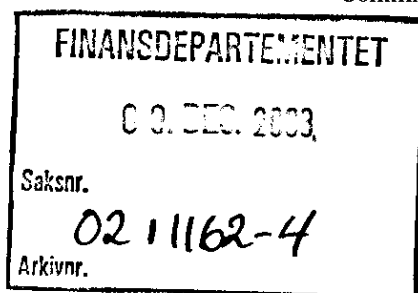




Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo



Saksbehandler: Wiborg/Lund

Dir.linje: 22 93 98 36

Vår ref.:
2002/09290

Arkivnr.:

Deres ref.:
02/1162 FM KyK

Dato:
05.12.2003

TILPASNINGER I PENSJONSLOVGIVNINGEN SOM FØLGE AV IKRAFTTREDELSE AV FORSKRIFT OM VERDIPAPIRFONDS HANDEL MED DERIVATER

Kredittilsynet viser til Finansdepartementets brev datert 28. oktober 2002.

Finansdepartementet tar opp spørsmål knyttet til bruk av derivater i pensjonsordninger med investeringsvalg og i ordinær fondsforsikringsvirksomhet. Bakgrunnen er at verdipapirfond, ved forskrift 8. juli nr 800 om verdipapirfonds handel med derivater, ble gitt større adgang til å eksponere fondets forvaltningskapital for risiko ved bruk av derivater. Departementet ber Kredittilsynet utarbeide forslag til utfyllende bestemmelser om plassering av pensjonsmidler i derivater, når pensjonsordningen er opprettet med investeringsvalg. Departementet ber videre om Kredittilsynet vurdering av om endringer i rammebetingelser for verdipapirfonds bruk av derivater foranlediger behov for endringer i regelverket for fondsforsikring.

Vedlagt følger

- utkast til forskrifter som begrenser adgangen til å plassere pensjonsmidler i verdipapirfond og særskilte investeringsporteføljer som inkluderer derivater når pensjonsordningen er opprettet med investeringsvalg og
- utkast til forskrift om endring i forskrift om kapitalforvaltning i forsikring kapittel 3 om forsikring med investeringsvalg.

Arbeidet med utarbeidelse av forskrift om anvendelse av derivater i skattebegunstigede pensjonsordninger med investeringsvalg har reist spørsmål om det er behov for enkelte endringer også i forskriften om anvendelse av derivater som gjelder for ordinær forsikring.

KREDITILSYNET

Postadresse:
Postboks 100 Bryn
0611 OSLO

Besøksadresse:
Østensjøveien 43
0667 OSLO

Telefon: 22 93 98 00
Telefax: 22 63 02 26
Org.nr: 840747 972

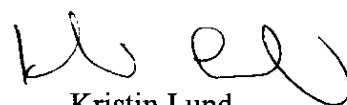
E-post: post@kredittilsynet.no
URL: www.kredittilsynet.no

Kredittilsynet vurderer derfor å foreslå enkelte endringer i gjeldende forskrift om bruk av derivater i forsikring. Kredittilsynet tar sikte på å komme tilbake med forslag til enkelte endringer i forskrift om bruk av derivater i forsikring i løpet av kort tid.

Med hilsen
Kredittilsynet

Hanne Myre

Hanne Myre
seksjonssjef



Kristin Lund
seniorrådgiver

FORSKRIFT OM INVESTERINGSPORTEFØLJER I PENSJONSORDNINGER MED INVESTERINGSVALG

Fastsatt av Finansdepartementet xx.xx med hjemmel i lov av 24. mars 2000 nr. 16 om foretakspensjon § 1-3, lov av 24. november 2000 nr. 81 om innskuddspensjon i arbeidsforhold § 1-3 og skatteloven § 6-47.

§ 1 Anvendelsesområde

Denne forskriften får anvendelse på investeringsporteføljer som nevnt i:

1. § 11-4 i lov om foretakspensjon.
2. § 3-4 i lov om innskuddspensjonsforhold i arbeidsforhold.
3. Individuelle pensjonsavtaler med investeringsvalg etter skatteloven (IPA), jf. § 6-47- i forskrift 19. november 1999 nr. 1158.

§ 2 Definisjoner

Med **selskap** menes i denne forskrift livsforsikringsselskap, pensjonskasse og forvaltningsselskap for verdipapirfond samt tilsvarende institusjoner med hovedsete og tillatelse innen EØS-området.

Med **verdipapirfond** menes i denne forskrift verdipapirfond som inngår i investeringsporteføljer som omfattes av § 1.

Med **investeringsportefølje** menes i denne forskrift verdipapirfond eller særskilt investeringsportefølje som omfattes av § 1.

Med **kreditt** menes en fordring, normalt i form av et gjeldsbrev eller en obligasjon.

Med **kredittderivat** menes en omsettelig kontrakt som overfører kredittrisiko knyttet til lån, gjeldsinstrumenter eller lignende fra kjøperen av beskyttelse (selgeren av risiko) til selgeren av beskyttelse (kjøperen av risiko).

