forskrift om skadeforsikringsselskapers kapitalforvaltning):*

FNH viser her til høringsuttalelse 06.11.2009 fra Cefor, og Cefors forslag om at kravet om 80 prosent valutamatching ”til enhver tid” modereres i tråd med tilsvarende bestemmelse i den svenske kapitalforvaltningsforskriften § 6-2, der det heter at ”*et diräktförsäkringsbolag får dock utnyttja en rimlig anpassningstid för att undvika onödiga valutakursförluster*”.

*FNH støtter Cefors forslag om at kravet om 80 prosent valutamatching ”til enhver tid” bør modereres i tråd med tilsvarende bestemmelse i den svenske kapitalforvaltningsforskriften § 6-2.*

*§ 3-2 femte ledd annet punktum:*

Slik FNH har oppfattet dette, foreligger det ikke forslag om å oppheve bestemmelsen om at euro og norske kroner skal kunne regnes som valutaekvivalente når det gjelder investering i

visse objekter, men derimot kun en teknisk opprydding i hvilke objekter bestemmelsen gjelder. Det kan derfor synes som om det er en uoverensstemmelse mellom ordlyden i høringsnotatet s. 36 og forslaget til endring i forskriften s. 46.

*§ 3-3 og § 3-4:*

Særregelen for fast eiendom i kapitalforvaltningsforskriften § 3-4 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. Kredittilsynet anfører at direktiv 2002/83/EF artikkel 24 (1) a) ikke åpner for tilsvarende grense for infrastruktur. FNH mener det ikke er grunnlag for å ha en snevrere begrensning for infrastrukturinvesteringer enn for enkeltvise faste eiendommer og henviser til at infrastrukturinvesteringer kan sidestilles med "immovable-property rights" i EU-direktivet. Vi ønsker for øvrig å påpeke at også på dette område har Norge valgt å innføre strengere begrensninger enn det som følger av EU direktivet ved å ha 7 prosent grense kontra 10 prosent grense i EU-direktivet.

*FNH ber om at plasseringsbegrensningen for enkeltrisikoen knyttet til infrastruktur økes fra 4 prosent til 7 prosent.*

*§ 3-3 fjerde ledd nr 3:*

Kredittilsynet har ikke foreslått endringer til denne bestemmelsen. FNH mener at begrensningen for andeler i ett enkelt verdipapirfond eller lignende eiendeler omfattet av Kredittilsynets forslag til § 3-1 første ledd nr. 20 på 1 prosent av de forsikringsmessige avsetninger er unødig streng, ettersom aktivaklassen i utgangspunktet er begrenset. Det er videre uheldig at det settes en strammere sjablong for denne typen av investeringer, hvor det ofte ligger en grundigere undersøkelse av motpartsrisiko bak investeringen, enn for mer likvide eiendeler.

Videre vil FNH påpeke at markedsrisikoen knyttet til investeringer i fond ikke følger av hvor mange fond selskapet er eksponert mot, men av de enkelte fonds strategi. Særlig for mindre selskaper/pensjonskasser vil det kunne være hensiktsmessig å basere kapitalforvaltningen på plasseringer i verdipapirfond.

Ved å benytte indeksfond får selv mindre aktører en hensiktsmessig spredning på sine investeringer. En oppnår på den annen side intet ved å spre investeringene på flere indeksfond, men vil kunne få en vesentlig kostnadsøkning som følge av at en går glipp av ulike "kvantumsrabatter". For verdipapirfondsmarkedet som helhet vil bestemmelsen medføre økte kostnader som følge av at det opprettes flere parallelle fond i samme forvaltningsselskap.

FNH mener derfor begrensningen på 1 prosent av de forsikringsmessige avsetninger for andeler i ett enkelt verdipapirfond eller lignende eiendeler omfattet av Kredittilsynets forslag til § 3-1 første ledd nr. 20, bør erstattes av den generelle begrensningen på 4 prosent for enkeltplasseringer.

