

13. juli 1999

Til: Finansdepartementet

Fra: Kredittilsynet

---

## HØRINGSNOTAT: UTKAST TIL FORSKRIFT OM BRUK AV DERIVATER I FORSIKRING

### Innhold

1	Innledning .....	2
2	Bruk av derivater i forsikring .....	2
2.1	Innledning.....	3
2.2	Risikoreduksjon .....	3
2.3	Effektivisering .....	4
2.4	Gearing .....	5
2.5	Konklusjon .....	6
3	Erfaringer med norske forsikringsselskaper og pensjonskassers bruk av derivater.....	7
3.1	Generelt .....	7
3.2	Om pensjonskassers bruk av derivater.....	7
3.3	Om de store forsikringsselskapene .....	7
4	Om reglene om derivater mv. i forsikringsdirektivene og tilpasning av kapitalforvaltningreglene.....	8
5	Om behandling og synspunkter på bruk av derivater i forsikring i andre land innen EØS og OECD. ....	9
5.1	Forsikringskomiteens anbefaling av standard for tilsyn med forsikringsselskaper .....	9
5.2	Om kartlegging av regelverk, synspunkter mv. på derivathandel i OECD .....	10
5.3	Om kartlegging av regelverk, synspunkter mv. på derivathandel i EU .....	11
5.4	Om regelverket i Danmark, Sverige og Tyskland.....	11
6	Lov og forskriftsbestemmelser, veiledende tolkningsuttalelser og råd fra Kredittilsynet av betydning for forsikringsselskapers håndtering og bruk av derivater.....	13
6.1	Internkontrollforskriften av 5. april 1995 .....	13
6.2	Rundskriv 51/94 «Noen råd ved eventuell bruk av derivater» .....	14
6.3	Rundskriv 28/93 «Noen råd ved eventuell bruk av derivater» .....	14
7	Hvilke konkrete begrensninger på bruk av derivater generelt kan utledes av regelverket .....	14
7.1	Innledning.....	15
7.2	De grunnleggende vilkår .....	16
7.3	Begrensninger som følger av virksomhetsbegrensningsreglen og forsvarlighetskravet mv. ....	17
8	Nærmere kommentarer til de enkelte paragrafer i utkastet.....	22
8.1	§ 1 virkeområde.....	22
8.2	§ 2 alminnelige regler.....	22
8.3	§ 3 bruk av derivater til sikringsformål.....	23
8.4	§ 4 bruk av derivater til effektivisering.....	23
8.5	§ 5 udekkede posisjoner (short posisjoner) .....	24
8.6	§§ 6 til 9.....	24
9	Om hvorvidt forskriften vil virke konkurransevridende (konkurransemessige hensyn).....	24

## 1 Innledning

Bruk av derivater kan etter omstendighetene være risikopreget i den grad at virksomheten kan true et forsikringsselskaps eller en pensjonskasses soliditet, samtidig som bruk av derivater også kan bidra til en mer betryggende og mer kostnadseffektiv kapitalforvaltning. Det antas derfor at det vil være en fordel både for forsikringsselskapene, pensjonskassene og for Kredittilsynet som tilsynsetat om det bli gitt en egen forskrift på dette området.

Kredittilsynet har derfor utarbeidet et utkast til en forskrift til forsikringsvirksomhetsloven § 7-4 annet ledd jfr. med § 7-1 tredje ledd om bruk av derivater i forsikring. Forsikringsvirksomhetsloven § 7-4 første ledd setter i tråd med lovens § 7-1 opp et krav om at et forsikringsselskap skal sørge for en forsvarlig kapitalforvaltning. Lovens § 7-4 annet ledd inneholder en hjemmel for Kongen til å gi nærmere regler om kapitalforvaltningen. Det generelle krav til forsvarlig kapitalforvaltning kan ses på som en presisering av virksomhetsbegrensningsreglen i relasjon til forvaltningen av selskapets kapital. I følge § 7-1 tredje ledd kan Kongen gi nærmere regler om hva slags virksomhet forsikringsselskaper kan drive og gjøre generelle eller individuelle unntak fra bestemmelsen i første ledd. Videre følger det av § 1-1 annet ledd i loven at Kongen kan bestemme at forsikringsvirksomhetsloven helt eller delvis skal gjelde for pensjonskasser og kan gi nærmere regler om dette.

Både virksomhetsbegrensningsreglen og kravet til forsvarlig kapitalforvaltning fremstår som rettslige standarder. Utkastet til forskrift inneholder de begrensninger på forsikringsselskapenes og pensjonskassenes bruk av derivater som Kredittilsynet har utledet av kravet om forsvarlig kapitalforvaltning i forsikringsvirksomhetsloven § 7-4 første ledd første punktum, og virksomhetsbegrensningsreglene i lovens § 7-1.

Virksomhetsbegrensningsregelen og det alminnelige krav til forsvarlig kapitalforvaltning i forsikring er i pensjonskasseforskriften gjort tilsvarende gjeldende for pensjonskasser.

Utkastet til forskrift og de vurderinger og standpunkter som tas i dette notatet retter seg således både mot forsikringsselskaper og pensjonskasser.

Begrunnelsen for de tolkningsstandpunkter som er lagt til grunn i utkastet til forskrift er behandlet i kapitel 7 i dette notat.

## 2 Bruk av derivater i forsikring

## 2.1 Innledning

Forsikringsselskapene konkurrerer seg i mellom om å oppnå høyest mulig avkastning på forsikringstagernes midler. Samtidig konkurrerer de også med andre spareformer. Spørsmålet er om bruk av derivater i forbindelse med forvaltningen av forsikringstagernes midler er i forsikringstagernes interesse eller ikke. Man kan tenke seg at derivater i denne sammenheng benyttes i flere henseende:

- som sikring mot verdifall på den eksisterende porteføljen (risikoreduksjon),
- for å effektivisere kapitalforvaltningen,
- til "gearing" av selskapets eksponering (spekulasjon).

I de tilfeller hvor derivater benyttes til sikring mot uønskede verdifall på den eksisterende verdipapirporteføljen vil det kunne sies å være i forsikringstakernes interesse.

Likeledes må det kunne hevdes å være i deres interesse hvis selskapet gjennom bruk av derivater oppnår en effektivisering av kapitalforvaltningen. Effektiviseringen kan f.eks. være i form av at man oppnår samme avkastningsnivå, men til et lavere kostnadsnivå enn hvis derivater ikke ble benyttet.

Bruk av derivater for å "geare" selskapets eksponering kan gi forsikringstagerne høyere avkastning, men til en høyere risiko. Slik "gearing" vil kunne utsette selskapet for større risiko enn det kan bære. En slik bruk av derivater kan derfor ikke sies å være i forsikringstagernes interesse.

Nedenfor følger en mer detaljert gjennomgang av de mest sannsynlige formål et forsikringsselskap kan ha for bruk av derivater. De mest aktuelle derivatprodukter og sentrale risikofaktorer knyttet til investering i derivater er nærmere beskrevet i Kredittilsynets rundskriv nr 51/94.

## 2.2 Risikoreduksjon

Ett argument for å bruke derivater kan være et ønske om å *redusere risikoen* i den eksisterende porteføljen. For å oppnå en slik virkning må det være en viss grad av sammenheng mellom de verdipapirer som inngår i porteføljen og de derivater som benyttes. Ett eksempel kan være salg av terminer eller futures på papirer som selskapet har i sin portefølje, for derigjennom å sikre seg mot et eventuelt kursfall på disse papirene. Samtidig gir man naturligvis ifra seg muligheten for å tjene på en eventuell kursstigning på disse papirene. Det behøver ikke nødvendigvis å være en så direkte sammenheng mellom de derivater som benyttes og papirene i porteføljen som i dette eksemplet. Men, kravet for å karakterisere en derivatposisjon som risikoreduserende må være at derivatets underliggende i stor grad samvarierer med de deler av porteføljen som det er tenkt å skulle redusere risikoen på.

### *Eksempel på risikoreducerende bruk av derivater*

Vi tenker oss et selskap med en verdipapirportefølje bestående av aksjer og obligasjoner. (For enkelthets skyld ser vi i dette eksempelet på et selskap som kun har risiko på aktivasiden.) Selskapet er ikke tilfreds med den risikoen som porteføljen innebærer og ønsker å redusere denne. Selskapet kan velge flere strategier for å redusere risikoen i en slik portefølje, avhengig av hvilke ønsker og forventninger det har. Som omtalt ovenfor kan risikoen i porteføljen eksempelvis reduseres ved å selge deler av eller hele porteføljen på termin<sup>1</sup> (ved bruk av termin eller futures<sup>2</sup> kontrakter). En kan også tenke seg at selskapet kun ønsker å omfordele risikoen i porteføljen, f.eks. fra aksjer til mer eksponering i obligasjonsmarkedet, som normalt innebærer lavere risiko enn aksjer. En slik omfordeling kan selskapet naturligvis oppnå ved å selge aksjer og isteden kjøpe obligasjoner for midlene, men bruk av derivater kan også gi samme effekt. Selskapet kan eksempelvis selge aksjeindeksfutures og kjøpe rentefutures<sup>3</sup>, for dermed å redusere aksjeeksponeringen og øke renteeksponeringen, hvilket i sum kan medføre en risikoreduksjon for porteføljen som helhet.