Med **derivat** menes i denne forskrift:

1. Finansielt instrument som nevnt i lov av 19. Juni 1997 nr 79 om verdipapirhandel § 1-2 annet ledd nr. 4-7. Derivatet må ha et finansielt instrument som nevnt i verdipapirfondloven § 4-5, en finansiell indeks, rente, valuta eller vekslingskurs som underliggende.
2. Kredittderivater.

Med **pengemarkedsinstrumenter** menes finansielle instrumenter etter lov av 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond § 4-6 annet ledd.

§ 3 Investeringsporteføljer knytte til individuelle pensjonsavtaler med investeringsvalg

§ 3-4 i lov om innskuddspensjon i arbeidsforhold gjelder tilsvarende for individuelle pensjonsavtaler med investeringsvalg etter skatteloven (IPA), jf. § 6-47-i forskrift 19. november 1999.

§ 4 Krav til verdipapirfond som inngår i investeringsporteføljer

Verdipapirfond som skal inngå i investeringsporteføljer knyttet til pensjonsordninger må være

1. omfattet av Rdir. 1985/611/EØF om samordning av lover og forskrifter om visse foretak for kollektiv investering i verdipapirer (UCITS-direktivet), og
2. verdipapirfondet må ikke benytte adgangen i artikkel 21 nr. 3 første og annet ledd i endringsdirektiv 2001/107/EF til direktiv 85/611/EØF (UCITS-direktivet) til å anvende derivater til å øke risikoen i porteføljen (gearing).

§ 5 Anvendelse av derivater

Derivater kan bare anvendes i den utstrekning:

1. Derivatene bidrar til å redusere risikoen i investeringsporteføljen, eller
2. derivatene bidrar til å forvalte investeringsporteføljen mer effektivt, uten at risikoen i porteføljen økes merkbart.

Anvendes derivatene med sikte på å redusere risikoen på eiendelene i porteføljen må verdien av derivatene og verdien av de deler av eiendelene i porteføljen eller forpliktelser som derivatene skal redusere risikoen på, ha vesentlig negativ samvariasjon.

Andeler i verdipapirfond kan bare inngå i investeringsporteføljer når verdipapirfondets plasseringer oppfyller vilkårene i paragrafen her. Det samme gjelder eventuelle underfond verdipapirfondet er eksponert i.

Når et omsettelig verdipapir eller pengemarkedsinstrument inneholder et derivatelement, skal derivatelementet følge bestemmelsene i forskriften her.

Selskapet kan ikke benytte derivater som ledd i en strategi for å oppnå kontroll med utsteder av det underliggende finansielle instrument til derivatet.

§ 6 Udekkede posisjoner

Utstedelse av kjøpsopsjon og salg på termin må ikke finne sted uten at selskapet:

1. Eier eller har rett til å eie underliggende instrument/valutabeløp/portefølje eller
2. Eier eller har rett til å eie instrument/valutabeløp/portefølje som i stor grad samvarierer med derivatets underliggende instrument/valutabeløp/portefølje

§ 7 Krav til motpart⁵

Plasseringer i derivater basert på omsettelige verdipapirer (jf. verdipapirfondloven § 4-5 første ledd nr. 1) er ikke tillatt med mindre verdipapirene oppfyller de vilkår som følger av verdipapirfondloven § 4-6 første ledd nr. 1 - 3. Tilsvarende gjelder for derivater basert på pengemarkedsinstrumenter så lenge disse underliggende ikke oppfyller kravene i verdipapirfondloven § 4-6 annet ledd om pengemarkedsinstrumenter omsatt på andre markeder.

Valutaderivater kan bare benyttes til sikring av valutaeksponering i fondets øvrige plasseringer, jf. verdipapirfondloven § 4-5 første ledd nr. 5.

Kredittderivater som innebærer salg av beskyttelse fra selskapets side kan ikke inngå i et verdipapirfond eller i en særskilt investeringsportefølje.

Unoterte derivater må daglig kunne verdiberegnes på en pålitelig og verifiserbar måte. På forvaltningsselskapets initiativ må unoterte derivater på ethvert tidspunkt kunne selges, innløses eller stenges ved en motgående handel til en rimelig pris.

Unoterte derivater må inngås mot bank, forsikringsselskap eller verdipapirforetak med tillatelse fra en EØS-stat. Motparten må minst ha rating « investment grade » fra et anerkjent ratingbyrå. Første punktum begrenser ikke adgangen til oppgjørssentral med tillatelse etter lov av 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 6-1 eller tilsvarende institusjon fra annen EØS-stat til å tre inn som part eller garantere for oppfyllelse av derivatkontrakter.

§ 8 Særregler for enkelte typer derivater⁷

I forhold til verdipapirfondloven § 4-8 annet ledd nr. 1 - 3 skal derivater hensyntas slik at underliggende til derivater medregnes på følgende måter:

1. Rett eller plikt til kjøp skal legges til fondets øvrige plasseringer mot samme utsteder.
2. Rett eller plikt til salg kan trekkes fra fondets øvrige plasseringer mot samme utsteder.

Følgende verdier skal benyttes:

- Terminer og bytteavtaler: Markedsverdien av underliggende.
- Opsjoner: Markedsverdien av underliggende multiplisert med opsjonens delta.