*FNH ber Finansdepartementet vurdere å øke grensen for investeringer i ett enkelt verdipapirfond eller lignende eiendeler omfattet av Kredittilsynets forslag til § 3-1 første ledd nr. 20, til 4 prosent.*



§ 3-5:

Denne bestemmelsen gir regler om lokalisering, der det i første ledd er angitt at "eiendeler som skal dekke forsikringsmessige avsetninger som består i EØS-området skal være tilstede i stat innenfor EØS-området".

Som omtalt i FNHs høringsuttalelse 30.10.2006 til ny kapitalforvaltningsforskrift, er kravene til norske forsikringsselskaper på dette området strengere enn det som gjelder i en del andre land. Utfallet av dette er bl.a. at norske forsikringsselskaper ikke kan investere i en del fondsprodukter som andre lands forsikringsselskaper har anledning til, som følge av at enkelte utenlandske fond ikke utsteder fysiske andelsbevis som kan deponeres i bank innenfor EØS-området, eller dennes underdepotmottager.

FNH mener derfor at kapitalforvaltningsforskriften bør justeres i henhold til de rammer som følger av det konsoliderte livsforsikringsdirektivet (2002/83/EC) artikkel 20 (3), slik at forsikringsselskaper på hensiktsmessige vilkår kan plassere midler i fast eiendom, eiendomsfond, hedge-fond, private equity-fond og bank utenfor EØS-området. En slik bestemmelse finnes allerede i det danske regelverket<sup>3</sup>:

*"For aktiver, der er lokalisert uden for de i stk. 1 nævnte lande, kan lokaliseringskravet anses for opfyldt, hvis forsikringsselskabet eller pensionskassen har sikret Finanstilsynet en adgang til at begrænse eller forbyde forsikringsselskabets eller pensionskassens frie rådighed over aktiverne med henblik på tilfælde, hvor Finanstilsynet måtte vurdere, at forsikringsselskabets eller pensionskassens økonomiske situation er ubetyggende."*

*FNH ber om at § 3-5 første ledd i gjeldende kapitalforvaltningsforskrift endres i tråd med ovennevnte bestemmelse fra dansk regelverk.*

#### Til punkt 2.9 Begrensning på 15 prosent eierandel i gjeldsfinansierte selskaper

Kredittilsynet tar i høringsnotatet opp spørsmålet om hvorvidt det bør gjøres unntak fra 15-prosent-begrensningen i fvl. § 6-2 første ledd første punktum for gjeldsfinansierte investeringsselskaper som driver verdipapirfondsvirksomhet. Kredittilsynet har under tvil kommet til at bestemmelsen bør anvendes for slike verdipapirfond, dvs. non UCITS-fond som ikke er tillatt markedsført i Norge. Kredittilsynet legger også til grunn det ikke kan gjøres investeringer allokert til kollektivporteføljen, dersom forsikringsselskapet (allokert til selskapsporteføljen) eier de resterende andelene.

FNH reiser spørsmål ved om en slik avgrensning/fortolkning av regelen er rimelig eller formålstjenelig, ettersom Kredittilsynets konklusjon vil medføre at hensiktsmessige plasseringsalternativer for kollektivporteføljen, som ikke er mer risikofylt enn det som tillates av ikke gjeldsfinansierte plasseringsalternativer, blir forbudt.

Med utgangspunkt i Kredittilsynets fortolkning vil et forsikringsselskap eller et pensjonsforetak kunne eie (allokert til kollektivporteføljen) mer enn 15 prosent av et verdipapirfond etablert i medhold av norsk verdipapirfondslovgivning, uavhengig av risikoprofil, mens det for verdipapirfond etablert i medhold av verdipapirfondslovgivningen i et annet EØS-land (når dette etter fondets/landets regler har anledning til å oppta gjeld), vil være avhengig av hvem som har etablert fondet: Et forsikringsselskap eller et pensjonsforetak

<sup>3</sup> Jf. § 8 stk. 4 i den danske "bekendtgørelse om kongruens og lokalisering 40 af 20/01/1999".

kan investere inntil 15 prosent (allokert til kollektivporteføljen) i et fond etablert av andre, mens det ikke kan eie noe (allokert til kollektivporteføljen) dersom forsikringsselskapet eller pensjonsforetaket har etablert fondet selv (og eier andelen allokert til selskapsporteføljen).