## **2.3 Effektivisering**

Effektiv kapitalforvaltning relaterer seg til hvordan selskapet forvalter midlene for å gjennomføre den vedtatte investeringsstrategien. Når man skal måle hvorvidt et derivat bidrar til å redusere risikoen i porteføljen, vil det være relevant å sammenligne med en situasjon hvor selskapet ikke foretar seg noe for å redusere risikoen. Når man vil måle nytten av derivatbruken i forbindelse med *effektiviseringsmotivet*, må man imidlertid sammenligne med en alternativ fremgangsmåte som gir stort sett samme effekt men uten bruk av derivater. Det faktum at bruk av derivater øker risikoen i selskapets portefølje behøver ikke nødvendigvis å være i strid med effektiviseringstankegangen. Kan samme økning i risiko oppnås gjennom direkte handel i derivatenes underliggende verdipapir, betyr dette at selskapet effektiviserer sin forvaltning ved at kostnadene ved verdipapirforvaltningen reduseres. Bruk av derivater kan imidlertid også benyttes på en måte som gir en økning i porteføljerisikoen i forhold til den risiko selskapet ville kunne oppnå gjennom handel i de underliggende papirer, og en slik "gearing" av selskapets risiko er etter Kredittilsynets oppfatning ikke forenlig med motivet om effektivisering.

---

<sup>1</sup> Termin; en kontrakt om kjøp eller salg av et verdipapir til en fastsatt pris med levering på et bestemt tidspunkt som ligger framover i tid. Kontrakten innebærer en plikt både for kjøper og selger av produktet

<sup>2</sup> Futures er en avtale mellom to parter om å kjøpe eller selge et underliggende verdipapir til en bestemt pris på et tidspunkt som ligger i fremtiden. Risikomessig er terminer og futures svært like. Det er imidlertid vanlig med daglig avregning av resultater og daglig beregning av sikkerhetskrav for futures kontrakter i motsetning til for terminer. Årsaken er bl.a. at terminer oftest handles med banker som representerer en moderat motpartsrisiko.

<sup>3</sup> Det vises til fotnote nr 2. En rentefuture er et derivat hvor hvor kjøper av derivatet er forpliktet til å kjøpe de underliggende obligasjoner til en bestemt pris på et bestemt tidspunkt (periode) i fremtiden.

Kort sagt kan det sies slik at så snart selskapet, gjennom bruk av derivater, påtar seg høyere risiko enn det kunne ha gjort ved handel i underliggende papirer, så er det ikke lenger effektivisering av kapitalforvaltningen men "gearing".

### *Eksempel på bruk av derivater for å effektivisere kapitalforvaltningen*

Vi tenker oss et selskap med en veldiversifisert portefølje av aksjer (tilnærmet lik sammensetningen av OBX-aksjeindeks). Selskapet forventer imidlertid et betydelig fall i aksjekursene på Oslo Børs. For å redusere sin eksponering i aksjemarkedet umiddelbart (og samtidig minimere transaksjonskostnadene hvis selskapet skulle endre oppfatning) velger selskapet å selge aksjeindeksfutures på OBX-aksjeindeks med verdi tilnærmet som verdien av aksjene selskapet har i porteføljen. Forutsatt at verdien på selskapets aksjeportefølje endrer seg i takt med OBX-aksjeindeks så vil selskapet på denne måten oppnå samme risikoreduksjon som om det solgte hele aksjeporteføljen sin. Et alternativ til å selge aksjeindeksfutures<sup>4</sup> vil i dette tilfellet være å kjøpe put opsjoner<sup>5</sup> på OBX-aksjeindeks. En slik strategi ville også sikre mot et eventuelt kursfall, men samtidig gi mulighet for å få med seg en eventuell kursoppgang. Hvilken strategi selskapet velger vil avhenge av dets forventninger og kostnadene ved den enkelte strategi.

Et annet hyppig brukt eksempel på effektivisering i et internasjonalsert forsikringselskap som ønsker å spre renterisikoen på f.eks. to land vil være å selge norske rentefutures og kjøpe amerikanske rentefutures. Alternativet til bruk av derivater som nevnt vil være å selge norske obligasjoner, veksle midlene til USD, kjøpe amerikanske obligasjoner og deretter kursikre disse helt eller delvis mot valutarisiko. Det første alternativ vil være et enklere alternativ, muligvis billigere og behovet for valutasikring vil være mindre.

## **2.4 Gearing**

Det tredje hovedmotiv for å bruke derivater i kapitalforvaltningen vil være "gearing"; dvs. muligheten for å øke avkastningen gjennom å påta seg høyere risiko med samme mengde av midler. Gearing medfører således at selskapet med det formål å øke avkastningen ved bruk av derivater eksponerer seg for en høyere risiko i gitte markeder enn hva som ville vært mulig gjennom direkte handel i de underliggende papirene.

---

<sup>4</sup> Det vises til fotnote nr 2. Det underliggende "verdipapir" er i dette tilfelle en indeks og ikke et virkelig verdipapir.

<sup>5</sup> En opsjon kan kort defineres som en rett til å kjøpe eller selge noe til en fastsatt pris innen eller på et bestemt tidspunkt i fremtiden. Put opsjoner; dvs. salgsoptjoner som gir kjøperen retten til å selge de underliggende verdipapirer til innløsningskursen (en nærmere bestemt pris) innen bortfallsdagen (tidspunktet for opphør av rettigheter og plikter som følge av at opsjonen ikke benyttes).

### *Eksempel på bruk av derivater til "gearing"*

Vi tenker oss et selskap som har 1 mill. kroner som skal investeres. Selskapet ønsker å investere i rentepapirer og står overfor følgende valg. Selskapet kan enten kjøpe norske statsobligasjoner med lang løpetid (løpetid på 10 år eller mer) eller selskapet kan velge å kjøpe rentefutures<sup>6</sup> med de samme norske statsobligasjoner som underliggende verdipapir. Hvis selskapet velger å kjøpe obligasjoner for hele summen vil dets maksimale tap være lik investeringen på 1 mill. kroner. Velger selskapet med sikte på å oppnå høyere avkastning i stedet å kjøpe rentefutures for hele beløpet (dvs. benytte beløpet til margininnbetalingen for rentefutures'ene) så utsetter det seg for en mye høyere eksponering, og det maksimale tapet er ikke lenger 1 mill. kroner men 20 mill. kroner. (Det er her forutsatt at marginkravet er 5 pst.). Det er i begge tilfeller lite tenkelig at selskapet vil kunne tape hele investeringen, men forskjellen i teoretisk risikoeksponering illustrerer likevel i at det potensielle tap økes betydelig dersom renten og derved markedet utvikler seg i negativ retning i forhold til selskapets antagelser. En renteendring på 1-2 pst vil mao påføre selskapet et langt større tap dersom selskapet har utsatt seg for en (maksimal) eksponering som beskrevet over ved bruk av derivater. Fra praksis nevnes som illustrasjon at en kommunale pensjonskasse pådro seg et tap på 233 millioner kroner, til tross for at gjennomsnittlig obligasjonsbeholdning bare var på 251 millioner kroner, ved å ta store langsiktige posisjoner i renteterminer<sup>7</sup>, futures<sup>8</sup> og solgte salgsoptions<sup>9</sup> på obligasjoner. Det vises til et vedlegg til dette notat som illustrerer dette.

## **2.5 Konklusjon**

Det ovenstående viser at det i mange tilfeller kan være vanskelig å trekke et skille mellom hva som er risikoreduserende og hva som er effektiviserende bruk av derivater. Men, et slikt skille vil heller ikke være så interessant så lenge begge motiver er ansett som akseptable i forbindelse med forsikringsselskapers kapitalforvaltning.

Det vil imidlertid være mulig å trekke et skille mellom risikoreduserende/effektiviserende bruk av derivater og derivater brukt til "gearing", selv om dette også kan være vanskelig. De to første formene for derivatbruk må kunne sies å være akseptable, og i de fleste tilfeller til fordel for forsikringstakerne. Bruk av derivater til "gearing" er etter Kredittilsynets oppfatning derimot ikke i forsikringstakerne eller de forsikredes interesser og er således ikke akseptabelt i et forsikringsselskap.