For derivater med aksjer eller obligasjoner som underliggende og der fondet skal etterligne sammensetningen av en indeks, vil grensene i verdipapirfondloven § 4-8a komme til anvendelse dersom betingelsene i nevnte bestemmelse er oppfylt.

§ 4 første ledd kommer ikke til anvendelse dersom underliggende til derivatet er en aksje- eller obligasjonsindeks som oppfyller betingelsene angitt i verdipapirfondloven § 4-8a første ledd nr. 2 - 4 og § 4-9.

⁵ Identisk med § 3 i derivatforskriften for verdipapirfond med unntak for siste ledd i denne og tilføyelsen om kredittderivater.

⁷ Med få unntak identisk med § 4 i derivatforskriften for verdipapirfond, bortsett fra at siste ledd ikke er tatt med.

Ved plassering i unoterte derivater skal risikoeksponeringen mot samme motpart beregnes etter reglene i § 8-3 i forskrift av 22. juni 2000 nr. 632 om minstekrav til kapitaldekning for markedsrisiko mv. for kredittinstitusjoner og verdipapirforetak (CAD-forskriften) som igjen henviser til § 5, § 6 og § 6a i forskrift av 22. oktober 1990 nr. 875 om minstekrav til kapitaldekning i finansinstitusjoner og verdipapirforetak (kapitaldekningsforskriften). Risikoeksponeringen mot samme motpart må ikke overstige:

- 10 % av fondets eiendeler når motparten er en kredittinstitusjon
- 5 % av fondets eiendeler mot andre motparter enn kredittinstitusjoner.

Bestemmelsen begrenser ikke adgangen til oppgjørssentral med tillatelse etter lov av 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 6-1 eller tilsvarende institusjon fra annen EØS-stat til å tre inn som part eller garantere for oppfyllelse av derivatkontrakter.

I forhold til verdipapirfondloven § 4-9 første og annet ledd skal derivater hensyntas slik at underliggende til derivater medregnes på følgende måter:

1. Rett eller plikt til kjøp skal legges til fondets øvrige plasseringer mot samme utsteder
2. Rett eller plikt til salg kan ikke trekkes fra fondets øvrige plasseringer mot samme utsteder.

Følgende verdier skal benyttes:

- Terminer, opsjoner og bytteavtaler: markedsverdien av underliggende.

§ 9 Krav til interne systemer og rutiner ⁸

Selskapet skal til enhver tid ha oppdaterte retningslinjer og rutinebeskrivelser for utførelsen av de enkelte operasjoner knyttet til derivathandelen.

Selskapet skal til enhver tid besitte kompetanse som står i forhold til den risiko som ligger i selskapets derivathandel.

Selskapet skal ha risikostyringssystemer som til enhver tid sikrer overvåking og måling av risikoen ved derivatposisjonene og deres bidrag til risikoen i hele fondets portefølje.

Selskapet skal ha systemer for markedsriktig og uavhengig fastsettelse av verdien på unoterte derivater.

§ 10 Informasjon

Et selskap som tilbyr investeringsporteføljer og som benytter derivater i tilknytning til eller som del av porteføljen skal samtidig innta opplysninger i forsikringsbevis og vilkår om:

1. At selskapet kan benytte derivater på vegne av fondet.
2. Hvilke derivatinstrumenter som kan anvendes.
3. Formålet med derivathandelen og en henvisning til forskriften her.

⁸ Identisk med § 5 i fondsderivatforskriften.

Selskapet plikter å gi informasjon om formålet med og omfanget av fondets bruk av derivater i markedsføringen.

§ 11 Overgangsregler og ikrafttredelse

Forskriften trer i kraft straks. Selskapet må ha innrettet sin virksomhet i samsvar med forskriften her senest innen xx.xx 2004.

UTKAST TIL FORSKRIFT OM ENDRING AV FORSKRIFT 23. APRIL 1997 NR 377 OM KAPITALFORVALTNING I FORSIKRING.

Fastsatt av Finansdepartementet xx.xx 2003 med hjemmel i lov av 10. juni 1988 om forsikringsvirksomhet §§ 3-5 og 7-4.

I

I forskrift 23. april 1997 nr. 377 om forsikringsselskapers kapitalforvaltning gjøres følgende endringer:

§ 15 nytt fjerde ledd skal lyde:

Med verdipapirfond i annet ledd menes:

1. Et verdipapirfond som er opprettet i henhold til lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv.
2. Et utenlandsk verdipapirfond som omfattes av lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond §§ 6-13 og 6-14 med tilhørende forskrifter.

§ 16 første ledd skal lyde:

Forsikringsselskapet kan ha en eller flere investeringsporteføljer. Forsikringsselskapet skal ha retningslinjer for sammensetning og forvaltning av den enkelte investeringsportefølje.

Bestemmelsene i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond §§ 4-6 til 4-9 gjelder så langt de passer.