Det vil dermed være forskjell på fond etablert etter norsk verdipapirfondslovgivning og etter annen EØS-stats verdipapirlovgivning, og også forskjeller i muligheten til å eie identiske fond etablert etter samme regler innen EØS, avhengig av om det er forsikringsselskapet selv eller andre som eier de øvrige andelene ut over 15 prosent.

Det vil også være mindre restriksjoner på eie av fond etablert etter norsk verdipapirfondslovgivning, enn på eie av fond etablert etter en EØS-stats verdipapirfondslovgivning hvor fondet gis anledning til å lånefinansiere investeringene. Dette selv om markedsrisikoen i det fondet som lånefinansierer investeringene er vesentlig lavere enn hva som kan oppnås i et alminnelig aksjefond.

Et eksempel på en slik type verdipapirfond, som gir mulighet for hensiktsmessig diversifisering av risikoen i kollektivporteføljen men som vil rammes av forbudet, er markedsnøytrale aksjefond. Dette er aksjefond hvis verdi ikke svinger i takt med de alminnelige markedsprisene, men i stedet avhenger av forvalters evne til å skape verdier ved å påta seg eksponering i aksjer som får en positiv utvikling, og selge eksponering i aksjer som får en negativ utvikling. Aktiv risikostyring sørger videre for at fondet ikke får vesentlig eksponering mot uønskede risikofaktorer.

Denne type fond må i praksis ta opp lån i form av kontante midler og/eller aksjer for å kunne gjennomføre sin investeringsstrategi i markedet på en trygg og hensiktsmessig måte. Låneopptak gjøres for å kunne foreta samtidige kjøp og salg av eksponering, og ikke for å øke markedsrisikoen i fondet ut over det som et UCITS-fond har anledning til. På grunn av muligheten for låneopptak kan ikke slike fond etableres som UCITS-fond, og lovgivningen i Norge åpner heller ikke for etablering av slike non UCITS-fond her til lands. Forsikringsselskaper og pensjonsforetak er derfor henvist til å benytte fond opprettet i utlandet for å skaffe slik eksponering.

Verdipapirfondlovgivningen i andre EØS-land har velfungerende regelverk for slike fond som ivaretar investorbeskyttelse. Etter FNHs syn viser dette eksemplet at et forbud mot non UCITS-fond som kan oppta gjeld, er lite hensiktsmessig. Etter vårt syn er begrensningene i kapitalforvaltningsforskriften knyttet til størrelsen på eksponeringer til non UCITS-fond, i kombinasjon med definisjonen av verdipapirfond og reglene i forskriftens kapittel 2, den mest hensiktsmessige måte å begrense risikofylt eksponering av kollektivporteføljen på. En ekstra begrensning knyttet til verdipapirfond etablert etter annen EØS-stats verdipapirfondslovgivning synes således verken rimelig eller nødvendig.

Vi støtter derfor ikke Kredittilsynets vurdering av at tolkningspraksis og de hensyn som ligger til grunn for denne skal tilsi at fvl. § 6-2 første ledd første punktum bør gjøres gjeldende for investeringsselskaper som kan lånefinansiere sin virksomhet.

Vi støtter heller ikke Kredittilsynets forståelse av 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.