---

<sup>6</sup> Det vises til fotnote nr 2. Ved kjøp av rentefutures er kjøper forpliktet til å kjøpe det underliggende verdipapir til en bestemt pris på et bestemt tidspunkt (periode) i fremtiden.

<sup>7</sup> Det vises til fotnote nr 1. Et derivat som innebærer en plikt både for kjøper og selger av produktet.

<sup>8</sup> Det vises til fotnote nr 2

<sup>9</sup> Det vises til fotnote nr 3 og 5. Utsteder eller selger av salgsoptionen er forpliktet til å kjøpe de underliggende verdipapirer til en nærmere bestemt pris (innløsningskursen) innen bortfallsdagen.

### 3 Erfaringer med norske forsikringsselskaper og pensjonskassers bruk av derivater

#### 3.1 Generelt

Hovedinntrykket basert på Kredittilsynets inspeksjoner de siste årene er at norske forsikringsselskaper og pensjonskasser benytter derivater i moderat grad og hovedsakelig med risikoreduksjon eller «effektivisering» som formål. Spesielt synes man å ha vært forsiktige med aksjederivater.

Det er lite statistikk over forsikringsselskapenes og pensjonskassenes derivathandel. Ut i fra kapitaldekningsoppgavene ble det imidlertid gjort følgende anslag i 1997:

*«Forsikringsselskapenes andel av totalt OTC<sup>10</sup> volum målt i brutto underliggende verdi utgjorde pr. 31. desember 1997 2,4 %. Totalbeløpet for forsikringsselskaper hadde likevel steget fra 8,4 mrd. kroner i 1991 til 84 mrd. kroner i 1997. Pensjonskasser er ikke inkludert i tallmaterialet».*

#### 3.2 Om pensjonskassers bruk av derivater

Etter Bærum kommunale pensjonskassers store tap er "derivat" blitt et meget negativt ladet ord for styrene i de fleste pensjonskasser, særlig de kommunale. De aller fleste pensjonskasser benytter derfor ikke derivater hverken til sikring eller posisjonering.

#### 3.3 Om de store forsikringsselskapene

Bruken av derivater er vanligvis ikke begrenset til sikringsforretninger. En ikke uvanlig strategiformulering er at derivathandelen skal bidra til å *sikre eller effektivisere finansforvaltningen*. Det er imidlertid ikke alle som har så klart formaliserte krav til hensikten med derivathandel.

De fleste forsikringsselskaper ønsker å diversifisere renterisikoen på flere lands rentenivå. Slik diversifisering kan enten gjøres ved å fordele verdipapirbeholdningen på flere land eller ved å holde den målsatte verdipapirbeholdning i hjemlandet og å kjøpe f.eks. futures i andre land. Fordi futures medfører mindre kontantutlegg og mindre valutarisiko (kun på marginbetalingen) kan dette ofte sies å effektivisere finansforvaltningen. Disse futureskontraktene kan isolert sett betraktes som posisjonering (spekulasjon). Posisjonering (spekulasjon) i derivater vil imidlertid i denne sammenheng kunne være effektiviserende når man tar hensyn til hvilken tilpasning

---

<sup>10</sup> Med OTC ("over the counter") menes derivater som **ikke** er standardiserte. Standardiserte derivater er de derivater som er børsnoterte.

forsikringsselskapet alternativt ville ha valgt. På bakgrunn av at posisjonering i derivater kan være effektiviserende synes det vanskelig å være totalt negativ til at forsikringsselskaper skal kunne benytte derivater på denne måte (altså ikke bare til sikring). Det vises til kapittel 2 foran.

Det er imidlertid også eksempler på posisjonering som vanskelig kan betegnes som effektiviserende. Dette gjelder posisjoner som ikke kunne vært tatt i de underliggende verdipapirer. Dette vil f.eks. gjelde kjøp av futures når det ikke er likviditetsmessig dekning for kjøp av underliggende verdipapir og ethvert salg av futures i en valuta der forsikringsselskapet ikke har verdipapirbeholdning. Disse eksemplene forekommer i praksis og reiser spørsmål i forhold til regelverket.

#### **4 Om reglene om derivater mv. i forsikringsdirektivene og tilpasning av kapitalforvaltningreglene**

Et forsikringsselskap med hovedsete innen EØS skal i henhold til forsikringsdirektivene til enhver tid ha eiendeler av en verdi om svarer til dets forsikringsmessige avsetninger, som er investert i samsvar med nasjonale regler utarbeidet og fastsatt i samsvar med artikkel 20 til 22 i Rdir. 92/49/EØF og Rdir. 92/96/EØF (tredje skadeforsikrings- og tredje livsforsikringsdirektiv). Investeringsreglene i artikkel 21 forstås av de fleste EU land slik at derivater ikke kan anvendes blant de eiendeler som skal dekke/sikre forsikringsforpliktelsene. Det stilles krav til derivater som brukes med tilknytning til de "bundne eiendelene". Det heter således i artikkel 21 nr 1 fjerde ledd bokstav iv)

*avledede instrumenter som opsjoner, futures og swaps i forbindelse med aktiva som dekker forsikringstekniske avsetninger kan anvendes i den utstrekning de bidrar til å redusere risikoen ved investeringer eller de gjør det mulig å forvalte forsikringsporteføljen på en effektiv måte. Disse instrumenter skal verdivurderes på et forsiktig grunnlag og kan tas i betraktning ved verdivurderingen av underliggende aktiva.*

Artikkel 26 punkt 1 og 2 i tredje skadeforsikringsdirektiv og de tilsvarende bestemmelser i tredje livsforsikringsdirektiv fastsetter at medlemsstatene ikke kan fastsette regler for valg av eiendeler utover de som dekker de forsikringstekniske/messige avsetninger og medlemslandene kan heller ikke begrense den frie råderett over slike eiendeler.

Som nevnt i kapittel 5 nedenfor er det ikke enighet innen EU om nevnte artikler i forsikringsdirektivene setter begrensninger på det enkelte lands adgang til å sette generelle begrensninger på forsikringsselskapers bruk av derivater. Nevnte regler har imidlertid ikke vært til hinder for at flere EU land har truffet tiltak med sikte på å avgrense faren for tap i forsikringsselskaper som følge av spekulasjonspreget derivathandel.



Etter Kredittilsynets oppfatning kan ikke direktivets forbud mot at medlemstatene fastsetter regler for valg av eiendeler utover dem som dekker de forsikringstekniske/messige avsetninger være til hinder for de regler som er foreslått i vedlagte utkast til forskrift bl.a. fordi investering av de frie midler i derivater utover de rammer utkastet til forskrift setter vil innebære risiko for tap langt utover verdien av de frie midler og således true selskapets soliditet. Kredittilsynet kan derfor heller ikke se at EF-domstolens avgjørelse i den såkalte Skandiasaken av 20. april 1999 i sak C-241/97 kan endre på dette. Domstolen har formulert seg slik at det fortsatt står åpent om direktivenes forbud mot regulering av de frie midler rammer bestemmelser som regulerer de frie midlene når den nasjonale regulering er en "reell" soliditetsbeskyttelsesregel.

Artikkel 21 nr 1 fjerde ledd bokstav iv) i tredje skadeforsikrings- og tredje livsforsikringsdirektiv er implementert i forskrift 23. april 1997 om forsikringsselskapers kapitalforvaltning gitt med hjemmel i forsikringsvirksomhetsloven § 7-4. Etter at forsikringsvirksomhetsloven § 7-4 med tilhørende forskrift er tilpasset ovennevnte artikler vedr. de "frie eiendeler" er det kravet til forsvarlig kapitalforvaltning i første ledd første punktum i § 7-4 sett i sammenheng med virksomhetsbegrensningsreglen i § 7-1 som er de sentrale bestemmelser ved vurdering av om forsikringsvirksomhetsloven med tilhørende forskrifter setter begrensninger på bruk av derivater i forsikring.

## **5 Om behandling og synspunkter på bruk av derivater i forsikring i andre land innen EØS og OECD.**

Både i EU, OECD og International Association of Insurance Supervisors (IAIS) har man søkt å kartlegge bruk av derivater i forsikring og myndighetenes håndtering og regulering av slik handel i forskjellige land.

### **5.1 Forsikringskomiteens anbefaling av standard for tilsyn med forsikringsselskaper**

Forsikringskomiteen vedtok i juli 1996 i forbindelse med sluttbehandlingen av sin komparativ undersøkelse en anbefaling (rekommandasjon) kalt "Codification of best practices on the supervision of derivatives". Komiteen gir i innledningen i sitt vedtak bl.a. uttrykk for at tilsynsmyndighetene bør være klar over potensielle risikoer forbundet med bruk av derivater slik som kredittrisiko, markedsrisiko, juridisk risiko, likviditetsrisiko og administrativ risiko (operasjonell risiko) og at tilsynsmyndighetene må føre nøye tilsyn med bruk av derivater i forsikring bl.a. hensyn tatt til gearing effekten av visse typer derivathandel.