Ny § 16 A skal lyde:

Andeler i **utenlandske** verdipapirfond kan bare inngå i investeringsporteføljer når fondets plasseringer i derivater minst gir den samme beskyttelse som derivatinvesteringer i samsvar med forskrift 8. juli 2002 nr 800 om verdipapirfonds handel med derivater. Det samme gjelder eventuelle underfond verdipapirfondet har andeler i.

Kapitalinnskudd i **særskilte investeringsporteføljer** kan bare plasseres i derivater når plasseringene oppfyller vilkårene i forskrift 8. juli 2002 nr. 800 om verdipapirfonds handel med derivater.

Andeler i utenlandske verdipapirfond kan bare inngå i særskilte investeringsporteføljer når **fondets** plasseringer i derivater minst gir den samme beskyttelse som derivatinvesteringer i

samsvar med forskrift 8. juli 2002 nr. 800 om verdipapirfonds handel med derivater. Det samme gjelder eventuelle underfond verdipapirfondet har andeler i.

Når et omsettelig verdipapir eller pengemarkedsinstrument inneholder et derivatelement, skal derivatelementet følge bestemmelsene i paragrafen her. Med «pengemarkedsinstrument» menes finansielt instrument etter lov av 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond § 4-6 annet ledd.

Har forsikringskontrakten en avkastningsgaranti som selskapet hefter for, gjelder § 4 i forskrift av 3. juni 2002 nr 515 om bruk av derivater i forsikring tilsvarende (så langt det passer) for forsikringstakers valg av de eiendeler avtalen skal tilordnes.

Kredittderivater som innebærer salg av beskyttelse fra selskapets side, kan ikke inngå i et verdipapirfond eller i en særskilt investeringsportefølje når forsikringskontrakten har en avkastningsgaranti som selskapet hefter for.

§ 18 nytt fjerde ledd skal lyde:

Omfatter investeringsporteføljen andeler i verdipapirfond eller investeringsporteføljer som omfatter derivater skal selskapet gi forsikringstaker skriftlige opplysninger om de forhold som er nevnt i § 6 i forskrift 8. Juli 2002 nr 800 om verdipapirfonds handel med derivater.

II

Forskriften trer i kraft straks. Selskapet må ha innrettet sin virksomhet i samsvar med forskriften her senest innen xx.xx 2004.

TILPASNING AV PENSJONSLOVENE OG REGLER FOR FORSIKRING MED INVESTERINGSVALG SOM FØLGE AV IKRAFTTREDELSE AV FORSKRIFT OM VERDIPAPIRFONDS HANDEL MED DERIVATER

Innledning	1
Nærmere om forskrift om verdipapirfonds handel med derivater	2
Nærmere om FORSKRIFT OM BRUK AV DERIVATER I FORSIKRING	5
Utkast til utfyllende bestemmelser i pensjonslovene mv	6
Vurdering av behovet for regler om anvendelse av derivater	6
Forskriftens forhold til restriksjonsforbudet i EØS regelverket (general good)	6
Forskriftens hjemmel og anvendelsesområdet mv	7
Regler som gjelder for sammensetning av investeringsporteføljene	8
Forslag til regler om bruk av derivater i pensjonsordninger	9
Anvendelse av derivater i fondsforsikring	11
Innledning - Særtrekk ved livsforsikring med investeringsvalg	11
Plasseringsregler mv som gjelder for fondsforsikring	12
Vurdering av behovet for regler om anvendelse av derivater	13
Forslag til regler om anvendelse av derivater i fondsforsikring mm	15

INNLEDNING

Finansdepartementet tok i brev av 28. oktober 2002 opp spørsmål knyttet til bruk av derivater i pensjonsordninger med investeringsvalg og i ordinær fondsforsikringsvirksomhet.

Bakgrunnen for henvendelsen var at verdipapirfond ved forskrift 8. juli 2002 nr. 800 om verdipapirfonds handel med derivater, fikk større adgang til å eksponere fondets forvaltningskapital for risiko ved bruk av derivater.

Departementet ønsker i den anledning to tilrådninger:

1. Departementet ber Kredittilsynet utarbeide forslag til utfyllende bestemmelser om plassering av pensjonsmidler i derivater, når pensjonsordningen er opprettet med investeringsvalg.
2. Departementet ber om Kredittilsynets vurdering av om endringer i rammebetingelsene for verdipapirfonds bruk av derivater medfører behov for endringer i regelverket for fondsforsikring.

Vedlagt følger:

- Utkast til forskrift som begrenser adgangen til å plassere pensjonsmidler i verdipapirfond og særskilte investeringsporteføljer som anvender derivater og
- utkast til forskrift om endring i forskrift om kapitalforvaltning i forsikring kapittel 3 om forsikring med investeringsvalg.

NÆRMERE OM FORSKRIFT OM VERDIPAPIRFONDS HANDEL MED DERIVATER

Regler om verdipapirfonds handel med derivater i direktiv 2001/107/EF

Endringsdirektiv 2001/107/EF til direktiv 85/611/EØF (UCITS-direktivet) gir regler om verdipapirfonds handel med derivater. De vesentligste reglene fremgår av artikkel 19 nr. 1 bokstav g og artikkel 21, 22, 24 B og 25. Med endringen ble derivater en del av verdipapirfondenes alminnelige investeringsområde og fikk sine egne spredningsregler. Direktivets bestemmelser om derivater er i det vesentlige implementert i det norske regelverket gjennom forskrift 8. juli 2002 nr. 800 om verdipapirfonds handel med derivater (derivatforskriften for verdipapirfond). Forskriften ble sist endret 7. august 2003.