*FNH ber om at 15 prosentbegrensningen i fvl. § 6-2 første ledd første punktum ikke gjøres gjeldende for investeringselskaper selv om de kan ta opp lån.*

*FNH ber videre om at det åpnes for at en andel av eierandelene i slike selskaper, begrenset opp til 15 prosent av de eierandeler forsikringsselskapet sitter med, skal kunne allokere til kollektivporteføljen.*

#### Til punkt 2.10 Sammensetning av særskilt investeringsportefølje (internt fond)

FNH støtter at det gjøres endringer i reglene som angir hvilke aktiva som kan inngå i en særskilt investeringsvalgportefølje, men FNHs overordnede syn er at regelverket for investeringsvalgporteføljen bør bygge direkte på de krav som følger av EUs regulering. Det vises her til livsforsikringsdirektivet (direktiv 2002/83/EF) hvor det fremgår at investeringsporteføljer er unntatt fra spredningskravet i direktivets artikkel 22 og 24, jf artikkel 25 nr. 3 der kundene har avkastningsrisikoen. Det vises videre til at Finansdepartementet i forskriftens § 4-2 bare stiller krav til sammensetningen av investeringsporteføljer der selskapet bærer hele eller deler av avkastningsrisikoen.

Vi mener tilsvarende føringer må gjelde også for sammensetningen av særskilte investeringsporteføljer etter foretakspensjonsloven og innskuddspensjonsloven.

Livsforsikringsdirektivet artikkel 25 har allerede i seg en avveining av blant annet "kundevern hensyn" i sin regelutforming, jf. høringsnotatets punkt 2.10.3. FNH mener derfor krav til sammensetning av særskilte investeringsporteføljer etter foretakspensjonsloven og innskuddspensjonsloven kun kan gjelde der forsikringsselskapet eller pensjonsforetaket bærer hele eller deler av avkastningsrisikoen. For øvrig må sammensetningen av særskilte investeringsporteføljer skje ut fra de rammer og retningslinjer som forsikringsselskapet selv fastsetter for slike investeringsporteføljer, jf. at Solvens II-direktivet, slik Kredittilsynet selv påpeker, i prinsippet ikke åpner for kvantitative begrensninger eller regler om hvilke type eiendeler selskapet kan investere sine midler i.

For det tilfelle det innføres spredningskrav i forskriften til innskuddspensjonsloven og foretakspensjonsloven, mener vi det må være adgang til å plassere de samme aktivtypene både i kollektivporteføljen som i de særskilte investeringsporteføljer. Et større investeringsunivers vil gi kundene tilgang på flere risikoutjevne instrumenter og en bedre mulighet til å foreta optimale sammensetninger av kundenes porteføljer. Videre vil selskapenes kapitalforvaltning i betydelig grad kunne effektiviseres dersom investeringsuniverset i kollektivporteføljen og investeringsvalgporteføljen blir likt. Dette medfører at en kunde i kollektivporteføljen kan ha andel i det samme eiendomsutvalget som en kunde i investeringsvalgporteføljen.

Dersom Kredittilsynets forslag skal benyttes, påpeker vi at Kredittilsynet i rundskriv 7/1998 har uttalt (vår utheving): "*§ 6 nr. 9 omfatter all omsettelig eiendom som faktisk benyttes til bolig eller kontor/forretningslokaler, herunder kjøpesenter. Eiendommer av nevnte type under oppføring kan også plasseres under § 6 nr. 9. § 6 nr. 10 vil bl.a. omfatte hoteller og andre typer eiendommer som ikke faller inn under § 6 nr. 9.*"

Den nå opphevede kapitalforvaltningsforskriften fra 1997 § 6 nr. 9 og nr. 10 videreførte dagens forskrift § 3-1 første ledd nr. 11 og 12. Vi mener det er klart at et forsikringsselskap eiendeler av hoteller også må kunne inngå i en særskilt investeringsportefølje, slik at utkast til forskrift § 2a-1 første ledd nr. 4 i forskriften til innskuddspensjonsloven og § 5-1 første ledd

nr. 9 i forskriften til foretakspensjonslovens må utvides til (vår utheving): "*Omsettelig bolig og forretningseiendom, samt annen fast eiendom.*" I lys av samme betraktning må kapitalforvaltningsforskriftens § 3-1 første ledd nr. 13 utvides som følger (vår utheving): "[...]som nevnt i nr. 11 og 12".