Videre gir Forsikringskomiteen uttrykk for at praksis har vist at risiko forbundet med bruk av derivater relaterer seg mer til måten disse instrumenter er brukt og selskapenes styring og kontroll i denne sammenheng enn til instrumentene selv.

Innholdet i de vedtatte tilsynsprinsipper samsvarer i stor grad med det som tidligere er vedtatt i anbefalingen fra Basel /IOSCO Komiteen eller "the group of Thirty" og antas derfor å være dekket av Kredittilsynets rundskriv nr 51/94 "Noen råd ved eventuell bruk av derivater".

En relativt nyopprettet ekspertkomité i regi av International Association of Insurance Supervisors (IAIS) har også kartlagt tilsynet med og den rettslige regulering av bruk av derivater i forsikringsselskaper. En arbeidsgruppe under nevnte ekspertkomité har utarbeidet en tilsynsstandard for derivater. Innholdet i standarden dekkes i stor grad av rundskriv nr 51/94 "Noen råd ved eventuell bruk av derivater, samt § 4 i kapitalforvaltningsforskriften og Kredittilsynets forskrift 20. juni 1997 om klargjøring av kontrollansvar, dokumentasjon og bekreftelse av den interne kontroll (internkontrollforskriften (internkontrollforskriften)).

## **5.2 Om kartlegging av regelverk, synspunkter mv. på derivathandel i OECD**

En konklusjon i OECD's undersøkelse er at forsikringsselskaper hovedsakelig er "end-users" av derivater. Med dette menes at forsikringsselskaper i hovedsak bruker derivater til å oppnå bestemte formål som sikring, finansiering eller for å ta finansielle posisjoner som ledd i selskapets ordinære kapitalforvaltning.

De fleste OECD land er enig om beskrivelsen av de hovedtyper av derivater som brukes av forsikringsselskap, risikoer forbundet med bruk av disse derivatformer, nytteverdien av å sondre mellom forsikringsselskap som brukere (end-users) og som handleere (dealers) og sontringen mellom OTC derivater og børsnoterte transaksjoner.

Med bakgrunn i at bruk av derivater også har nytteverdi som ledd i forsikringsselskapers virksomhet (kapitalforvaltning) og at bruk av derivater således også kan være i forsikringstakernes interesse, er OECD medlemslandene generelt ikke innstilt på å legge til grunn at bruk av derivater ikke er forenlig med forsikringsvirksomhet. De fleste OECD land synes heller ikke å sette eksplisitte begrensninger på bruk av derivater i forsikring. Mange land tillater imidlertid bare visse typer derivater og/eller har regler som forbyr arbitragevirksomhet eller forbyr at selskapet tar udekkede derivatposisjoner. Endel land setter kapitalkrav knyttet til risiko forbundet med bruk av derivater.

Mange land setter krav til rapportering av derivathandel til selskapets ledelse og til tilsynsmyndigheten. Mange land ser nødvendigheten av å komme fram til klarere regnskapsregler og

utvidelse av revisors og selskapets aktuars ansvar og plikter, bl.a. gjelder dette revisors ansvar for kontroll med at selskapets strategi for risikostyring og internkontroll følges.

### 5.3 Om kartlegging av regelverk, synspunkter mv. på derivathandel i EU

Forsikringskomiteen i EU sluttbehandlet sin komparativ undersøkelse i juli 1996. Undersøkelsen tok sikte på å kartlegge tilsynsmessig og legislativ (lovmessig/rettslig) håndtering av bruk av derivater i forsikring inklusive tilsynsbaserte retningslinjer (guidelines) og grenser for bruk av derivater.

Det sondres i undersøkelsen mellom regelverk mv. som relateres til bruk av derivater i tilknytning til de eiendeler som skal dekke de forsikringsmessige avsetninger (de bundne eiendeler) og generelle reguleringsmessige og tilsynsmessige spørsmål.

Et felles trekk i stater som Tyskland, Danmark og Storbritannia er at de er opptatt av å motvirke at selskapene tar posisjoner gjennom såkalt udekkede posisjoner som innebærer at selskapet tar en ubegrenset risiko. Storbritannia og Irland har et kapitalkrav (avsetningskrav) som skal motvirke denne type risikotakning, mens stater som Tyskland, Sverige, Danmark, Italia og Frankrike har eller utleder rettslige begrensninger på forsikringsselskapers bruk av derivater.

### 5.4 Om regelverket i Danmark, Sverige og Tyskland

#### 5.4.1 Danmark

Finanstilsynet sendte i 1989 ut et rundskriv til ledelsen i de danske forsikringsselskaper. Rundskrivet, som fortsatt gjelder, inneholder en veiledning om anvendelse av finansielle instrumenter i forsikring. Rundskrivet er basert på en vurdering av i hvilken utstrekning forsikringsvirksomhetsloven tillater danske forsikringsselskaper å bruke forskjellige former for derivater.

I veiledning legges det til grunn at spekulasjonsforretning er i strid med virksomhetsbegrensningsregelen i § 6, jf § 6 a i lov om forsikringsvirksomhet. Denne lovbestemmelse tilsvarer § 7-1 i forsikringsvirksomhetsloven. Det blir i denne sammenheng understreket at de finansielle instrumenter derfor bare kan anvendes på en slik måte at det ikke er tale om spekulasjonsforretninger, men en forsvarlig formuesforvaltning.

En udekket forretning ble i utgangspunktet betegnet som en spekulasjonsforretning.

Det legges til grunn at utstedelse av call-opsjoner (bare) kan skje hvis det er tale om dekkede forretninger og at utstedelse av put-opsjoner kan skje hvis utstedelsen er ledd i arbitragevirksomhet, hvis utstedelsen har til formål å lukke et allerede inngått engasjement eller hvis utstedelsen skjer som ledd i en bevisst immuniseringsstrategi. Arbitragevirksomhet i futures og opsjoner i form av lukkede

posisjoner med henblikk på å utnytte konstaterbare kursforskjeller på forskjellige markeder blir imidlertid ikke karakterisert som spekulasjonsvirksomhet.

Det legges for øvrig til grunn at inngåelse av opsjons og futureskontrakter bare kan skje når det underliggende verdipapir (eiendel) eller de underliggende eiendeler (indeks) er eiendeler som selskapet for øvrig kan investere i da det motsatte ville gi muligheter for omgåelse av virksomhetsbegrensningsreglen.

Finanstilsynet understreker dessuten at forretninger i derivater er av en slik beskaffenhet at styret må fastsette klare retningslinjer for selskapets politikk for dette området herunder regler for den interne forretningsgang, attestasjons-, bokførings- og rapporteringsforhold.

#### 5.4.2 Sverige

Det følger direkte av forsikringsvirksomhetsloven i Sverige at bruk av derivater bare er tillatt for sikringsformål og som ledd i en effektiv porteføljevaltning forutsatt at derivatet ikke medfører en finansiell risiko som ikke er forenlig med en betryggende forsikringsvirksomhet.

Den aktuelle lovbestemmelsen lyder slik;

*Optioner och terminskontrakt eller andra liknande finansiella instrument får användas för att sänka den finansiella risken i ett försäkringsbolag och för att effektivisera förvaltningen av bolagets tillgångar.*

Derivater kan for øvrig ikke anvendes som eiendel til dekning av de forsikringstekniske avsetninger. Finansinspektionen har fullmakt til å gi forskrifter men har hittil ikke benyttet denne mulighet. Forsikringsselskapene er for øvrig underlagt en kvartalsrapportering av typen "stress-test" hvor selskapet bes om å beskrive hvilken innvirkning selskapets derivatkontrakter har på mulige negative kursutviklinger (kursscenarioer)

#### 5.4.3 Tyskland

Tysk forsikringslovgivning setter spesifikke begrensninger på forsikringsselskapers bruk av derivater i kapitalforvaltningen og som ledd i kjøp av andre selskaper. Bruk av derivater er tillatt i kapitalforvaltningen når bruken har som formål

1. å sikre risiko forbundet med utviklingen av renter eller pris på verdipapirer som selskapet besitter eller omsettelige verdipapirer som selskapet tar sikte på å kjøpe på et senere tidspunkt eller

2. å oppnå en meravkastning på omsettelige verdipapirer som selskapet besitter (eier) slik at muligheten for utilstrekkelig dekning av det tilknyttede verdipapir ikke kan forekomme på tidspunktet for oppfyllelse av derivatkontrakten

Det er antatt at det følger av lovens krav at bruk av derivater ikke er tillatt når formålet er ren arbitragevirksomhet. Under henvisning bla til at lovgivningen ikke gir svar på en rekke spørsmål har det tyske forsikringstilsyn sendt ut et detaljert rundskriv med bla nærmere fortolkning av lovbestemmelsene.