Fond som følger lovens og forskriftens hovedregler kan selges grensekryssende som UCITS-fond gjennom filial eller ved grenseoverskridende virksomhet. Nasjonale fond er fond som ikke følger UCITS-direktivet.

Utenlandske fond som ikke følger UCITS-direktivet, kan også markedsføres i Norge, men bare når Kredittilsynet har gitt særskilt tillatelse til det i medhold av verdipapirfondloven med tilhørende forskrift.

Hovedregler

Derivater som skal inngå i verdipapirfond, må omfattes av definisjonen av derivater i lov av 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (vphl.) § 1-2 annet ledd nr. 4-7. Underliggende må være et omsettelig verdipapir, pengemarkedsinstrument, en finansiell indeks, rente, valuta eller vekslingskurs. Det stilles krav til hvilke markeder de underliggende omsettelige verdipapirer skal omsettes på og til hvem som kan være utstedere av pengemarkedsinstrumenter, når disse instrumentene er underliggende til et derivat.

For unoterte derivater er det egne regler om motpart, likviditet og verdiberegning. Kontraktene må enten cleares gjennom oppgjørssentral, eller inngås mot bank, forsikringsselskap eller verdipapirforetak. Motparten må ha konsesjon og en viss rating.

Bortsett fra for valutaderivater, som bare kan brukes til sikringsformål, stilles det ikke spesielle krav til formålet med bruk av derivater. Den siste endringen åpner for fond med risikoøkende derivatstrategier. Fond kan imidlertid ikke ha en derivateksponering som er større enn forvaltningskapitalen. Fond med risikoøkende derivatstrategier har spesielle krav til informasjon.

For å sikre at verdipapirporteføljen har en sammensetning som gir hensiktsmessig spredning av risikoen for tap, er det regler for maksimal plassering mot samme utsteder. Derivatets underliggende inngår ved beregningen. For unoterte derivater er det grenser for hvor stor eksponering fondet kan ha mot samme motpart. Det er dessuten egne kumulasjonsregler i forhold til motpart for unoterte derivater, bankinnskudd og pengemarkedsinstrumenter. Det er gjort enkelte unntak fra spredningsreglene for indeksderivater.

Fond som bruker derivater skal gi informasjon om dette i vedtekter og prospekter. Det skal foreligge interne systemer for risikostyring og for verdifastsettelse av unoterte derivater.

Kredittilsynet har lagt til grunn at verdipapirfondloven stiller krav til dekning ved salg på termin og utstedelse av kjøpsopsjon. Som godkjent dekning regnes eie av underliggende eller motgående derivatposisjon.

Unntak for nasjonale fond

Loven inneholder hjemmel for å dispensere fra plasseringsreglene for nasjonale fond, også fra derivatforskriftens plasseringsregler.

Derivatforskriften for verdipapirfond åpner for følgende unntak for nasjonale fond:

- Bruk av unoterte omsettelige verdipapirer, mindre likvide pengemarkedsinstrumenter og varederivater som underliggende.
- Unntak fra spredningsreglene.

Fremtidig revisjon av gjeldende forskrift

Finansdepartementet har i brev datert 25. september 2003 bedt Kredittilsynet utrede om norske fond fortsatt bør være avskåret fra å tilby enkelte produkter som kan innebære høy risiko. Det skal vurderes om det bør innføres et reguleringsmessig skille mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer, om det skal stilles særskilte informasjonskrav og om hegdefond skal tillates for profesjonelle investorer. I denne sammenheng vil gjeldende regler om shortsalg samt reglene om markedsføring av utenlandske fond bli vurdert. Det er ventet at utredning er ferdig i første del av 2004.

Om adgang til bruk av risikoøkende derivatstrategier i verdipapirfond

Forskrift om verdipapirfonds handel med derivater åpner som nevnt for at et verdipapirfonds totale eksponering i derivater kan svare til verdien av fondets forvaltningskapital. Dette fremgår av § 2 første ledd i forskriften som lyder slik:

”§ 2. Generelle begrensninger

Et verdipapirfonds totale eksponering knyttet til derivater skal ikke overstige verdien av fondets forvaltningskapital. Ved beregning av den totale eksponeringen skal det tas utgangspunkt i nåværende verdi av underliggende, motpartsrisikoen, fremtidige markedssvingninger, og tiden som er tilgjengelig for å stenge posisjonene. Kredittilsynet kan gi nærmere regler om beregning av verdipapirfonds totale eksponering knyttet til derivater.”