FNH ønsker videre å påpeke at spredningskrav i henhold til verdipapirfondloven § 4-8 åttende ledd ikke bør gjøres gjeldende for særskilte investeringsvalgporteføljer. En investeringsportefølje kan bestå av kontanter, andeler i verdipapirfond (ingen begrensning på antall og spredning) og andeler i en særskilt investeringsvalgportefølje. Da det ikke er begrensninger på antall verdipapirfond eller spredningskrav til verdipapirfond i en portefølje som utelukkende består av slike fond, bør det etter vår mening heller ikke være begrensninger ved bruk av verdipapirfond i en særskilt investeringsportefølje, annet enn krav til forsvarlighet og likviditet.

På bakgrunn av dette foreslår FNH følgende tilføyelse til § 2a-1 andre ledd i forskriften til innskuddspensjonsloven og i § 5-1 andre ledd i forskriften til foretakspensjonsloven knyttet til tilfeller der forsikringsselskapet eller pensjonsforetaket bærer hele eller deler av avkastningsrisikoen: "*Bestemmelsene om risikospredning for verdipapirfond i verdipapirfondloven § 4-8 åttende ledd og § 4-9 første ledd nr. 3 får ikke anvendelse for særskilte investeringsporteføljer.*".

*FNH støtter at det gjøres endringer i reglene som angir hvilke aktiva som kan inngå i en særskilt investeringsvalgportefølje, men ber om at krav til sammensetning av særskilte investeringsporteføljer etter foretakspensjonsloven og innskuddspensjonsloven kun gjøres gjeldende for de tilfeller der forsikringsselskapet eller pensjonsforetaket bærer hele eller deler av avkastningsrisikoen.*

*FNH ber om at utkast til forskrift § 2a-1 første ledd nr. 4 i forskriften til innskuddspensjonsloven og § 5-1 første ledd nr. 9 til forskriften til foretakspensjonslovens nr. 4, samt kapitalforvaltningsforskriftens § 3-1 første ledd nr. 13, utvides til også å omfatte annen fast eiendom.*

*FNH ber videre om at Finansdepartementet vurderer ovennevnte forslag til presisering i § 2a-1 andre ledd i forskriften til innskuddspensjonsloven og i § 5-1 andre ledd i forskriften til foretakspensjonsloven.*

#### Til punkt 2.11 Usikrede unoterte obligasjonslån

I prinsippet er det vår holdning at begrensninger i EU-direktivet bør gjøres gjeldende med mindre det er en særnorsk begrunnelse for avviket. Et særnorsk trekk er at svært mange av de store og solide obligasjonsutstederne velger å notere utstedelser på det uregulerte Alternative Bond Market (ABM) fremfor på det regulerte markedet Oslo Børs. Det er flere obligasjoner notert på ABM enn Oslo Børs. Det tilsier at rammen for unoterte obligasjoner ikke bør være mindre enn rammen i EU-direktivet. Norske begrensninger mot en enkel motpart er allerede strengere enn EU kravet (henholdsvis 4 prosent og 5 prosent). Det bør være tilstrekkelig at maksimum motparteksponering er begrenset av kapitalforvaltningsforskriftens § 3-3 annet ledd uten at det er behov for en ytterligere regulering i forskriftens § 3-3 fjerde ledd nr. 4.

FNH støtter derfor Kredittilsynets forslag om å endre ordlyden for kategorien "usikrede lån" til "ikke-standardiserte usikrede lån". Vi er av den oppfatning at den foreslåtte ordlyden tydeliggjør at unoterte obligasjoner ikke omfattes av plasseringsbegrensningene i nevnte

kategori, men av plasseringsbegrensningene for aktivaklassen alternative investeringer ("sekkeposten").

*FNH støtter Kredittilsynets forslag om å endre ordlyden for kategorien "usikrede lån" til "ikke-standardiserte usikrede lån".*