## **6 Lov og forskriftsbestemmelser, veiledende tolkningsuttalelser og råd fra Kredittilsynet av betydning for forsikringsselskapers håndtering og bruk av derivater**

De sentrale reglene av betydning for forsikringsselskapers og pensjonskassers kapitalforvaltning følger av aksjeloven, forsikringsvirksomhetsloven og forskrifter gitt i medhold av denne. Disse reglene gjelder også ved bruk av derivater.

### **6.1 Internkontrollforskriften av 5. april 1995**

Kredittilsynets forskrift 20. juni 1997 om klargjøring av kontrollansvar, dokumentasjon og bekreftelse av den interne kontroll (internkontrollforskriften) er inntatt i rundskriv nr. 18/97. Forskriften erstatter tilsvarende forskrift av 5. april 1995 som gjaldt for livsforsikringsselskaper og skadeforsikringsselskaper om klargjøring av kontrollansvar, dokumentasjon og bekreftelse av den interne kontroll. Forskriften er gitt med hjemmel i kredittilsynsloven § 4.

Kapittel 1 om kontrollansvar og kapittel 2 om dokumentasjon av den interne kontroll gir uttrykk for Kredittilsynets presiserende fortolkning av aksjelovens §§ 6-12 til 6-15. Til en viss grad vil internkontrollforskriften likevel innebære at det nå stilles nye krav til internkontroll. Dette gjelder særlig kravene til dokumentasjon. Forskriften er ikke gjort gjeldende for pensjonskasser.

De krav som er satt/presisert i internkontrollforskriften er svært relevante i tilknytning til bruk av derivater. Forskriftens hovedregler kan meget kortfattet beskrives slik:

1. Styret skal påse at den interne kontroll i selskapet er sikret i et tilstrekkelig omfang og på en systematisk måte, jf forskriftens § 1-1.
2. Daglig leder/administrerende direktør skal sørge for intern kontroll etter retningslinjer gitt av styret, jf forskriftens § 1-2.

3. Internkontrollforskriften setter krav til dokumentasjon av foreliggende kontrolltiltak, jf særlig forskriftens kap 2 og 3.

## **6.2 Rundskriv 51/94 «Noen råd ved eventuell bruk av derivater»**

Rundskrivet baserer seg i første rekke på kredittilsynslovens § 3 som fastsetter at Kredittilsynet skal se til at tilsynsenhetene driver betryggende virksomhet, men må til en viss grad ses i sammenheng med aksjelovens §§ 6-12 til 6-15 og det alminnelige krav til forsvarlig kapitalforvaltning i forsikringsvirksomhetsloven § 7-4. I rundskrivet er det stilt opp noen spesifikke krav til risikostyringssystemet som bør være oppfylt av institusjoner som driver derivatvirksomhet i «noe omfang».

Systemet skal bl.a.:

- dekke alle deler av foretakets eksponering og alle produkter,
- kunne angi hvilken risiko foretaket har til enhver tid,
- måle risikoutsatte posisjoner til markedsverdier og verdier utsatt for tap,
- gi mulighet til å utføre stress-tester på systemet isolert og på organiseringen av risikostyringsarbeidet,
- kunne gi aggregerte worst-case analyser som gjelder hele porteføljen til foretaket.

Det er videre angitt noen spesifikke krav til organiseringen av risikostyringsprosessen bl.a.:

- skille mellom det ledd som utøver derivathandelen, og det leddet som er ansvarlig for kontroll med handelen,
- kontrollleddet bør ha en kompetanse som gjør at de er i stand til å utøve reell kontroll, som i det vesentlige må bygge på uavhengige data,
- at det skal foreligge rutinebeskrivelser for alle deler av virksomheten, herunder hvem som har ansvaret ved fravær.

## **6.3 Rundskriv 28/93 «Noen råd ved eventuell bruk av derivater»**

I Kredittilsynets rundskriv nr 28/93 vedrørende regler om forvaltning av pensjonskassers midler ble det også lagt til grunn at kapitalforvaltningsregelverket setter visse begrensninger på pensjonskassers (og forsikringsselskapers) bruk av derivater.

## **7 Hvilke konkrete begrensninger på bruk av derivater generelt kan utledes av regelverket**

## 7.1 Innledning

Forsikringselskaper kan iht forsikringsvirksomhetsloven § 7-1 bare drive forsikringsvirksomhet og virksomhet som naturlig henger sammen med slik virksomhet.

Lovens § 7-1 første og tredje ledd lyder:

*Et forsikringselskap kan bare drive forsikringsvirksomhet og virksomhet som naturlig henger sammen med forsikringsvirksomheten.*

....

*Kongen kan gi nærmere regler om hva slags virksomhet forsikringselskaper kan drive, og gjøre generelle eller individuelle unntak fra bestemmelsen i første ledd.*

Forvaltning av selskapets oppsamlede kapital som følge av forsikringsvirksomhet er den mest typiske virksomhet i selskapet ved siden av risikoavdekning og annen forsikringsvirksomhet i snever forstand.

Erfaringer både i utlandet og her i landet har vist at bruk av derivater kan være meget risikopreget og kan true selskapets soliditet og det er etter Kredittilsynet syn derfor viktig å ta stilling til i hvilken utstrekning bruk av derivater er forenlig med virksomhets-begrensningsregelen i forsikringsvirksomhetsloven § 7-1.

Flere typiske former for derivatkontrakter inneholder et implisitt gjeldselement.

Virksomhetsbegrensningsregelen i forsikringsvirksomhetsloven § 7-1 er i henhold til fast tolkningspraksis og uttalelser i lovens forarbeider forstått slik at forsikringselskaper som hovedregel ikke kan øke sin forvaltningskapital ved å oppta lån..

Bruk av derivater vil på den annen side ofte være i forsikringstakernes og de forsikredes interesse. Ingen av medlemsstatene i EU/EØS, som har varierende syn på hva slags derivater som kan brukes av forsikringselskaper, har heller lagt til grunn at det foreligger absolutt motstrid mellom virksomhetsbegrensningsregelen i forsikringsdirektivene og bruk av derivater innen forsikring.

Kredittilsynet har på denne bakgrunn og med de forbehold som følger av de neste punktene, lagt til grunn at verken det gjeldselement som mange derivater inneholder eller den soliditetsrisiko som bruk av derivater kan være forbundet med, fører til at enhver bruk av derivater må anses i strid med forsikringsvirksomhetsloven. Hva angår de begrensninger Kredittilsynet antar må følge av virksomhetsbegrensningsregelen vises det spesielt til de som er behandlet under avsnittet om gearing nedenfor.

Som nevnt under punkt 4 i dette notat inneholder artikkel 26 punkt 1 og 2 i tredje skadeforsikringsdirektiv og de tilsvarende bestemmelser i tredje livsforsikringsdirektiv bestemmelser som fastsetter at medlemsstatene ikke kan fastsette regler for valg av aktiva utover de som dekker de forsikringstekniske/messige avsetninger og medlemslandene kan heller ikke begrense den frie råderett over slike eiendeler. Kredittilsynet antar at disse direktivbestemmelser ikke er til hinder for at en utleder begrensninger på bruk av derivater i relasjon til virksomhetsbegrensningsregelen. Det legges i denne sammenheng bla vekt på at dersom de såkalt "frie midler" fritt kan benyttes til kjøp av derivater vil den risiko som er forbundet med investeringer kunne forårsake tap langt utover verdien av de "frie" eiendeler. Begrensningene på bruk av derivater som ikke også knyttes til de "frie" eiendeler vil derfor ha svært begrenset nytteverdi. Det nevnes i denne sammenheng at forsikringsdirektivene inneholder tilsvarende virksomhetsbegrensningsregler som forsikringsvirksomhetsloven § 7-1 første ledd inneholder.

Kredittilsynet antar etter dette at derivathandel som går ut over de begrensninger som er satt i det følgende, ikke ligger innenfor virksomhet som naturlig henger sammen med forsikrings virksomheten.

## **7.2 De grunnleggende vilkår**

De grunnleggende vilkår for at bruk av derivater er forenlig med lovgivningen må være at selskapet har en godt utbygget porteføljestyring, og at styret sikrer seg at det foreligger tilstrekkelige kunnskaper om instrumentenes virkemåte og risikoegenskaper både i styret og i selskapets administrative ledelse (og administrasjon). Det må videre kreves at styret må ta stilling til den overordnede strategi for derivathandelen, herunder tilsiktet risikoprofil. Styret må ha fastsatt risikorammer og det må foreligge et tilfredsstillende opplegg for rapportering av risiko og internkontroll. Det bør forutsettes og kreves at pensjonskasser som gjør bruk av derivater i kapitalforvaltningen etterlever Kredittilsynets internkontrollforskrift og de bør også følge de råd som er gitt i rundskriv nr 51/94 vedrørende bruk av derivater. Dette bør også gjelde i relasjon til rene sikringsforretninger.