For å illustrere hva slags risikoøkning regelen tillater vises det til høringsnotatet som Kredittilsynet utarbeidet til utkastet til forskrift i oktober 2001:

”Ved bruk av risikoøkende strategier er det en risiko for at fondet ved ekstreme kursfall ikke vil kunne gjøre opp sine betalingsforpliktelser. Et fond som ligger på maksimalgrensen vil ha en gjeldsgrad på rundt femti prosent. Ved et fall i plasseringenes verdi, må fondet selge aktiva eller redusere sine forpliktelser for ikke å komme over maksimalgrensen. Ved fortsatt verdifall må ytterligere realisasjoner finne sted. Sjøl om det er lite sannsynlig med konkurs for fond som har en maksimal gjeldsgrad på femti prosent, kan det tenkes situasjoner der fondet ikke har likviditet til å dekke sine forpliktelser. Det ser ikke ut til at denne eventualitet er behandlet spesielt i endringsforslaget til UCITS-direktivet eller i finske eller svenske regler. Kredittilsynet vil ikke foreslå egne regler for en eventuell konkurs i et fond, fordi alminnelige konkursregler må antas å gjelde. Det framgår for øvrig av vpfl. § 3-1 fjerde ledd at «Utover andelsinnskuddet er andelseierne ikke ansvarlig for fondets forpliktelser».”

I høringsnotat ga Kredittilsynet uttrykk for at det ikke kan forutsettes at private småinvestorer er kvalifisert til å bedømme risikoen i risikoøkende derivatstrategier. Forskriften inneholder en bestemmelse om at forvaltningsselskapet plikter å inkludere en eksplisitt advarsel om at derivatinvesteringer er risikofylte i sitt informasjonsmateriale for fond som kan øke sin risiko ved bruk av derivater. Det kreves også at begrepet «derivater» fremgår av betegnelsen på fondet.

NÆRMERE OM FORSKRIFT OM BRUK AV DERIVATER I FORSIKRING

Forskrift om bruk av derivater i forsikring gjelder for ordinære forsikringsselskap og pensjonskasser. Forskriften er ikke gjort gjeldende for fondsforsikring, hvor *forsikringstaker* har investeringsvalget og investeringsrisikoen.

Bakgrunnen for forskriften, som ble fastsatt i mars 2002, var at bruk av derivater etter omstendighetene kan være så vidt risikopreget at forsikringsselskapets eller pensjonskassens soliditet kan trues. På den annen side kan bruk av derivater bidra til en mer betryggende og mer kostnadseffektiv kapitalforvaltning.

Forskriften inneholder begrensninger på forsikringsselskapers og pensjonskassers bruk av derivater og er utledet av kravet om forsvarlig kapitalforvaltning i forsikringsvirksomhetsloven § 7-4 første ledd første punktum, og virksomhetsbegrensningsreglene i lovens § 7-1. Grunnleggende vilkår for bruk av derivater er at selskapet har godt utbygget porteføljestyring, og at det foreligger tilstrekkelige kunnskaper om instrumentenes virkemåte og egenskaper både i styret og i selskapets administrasjon. Det kreves videre at styret tar stilling til den overordnede strategi for derivathandelen, herunder tilsiktet risikoprofil. Styret må fastsette risikorammer og det må foreligge et tilfredsstillende opplegg for rapportering av risiko og for internkontroll. Det er således klare likhetstrekk mellom denne forskriften og forskrift om anvendelse av derivater i verdipapirfond.

Derivatforskriften for forsikringsselskap § 4 fastslår at *formålet* med selskapets derivathandel må være å gjøre forvaltningen av verdipapirporteføljen mer effektiv eller betryggende. Forskriften fastsetter således at *derivater bare kan brukes til sikring og effektivisering av forvaltningen uten at selskapets risiko økes merkbart*. Når derivater anvendes til å redusere selskapets risiko skal verdien av derivatene og verdien av de deler av selskapets eiendeler eller forpliktelser som derivatene skal redusere risikoen på, ha vesentlig negativ samvariasjon. Det er således lagt til grunn at forsikringsselskap ikke har adgang til å drive spekulasjonspreget virksomhet, og for øvrig ikke skal utsette kapitalen for uforholdsmessig høy risiko. Spørsmålet om hvor grensen mellom handel med derivater som støtter opp om selskapet i konkurransen om å kunne tilby best mulige (konkurransedyktige) forsikringsprodukter med høyest mulig avkastning for forsikringstakerne (og selskapets eiere), og uforsvarlig kapitalforvaltning, beror på et skjønn basert på de sentrale hensyn bak virksomhetsbegrensningsregelen.

Forskriften fastslår videre at utstedelse av kjøpsopsjon og salg på termin bare kan finne sted når selskapet eier eller *har tilgang* til derivatets underliggende. Kravet om at forsikringsselskapet må ha tilgang til underliggende verdipapirer innebærer at det er tilstrekkelig at selskapet har en *lånerett* til underliggende. Det kreves ikke at selskapet eier

eller ha rett til å eie de underliggende. Dette innebærer igjen at kun leveringsforpliktelsen- og ikke markedsrisikoen er dekket. Markedsrisikoen på solgte terminer og kjøpsopsjoner er i prinsippet uendelig. Forskriften åpner dermed for udekket shortsalg. På bakgrunn av det overordnede krav til forsvarlig kapitalforvaltning og forskriftens grunnleggende krav til formålet med derivatbruken bemerker imidlertid Kredittilsynet at selskapene neppe kan drive udekket shortsalg av betydelig omfang.

Forskriften fastslår videre at et selskap bare kan anvende derivater når derivatets underliggende er notert på børs eller når det på annen måte foreligger en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse.

Det er videre fastsatt en bestemmelse om at et forsikringsselskap bare kan anvende avtaler om salg av finansielle instrumenter i kombinasjon med terminkjøp av de samme finansielle instrumentene når eiendomsretten til de finansielle instrumentene overdras fullstendig mellom partene i avtalen.

UTKAST TIL UTFYLLENDE BESTEMMELSER I PENSJONSLOVENE MV

Vurdering av behovet for regler om anvendelse av derivater

Finansdepartementet legger i sin henvendelse til grunn at det ikke er hensiktsmessig at midler knyttet til skattebegunstigede pensjonsordninger skal kunne investeres i andeler i verdipapirfond hvor det benyttes derivatstrategier som innebærer at risikoen i fondet kan økes vesentlig. Kredittilsynet er enig med departementet i dette. Det vises til begrunnelsene nedenfor.

Forskriftens forhold til restriksjonsforbudet i EØS regelverket (general good)

I henhold til artikkel 10 i Europaparlamentets og Rådets livsforsikringsdirektiv 2002/83/EF har selskapets hjemstat enerett til å utøve finansielt tilsyn, basert på eget regelverk, fastsatt innenfor de rammer direktivet setter opp. Regler som begrenser anvendelse av derivater i investeringsporteføljer knyttet til pensjonsordninger med investeringsvalg har på mange måter preg av å være "kapitalforvaltningsregler". Ut fra forskriftens formål, samt at reglene begrenses til å gjelde skattebegunstigede pensjonsordninger, antar Kredittilsynet likevel at en forskrift som begrenser pensjonssparing i fond som bruker risikoøkende derivatstrategier kan forsvares i forhold til restriksjonsforbudet eller general good doktrinen. De foreslåtte regler representerer for øvrig kun en videreføring av de regler om investeringsporteføljer som er inntatt i pensjonslovene i dag.

En forskrift som setter begrensninger på plassering av pensjonsmidler i andeler i verdipapirfond og særskilte investeringsporteføljer som har risikoøkende derivatstrategier, vil således også gjelde for utenlandske institusjoner med etablert forretningssted i Norge. Senere

rettspraksis i EU-domstolen kan på sikt føre til endringer i pensjonslovgivningens eksisterende krav til etablering av filial i Norge, som vilkår for å tegne skattefavoriserte pensjonsordninger. Restriksjonen på bruk av derivater vil dermed også kunne få anvendelse på institusjoner som driver grenseoverskridende virksomhet i Norge, med de mer begrensede muligheter for tilsyn som denne type virksomhet innebærer. Det er imidlertid vanskelig å si noe sikkert om lovgivningen blir endret, og når dette eventuelt vil skje. Kredittilsynet kan heller ikke se at mulige håndhevingsproblemer i forhold til fremtidige utenlandske tilbydere bør tillegges avgjørende vekt, i forhold til de hensyn som taler for at forskriften fastsettes. I dag er tilbyderne i hovedsak norske. Det er vanskelig å forutse i hvilken grad utenlandske tilbydere i fremtiden vil være interessert i å tilby skattebegunstigede pensjonsordninger med investeringsvalg gjennom grenseoverskridende virksomhet til Norge.

Kredittilsynet legger for øvrig til grunn at det ikke er noen motstrid mellom reglene som nedfelles i direktiv 2003/41/EF, som gir nærmere regler om tjenestepensjonskassers virksomhet og tilsynet med disse, og Kredittilsynets forslag til regler om anvendelse av derivater i skattebegunstigede pensjonsordninger med investeringsvalg.

Forskriftens hjemmel og anvendelsesområdet mv

Skattebegunstigede pensjonsordninger med investeringsvalg er regulert i lov av 24. mars 2000 nr. 16 om foretakspensjon, lov av 24. november 2000 nr. 81 om innskuddspensjon i arbeidsforhold og § 6-47 i forskrift 19. november 1999 nr 1158 om utfylling og gjennomføring mv av skatteloven av 26. mars 1999 nr. 14. Sistnevnte regelverk regulerer såkalt individuell pensjonsavtale etter skatteloven (IPA).

Ingen av de aktuelle paragrafer i pensjonslovene inneholder uttrykkelig hjemmel for å gi nærmere forskrifter om porteføljenes sammensetning, herunder regler om tillatte derivatstrategier. Forskriften må derfor fastsettes i medhold av den generelle forskriftshjemmelen som er fastsatt i § 1-3 i begge lovene. Kredittilsynet antar på bakgrunn av lovenes formål at reglene i vedlagte forslag til forskrift kan anses som utfyllende regler til loven, slik at hjemmelsbestemmelsene kan anvendes. Kredittilsynet forutsetter for øvrig at utfyllende regler om anvendelse av derivater under IPA i verdipapirfond eller IPA i forsikring med investeringsvalg kan gis med hjemmel i samme bestemmelse i skatteloven som er anvendt som hjemmel for § 6-47 i utfyllende forskrift til skatteloven.