Forslag til bestemmelser som presiserer hvilke grunnleggende vilkår selskapet må oppfylle for å gjøre bruk av derivater er gitt i § 2 annet og tredje ledd i utkastet til forskrift. Internkontrollforskriften er i dag ikke gjort gjeldende for pensjonskasser og forslaget medfører derfor at denne forskrift gjøres gjeldende for de pensjonskasser som gjør bruk av derivater.



### 7.3 Begrensninger som følger av virksomhetsbegrensningsreglen og forsvarlighetskravet mv.

#### 7.3.1 Generelle vurderinger

I tråd med lovens § 7-1 setter § 7-4 første ledd opp et krav om at et forsikringsselskap skal sørge for en forsvarlig kapitalforvaltning. Det generelle krav til forsvarlig kapitalforvaltning kan ses på som en presisering av virksomhetsbegrensningsreglen i relasjon til forvaltningen av selskapets kapital.

Lovens § 7-4 første ledd lyder:

*Et forsikringsselskap skal sørge for en forsvarlig kapitalforvaltning. Et forsikringsselskap skal for å sikre oppfyllelse av dets forsikringsforpliktelser sørge for at eiendeler til dekning av de forsikringsmessige avsetninger til enhver tid er plassert på en hensiktsmessig og betryggende måte sett i forhold til arten av forsikringsforpliktelsene og hensynet til sikkerhet, risikospredning, likviditet og avkastning.*

Det må som nevnt kunne legges til grunn at det følger av det generelle krav til en forsvarlig kapitalforvaltning at et forsikringsselskap ikke har adgang til å drive spekulasjonspreget virksomhet og annen handel i derivater som gir uforholdsmessig høy risiko.

Spørsmålet om hvor grensen går mellom handel med derivater som støtter opp om selskapet i konkurransen om å kunne tilby best mulig (konkurransedyktige) forsikringsprodukter med høyest mulig avkastning for forsikringstakerne (og selskapets eiere), og virksomhet som må karakteriseres som uforsvarlig kapitalforvaltning må bero på et skjønn basert på de sentrale hensyn som ligger til grunn for virksomhetsbegrensningsregelen.

Kredittilsynet har kommet fram til følgende generelle fortolkning med hensyn til hvilke begrensninger som må utledes av forsikringsvirksomhetslovens §§ 7-1 og 7-4 første ledd første punktum. Det presiseres at det som er sagt i det følgende også gjelder for indeksrelaterte derivater. Fortolkningen er ikke uttømmende.

#### 7.3.2 Formålet med handelen

Det må kunne utledes av lovens § 7-4 første ledd første punktum sammenholdt med § 7-1 at formålet med selskapets derivathandel må være å gjøre forvaltningen av verdipapir-porteføljen mer effektiv eller betryggende.

Forslag til bestemmelser som presiserer dette er gitt i § 2 første ledd i utkastet til forskrift

### 7.3.3 Bruk av derivater til sikringsformål

Derivater kan anvendes til sikring av verdipapirporteføljen mot framtidige kurssvingninger. Forutsetningen for å kunne karakterisere en derivatposisjon som risikoreducerende må være at derivatets underliggende i stor grad samvarierer med de deler av porteføljen som det er tenkt å skulle redusere risikoen på (negativ korrelasjon mellom verdien på derivatet og verdien på det som sikres).

Forslag til bestemmelser som presiserer dette er gitt i § 3 i utkastet til forskrift

### 7.3.4 Bruk av derivater til effektivisering

Bruk av derivater kan bidra til å øke avkastningen på eksisterende verdipapirportefølje. Kredittilsynet vil anta at bruk av derivater til å redusere kostnader f.eks. ved å bruke derivater som substitutt for investeringer i de underliggende verdipapirer på visse vilkår må være forenlig med det alminnelige krav til forsvarlig kapitalforvaltning.

Avkastningen er en viktig konkurranseparameter både i forsikring og sparemarkedet som livsforsikringsselskapene også må sies å operere i. Bruk av derivater til å "effektivisere" verdipapirforvaltningen synes å være akseptert i de fleste land, herunder Danmark som har et regelverk som avviker lite fra det norske. Forutsetningen i Danmark er at forsikringsselskaper ikke kan sies å drive "spekulasjonspreget" virksomhet ved bruk av derivater.

Forslag til bestemmelser som presiserer grunnvilkårene for at selskapets bruk av derivater kan anses som effektivisering og ikke som "gearing" av risiko i strid med lovens §§ 7-1 og 7-4 er gitt i § 4 i utkastet til forskrift

### 7.3.5 Arbitragevirksomhet

Arbitragevirksomhet synes å være akseptert som lovlig i Danmark. I Tyskland og Frankrike anses derimot ikke slik virksomhet som lovlig. Konklusjonen i OECD's undersøkelse er som nevnt i kapittel 5 at forsikringsselskaper hovedsakelig er "end-users" av derivater. Med dette menes at forsikringsselskaper i hovedsak bruker derivater til å oppnå bestemte formål som sikring, finansiering eller for å ta finansielle posisjoner som ledd i selskapets ordinære kapitalforvaltning.

Det stilles spørsmål ved om handel med derivater som har som formål (tar sikte på) å utnytte kursforskjeller i ulike markeder (arbitragehandel) er virksomhet som kan sies å henge naturlig sammen med forsikringsvirksomhet, jfr forsikringsvirksomhetsloven § 7-1.

Det må legges til grunn at arbitragevirksomhet, i likhet med annen bruk av derivater, er forbundet med ikke ubetydelige risikoer som oppgjørslisiko, kredittrisiko og administrativ risiko samtidig som arbitragevirksomhet ikke knytter seg til forvaltningen av selskapets midler.

Hvis arbitragehandelen i selskapet har et omfang som gjør at den må karakteriseres som et særskilt forretningsområdet i selskapet synes denne virksomhet under enhver omstendighet ikke forenlig med virksomhetsbegrensingsreglen. På den annen side tilsier reelle hensyn at virksomhetsbegrensingsreglen ikke vil være til hinder for at selskap, som for øvrig benytter derivater, i enkeltstående tilfelle tar posisjoner med sikte på å utnytte slike fordeler når vilkårene for øvrig er oppfylt.

Kredittilsynet har derfor lagt til grunn i vedlagte utkast til forskrift at handel med derivater som har som formål (tar sikte på) å utnytte kursforskjeller i ulike markeder, normalt ikke vil være virksomhet som kan sies å henge naturlig sammen med forsikringsvirksomhet, jfr forsikringsvirksomhetsloven § 7-1. Denne fortolkning synes å være i samsvar med de grunnleggende hensyn som ligger bak virksomhetsbegrensings-regelen i forsikringsvirksomhetslovens § 7-1.

Forslag til bestemmelser om arbitrasjevirkosomhet er gitt i § 3 i utkastet til forskrift. Det foreslås en bestemmelse om at slik virksomhet bare kan foretas i særlige tilfeller.

### 7.3.6 Om gearing

Bruk av derivater vil kunne sette selskapet i stand til å foreta en langt større "investering" i verdipapirmarkedet enn det selskapet hadde vært i stand til ved å investere i de underliggende verdipapirer. Selskapet kan således øke sin avkastning av den investerte kapital vesentlig. På den annen side vil en slik bruk av derivater kunne utsette selskapet for en uforholdsmessig stor (samlet) markeds- og kredittrisiko sett i forhold til den investerte forvaltningskapitalen (gearing). Med gearing menes m.a.o. her at selskapet, gjennom bruk av derivater, påtar seg høyere risiko enn det kunne ha gjort ved handel i underliggende papirer.

Det må antas at virksomhetsbegrensingsregelen og lovens krav til en forsvarlig kapitalforvaltning er til hinder for at et selskap gjennom gearing utsetter selskapet for en større (samlet) markeds- og

kredittrisiko sett i forhold til forvaltningskapitalen (gearing) enn det selskapet kunne ha gjort ved handel i underliggende papirer.

Bruk av derivater med formål å øke posisjoner kan i relasjon til lovens § 7-4 første ledd første punktum jfr § 7-1 derfor bare aksepteres dersom selskapet holder tilbake de kapitalutlegg som spares ved å benytte derivater som substitutt for underliggende verdipapirer, og plasserer disse midlene i eiendeler med høy likviditet og lav risiko. Eventuelle posisjoner som tas må heller aldri være større enn at de til enhver tid kan gjøres opp uten å true selskapets soliditets- eller likviditetssituasjon.

Hvilke plasseringer som oppfyller forutsetningene i kravet til høy likviditet og lav risiko bør i i første hånd overlates til selskapenes ansvar. Bankinnskudd, banksertifikater ol. samt rentebærende verdipapirer med god rating og kort gjenværende løpetid som statssertifikater og lignende instrumenter vil under normale markedsforhold kunne anses som investeringer med høy likviditet og lav risiko. Selskapet må imidlertid foreta en konkret vurdering til enhver tid av om vedkommende verdipapir oppfyller nevnte krav til høy likviditet og lav risiko. Eventuelle posisjoner som tas må heller aldri være større enn at de underliggende verdipapir til enhver tid kunne vært gjort opp uten å true selskapets soliditets- eller likviditetssituasjon.

De bestemmelser i utkastet som tar sikte på å motvirke bruk av derivater som innebærer gearing av risiko er gitt i §§ 2 første ledd og 4. Det vises for øvrig til det som er sagt om bruk av derivater til effektivisering foran.

### 7.3.7 Flere begrensninger som følger av forsvarlighetskravet mv.

Det må også kunne utledes visse øvrige begrensninger av kravet til forsvarlig kapitalforvaltning (og virksomhetsbegrensningsreglen) på hva slags derivatbruk forsikringsselskaper og pensjonskasser kan foreta.

#### *Om udekkete posisjoner (short posisjoner)*

Kredittilsynet vil anta at utstedelse av kjøpsopsjon og salg på termin ikke kan finne sted uten at selskapet allerede disponerer det underliggende instrument /valutabeløpet. Alternativt må selskapet disponere instrument/valuta/portefølje som i stor grad samvarierer med derivatets underliggende instrument/valuta/portefølje. Dersom selskapet ikke disponerer det underliggende verdipapirer som nevnt, innebærer bruk av denne type derivater at selskapet tar en ubegrenset risiko og en slik ubegrenset risiko kan ikke anses å være i samsvar med kravet om forsvarlig kapitalforvaltning.

Forslag til bestemmelser som presiserer disse krav er gitt i § 5 i utkastet til forskrift

### *Valutaderivater*

Kredittilsynet antar at valutaderivater bare kan brukes dersom formålet er valutasikring. Dette ble også lagt til grunn i rundskriv nr 28/93 om forvaltning av pensjonskassers midler.

Annen handel med valutaderivater kan vanskelig ses som et naturlig ledd i kapitalforvaltningen eller virksomheten for øvrig og innebærer dessuten såvidt høy grad av risiko at slik handel må anses å stå i strid med kravet om at et forsikringsselskap skal sørge for en forsvarlig kapitalforvaltning i lovens § 7-4 første ledd, jfr lovens § 7-1.

Forslag til bestemmelser som presiserer at valutaderivater bare kan brukes dersom formålet er valutasikring er gitt i § 5 i utkastet til forskrift

### *Forholdet til virksomhetsbegrensingsregelen og øvrige begrensingsregler*

Kredittilsynet vil anta at handel med derivater bare kan skje når selskapet ellers har adgang til å plassere i det underliggende verdipapir eller gruppe av verdipapirer (indeks). Det ble således lagt til grunn i rundskriv nr 28/93 om forvaltning av pensjonskassers midler at kjøp av kjøpsopsjoner og terminer samt utstedelse av salgsoptions skal likestilles med at selskapet kjøper det verdipapir opsjonen eller terminen er knyttet til, i relasjon til begrensingsreglene for øvrig i kapitalforvaltningsregelverket.

De regler som begrenser selskapets investering i derivater i gjeldende regelverk vil være forsikringsvirksomhetsloven §§ 7-1 og 7-2 og eventuelt det generelle forsvarlighetskrav til samlet engasjement med en enkelt kunde i finansieringsvirksomhetslovens § 2-10 første ledd.

Forslag til bestemmelser som presiserer at bruk av derivater bare kan skje når selskapet ellers har adgang til å plassere i det underliggende verdipapir eller gruppe av verdipapirer (indeks) er gitt i § 2 fjerde ledd i utkastet til forskrift

Et annet spørsmål er hvorledes selskapet ved anvendelse av nevnte begrensingsregler skal beregne verdien av derivatet. Kredittilsynet har kommet til at prinsippet om full likestilling av derivat og underliggende verdipapir som er lagt til grunn i rundskriv nr 28/93 bør videreføres. Et alternativ som kunne vært aktuelt er å akseptere at selskapet i relasjon til begrensingsreglene for opsjoner kan ta høyde for sannsynligheten for at opsjonen faktisk blir utøvd (benyttet), dvs at verdien på de underliggende verdipapirer multipliseres med opsjonens deltaverdi. Anvendelse av et slikt prinsipp synes imidlertid uforholdsmessig kompliserende i praksis.

### *Om derivater på underliggende unoterte verdipapirer*

I rundskriv nr 28/93 ble det med bakgrunn i det alminnelige krav til likviditet lagt til grunn at det bare kan benyttes derivater på verdipapirer eller en gruppe av verdipapirer (indeks) som noteres på børs eller som blir regelmessig notert på annen måte.

Kredittilsynet har vurdert dette kravet i relasjon kravet til forsvarlig kapitalforvaltning i lovens § 7-4 første ledd. Det antas at det vil føre for langt å legge til grunn et generelt forbud mot bruk av derivater som baserer seg på underliggende verdipapirer som ikke er noterte.

Kredittilsynet bør likevel gi uttrykk for at selskaper normalt bare bør benytte derivater på underliggende verdipapirer eller underliggende gruppe av verdipapirer (indeks) som noteres på børs eller som blir regelmessig notert på annen måte.

Forslag til bestemmelser om bruk av derivater der de underliggende verdipapir ikke er notert på børs er gitt i § 7 i utkastet til forskrift. Det foreslås en bestemmelse om at bruk av slike derivater bare kan finne sted i særlige tilfeller.

### *Om råvarederivater*

Kredittilsynet er ikke kjent med at norske forsikringsselskaper har brukt såkalte råvarederivater som plasseringsalternativ, men spørsmålet om dette vil være i strid med virksomhetsbegrensningsreglen har vært reist. Slik Kredittilsynet ser det vil investeringer i råvarederivater komme i konflikt med virksomhetsbegrensningsreglen fordi direkte investeringer i vedkommende råvare/objekt normalt vil få karakter av næringsvirksomhet og/eller spekulasjon. Denne type virksomhet bør derfor i utgangspunktet anses å være i strid med lovens § 7-1. Det vises til § 9 i utkastet til forskrift.

## **8 Nærmere kommentarer til de enkelte paragrafer i utkastet**

### **8.1 § 1 virkeområde**

Utkastet er avgrenset til å gjelde bruk av derivater i kapitalforvaltningen. Når det gjelder bruk av derivater ved oppkjøp av selskaper vises det til Banklovkomisjonens beskrivelse av gjeldende rett på side 109 punkt 8.7.3. i NOU 1998:14.

### **8.2 § 2 alminnelige regler**

En grundig etterlevelse av internkontrollforskriften er særdeles viktig ved bruk av derivater. Internkontrollforskriften gjelder imidlertid ikke for pensjonskasser. Det er derfor fastsatt i § 2 at internkontrollforskriften skal gjelde for pensjonskasser som gjør bruk av derivater. Hjemlen for å

gjøre internkontrollforskriften delvis gjeldende for pensjonskasser som bruker derivater er for øvrig § 4 jfr § 1 i tilsynsloven.

Forslaget innebærer at pensjonskassen som vil gjøre bruk av derivater må følge de regler som er gitt i internkontrollforskriften i kapitalforvaltningen. Forslaget innebærer ikke internkontrollforskriften skal gjelde for den øvrige del av virksomheten til pensjonskasser, selv om pensjonskasser etter Kredittilsynet bør følge internkontrollforskriften så langt den passer også i den øvrige del av virksomheten.

### **8.3 § 3 bruk av derivater til sikringsformål**

Denne paragraf gjelder bruk av derivater til sikringsformål. Til grunn for bestemmelsen i utkastet om krav til samvariasjon ligger en forutsetning om at derivatets underliggende verdipapir (instrument/portefølje/valuta) og de verdipapirer (instrument/portefølje/valuta) derivatet skal sikre må ha klare likhetstrekk for at en kan si at det foreligger en sikringsforretning.

Det vises for øvrig til det som er sagt om dette under kapitel 2 punkt 2.2 og kapitel 7.

### **8.4 § 4 bruk av derivater til effektivisering**

Som påpekt i kapitel 2 kan kostnadene forbundet med investering i derivater være vesentlig lavere enn hva kostnadene forbundet med kjøp av de ”samme” underliggende verdipapirer ville vært. Bruk av derivater gir dessuten økt mulighet både for risikoreduksjon og risikoøkning. Potensialet for risikoøkning har bl.a. sammenheng med muligheten for å benytte derivat markedene til å gå ut over de naturlige begrensninger som ligger i et selskaps disponible kapital.

Kapitalutlegget i forbindelse med inngåelse av derivatkontrakter er ofte beskjedent, selv om tilgodehavende og forpliktelse som disse kontrakter medføres er de samme som ved direkte plassering i de underliggende markeder. Ved bruk av derivatmarkedene i forhold til de underliggende markeder for finansielle instrumenter er det derfor mulig å oppnå en flerdobling av både markedsrisiko og kreditt/oppgjøringsrisiko pr. investert krone dvs en flerdobling av risiko i forhold til å investere i de underliggende verdipapirer (gearing). Hvor stort tapspotensial ved gearing av risikoen på denne måte kan innebære i verste fall er forsøkt beskrevet i et eksempel i eget vedlegg til dette høringsnotat.

Det vises for øvrig til det som sagt om dette tema i kapitel 2 og i kapitel 7. I avsnittet om gearing i kapitel 7 er det bl.a. gitt en nærmere redegjørelse for hvilke typer plasseringer som i utgangspunktet er relevante i avgjørelsen av hva selskapet har av ”ledig likviditet” i relasjon til § 4.

## 8.5 § 5 udekkede posisjoner (short posisjoner)

Hva angår kravet til samvariasjon i § 5 vises det til merknaden til § 3 over, det som er sagt om risikoen forbundet med det å ta udekkede posisjoner i kapitel 7 og de eksempler som er beskrevet i kapitel 2 om bruk av derivater til henholdsvis risikoreduksjon og effektivisering.

## 8.6 §§ 6 til 9

Kravet om at derivater på unoterte underliggende verdipapirer (evt indeks) bare kan benyttes i særlige tilfelle skal ikke være til hinder for at forsikringsselskaper kan anvende renteswapper og lignende som ikke innebærer risikoøkning på selskapets hånd.

Begrunnelsen for de bestemmelser som er gitt i § 6 til 9 er for øvrig gitt i kapitel 7.

## 9 Om hvorvidt forskriften vil virke konkurransevridende (konkurransmessige hensyn)

Et spørsmål som bør vurderes er om forslaget til forskrift vil virke (urimelig) konkurransevridende for norske forsikringsselskaper sett i forhold til de rammebetingelser forsikringsselskaper med hovedsete i andre EØS stater er underlagt.

Det vil fremgå av kapitel 5 at de kartlegginger som er foretatt internasjonalt av rettslige rammebetingelser i forsikring på dette området avdekker at det ikke finnes en felles eller likeartet tilnærming til spørsmålet om og i hvilken utstrekning bruk av derivater er forenlig med forsikringsselskapers virksomhet. Det er heller ingen felles forståelse av hvilke begrensninger virksomhetsbegrensningsreglen i forsikring innebærer på bruk av derivater.

Kredittilsynet har tatt utgangspunkt i den danske fortolkning av virksomhetsbegrensningsreglen. Den svenske lovgivning tar dessuten samme utgangspunkt som det forslaget bygger på, dvs at bruk av derivater bare kan brukes til sikringsformål og til effektivisering av forvaltningen. Det vises til kapitel 5 om behandling og synspunkter på bruk av derivater i andre land innenfor EØS og OECD.

Regelverket i vid forstand i Sverige og Danmark har mao en del til felles med den tolkning av det norske regelverk som forslaget til forskrift bygger på. Det som adskiller forslaget til forskrift fra den danske fortolkning av virksomhetsbegrensningsreglen og den svenske lovbestemmelse er i første rekke at det i forslaget er nedfelt nærmere kriterier for **når** bruk av derivater ikke kan anses som effektiviserende eller sagt på en annen måte når bruk av derivater har en slik karakter at bruken må sies å innebære en risikotaking som er uforenlig med det å drive forsikringsvirksomhet (gearing). I forslaget stilles det derfor et krav om at derivater bare brukes som substitutt for investeringer i de underliggende verdipapirer når markeds og/eller kreditttrisikoen for selskapet ikke blir høyere enn den ville blitt ved den alternative investering i underliggende verdipapir. Posisjonene må m.a.o. ikke



være større enn at de underliggende verdipapirer kunne vært anskaffet innen rammen av ledig likviditet i selskapet.

Videre har Kredittilsynet tatt det uttrykkelige standpunkt at arbitragevirksomhet som eget forretningsområdet og handel med råvarederivater må anses som forsikringsfremmed virksomhet dvs en virksomhet som ikke har naturlig tilknytning til kapitalforvaltningen eller virksomhet for øvrig i et forsikringselskap.

En forskrift vil etter Kredittilsynets oppfatning klargjøre rammebetingelsene på dette område og således også øke forutberegnligheten for selskapene. En forskrift vil forhåpentligvis også fremme en felles forståelse av innholdet i regelverket på dette området. Forslaget bygger på klare soliditetshensyn og den vil etter Kredittilsynets oppfatning ikke virke konkurransevridende til skade for selskapene samt deres forsikringstakere og forsikrede.

**Vedlegg**

*Illustrasjon av hvordan det er mulig å tape 233 mill. kroner på obligasjoner med en gjennomsnittlig obligasjonsbeholdning (på balansen) på bare 251 mill. kroner.*

	Pensjonskassens tap *	Høyeste eksponering**
Obligasjoner (på balansen og termin) .....	158 mill.	2.257 mill.
Rentefutures.....	40 mill.	605 mill.
Renteopsjoner.....	25 mill.	250 mill.
Langsiktige renteavtaler.....	10 mill.	175 mill.
<b>Sum.....</b>	<b>233 mill.</b>	

\* tap i første halvår 1994, beregnet av revisor

\*\* høyeste eksponering i første halvår 1994, beregnet av revisor

Et nøkkelbegrep hvis man skal forklare pensjonskassens tap er «gearing» eller med andre ord den opplåningseffekt som derivater kan benyttes til å oppnå.

For å forstå dette kan det være nyttig å synliggjøre «utenombalansen» for den høyeste eksponeringen i obligasjoner (på balansen og i termin) i første halvår 1994:

### Balanse og «utenombalanse»

<b>Balanse</b>	
<i>Aktiva</i>	<i>Passiva</i>
<b>Obligasjoner</b>	<b>Forsikringsmessige</b>
<b>251 mill.</b>	<b>avsetn.</b>
	<b>251 mill.</b>
	<b>Egenkapital</b>
	<b>0</b>
<b>«Utenombalanse»</b>	
<i>Aktiva</i>	<i>Passiva</i>
<b>Obligasjoner kjøpt</b>	<b>Kjøpsforpliktelse</b>
<b>på termin</b>	<b>2006 mill.</b>
<b>2006 mill.</b>	

Pensjonskassen plasserte hovedsakelig i statsobligasjoner. Vi antar for enkelhets skyld at alle plasseringer på balansen ble gjort i S 463 obligasjoner og alle terminkjøp av obligasjoner også gjaldt S 463 obligasjoner og at disse hadde en rentefølsomhet (justert durasjon) på 6. Ved en 1%-poengs renteoppgang vil da markedsverdien for eide obligasjoner og obligasjoner kjøpt på termin, falle med

ca. 6%. Dette vil si et tap på ca.  $(2006 + 251) \text{ mill.} * 0,06 = 135,5 \text{ mill.}$  Verdien av forpliktelsene på passivasiden endres imidlertid ikke. Egenkapitalen (målt til markedsverdi) forandrer seg derfor som illustrert under.

**Balanse og «utenombalanse» etter  
renteøkning på 1%-poeng**

<b>Balanse</b>	
<i>Aktiva</i>	<i>Passiva</i>
<b>Obligasjoner 235,9 mill.</b>	<b>Forsikringsmessige avsetn. 251 mill.</b>
	<b>Egenkapital -135,4 mill.</b>

<b>«Utenombalanse»</b>	
<i>Aktiva</i>	<i>Passiva</i>
<b>Obligasjoner kjøpt på termin 1.885,6 mill.</b>	<b>Kjøpsforpliktelse 2006 mill.</b>

Ved en eventuell renteøkning på 2%-poeng ville tapet blitt ca. 271 mill. men «treffsikkerheten» av rentefølsomheten (justert durasjon) som indikator for verdiendringer vil avta noe ved så store endringer.

Tilsvarende som for terminer kan det konstrueres «utenombalanser» for de andre instrumentene som pensjonskassen benyttet og tapte penger på.