§ 6-47-1 i utfyllende forskrift til skatteloven inneholder ikke bestemmelser om sammensetning av investeringsporteføljen, slik man finner i foretakspensjonsloven §§ 11-4 og 11-5 og innskuddspensjonsloven § 3-4. Kredittilsynet foreslår at det fastsettes slike regler i vedlagte utkast til utfyllende forskrift om investeringsporteføljer i pensjonsordninger med

investeringsvalg. Alternativt kan reglene inntas i samleforskriften til skatteloven.

Forskriftsutkastet omfatter etter dette både kollektive og individuelle pensjonsavtaler med investeringsvalg.

Tilbydere av skattebegunstigede pensjonsordninger med investeringsvalg kan i dag være:

1. Fondsforsikringsselskaper.
2. Forvaltningsselskap for verdipapirfond.
3. Pensjonskasser opprettet for å drive pensjonsordninger med investeringsvalg.
4. Tilsvarende institusjoner som nevnt i punkt 1 og 2 med hovedsete innen EØS og etablert forretningssted (filial) i Norge.

Dersom forslaget til nytt regelverk for livsforsikring blir vedtatt vil norske livsforsikringsselskap få adgang til å tilby ordinær livsforsikring og forsikring med investeringsvalg i samme selskap.

Regler som gjelder for sammensetning av investeringsporteføljene

Pensjonslovene har nærmere regler om sammensetning av investeringsporteføljen. Det vises til innskuddspensjonsloven § 3-4 som lyder slik:

§ 3-4. Krav til investeringsportefølje

(1) En investeringsportefølje kan bestå av

- a. andeler i verdipapirfond,*
- b. andeler i en særskilt investeringsportefølje, og*
- c. kontanter og tilsvarende likvider.*

(2) En særskilt investeringsportefølje sammensettes etter retningslinjer fastsatt av institusjonen. Verdipapirfondloven §§ 4-6 til 4-9 gjelder tilsvarende så langt de passer.

(3) Ved endring av en investeringsporteføljes sammensetning skal markedsverdien av eiendelene legges til grunn ved avregningen.

(4) Eiendeler i den enkelte investeringsportefølje skal registreres slik at det til enhver tid er klart hvilke eiendeler som inngår i porteføljen.

(5) Knytter institusjonen avkastningsgaranti til en investeringsportefølje, skal institusjonen kreve særskilt godtgjørelse for dekning av garantirisikoen.

Tilsvarende bestemmelser er gitt i foretakspensjonsloven §§ 11-4 og 11-5 og i kapitalforvaltningsforskriften §§ 15 og 16. Henvisningene til verdipapirfondloven i

kapitalforvaltningsforskriften er imidlertid ikke ajourført i forhold til senere endringer i sistnevnte lov. Kapitalforvaltningsforskriften § 16 henviser i dag til bestemmelser i verdipapirfondloven §§ 4-4 til 4-7, som senere er revidert og inntatt i §§ 4-5 til 4-9. Pensjonslovene viser til §§ 4-6 til 4-9.

Forslag til regler om bruk av derivater i pensjonsordninger.

Hovedbestemmelsene om anvendelse av derivater

Kredittilsynet foreslår å sette de samme begrensninger på bruk av derivater i investeringsporteføljer knyttet til pensjonsforsikringer med investeringsvalg som er satt for bruk av derivater i forsikring. Forslaget innebærer at derivater kun kan anvendes til sikringsformål og til effektivisering, forutsatt at risikoen i porteføljen ikke økes merkbart. Forslag til bestemmelser er inntatt i § 5 i vedlagte utkast til forskrift.

Forbud mot bruk av visse typer kredittderivater

Kredittilsynet foreslår også forbud mot at det utstedes (selges) kredittderivater som innebærer salg av beskyttelse, fra investeringsporteføljer knyttet til skattebegunstigede pensjonsordninger med investeringsvalg. Det vises til at bruk av visse typer kredittderivater ikke er i overensstemmelse med virksomhetsbegrensningsreglene i forsikringsvirksomhet. Det er heller ikke i samsvar med separasjonsprinsippet, for så vidt gjelder skillet mellom kredittforsikring og annen type skadeforsikring. Det vises for øvrig til Kredittilsynets brev til Finansdepartementet av 12. desember 2002 hvor det redegjøres nærmere for Kredittilsynets oppfatning på dette punkt. Bestemmelsen er inntatt i § 7 tredje ledd i utkastet.

Grunnleggende vilkår for bruk av derivater

Et grunnleggende vilkår for at derivater skal kunne benyttes i skattebegunstigede pensjonsordninger med investeringsvalg bør være at det foreligger kvalitativt gode og dekkende interne systemer og rutiner. Bestemmelsen som foreslås om dette er inntatt i utkastets § 9. Bestemmelsen er identisk med den som gjelder for verdipapirfonds handel med derivater, som for øvrig stort sett tilsvarer bestemmelsen i forskrift om bruk av derivater i forsikring. Kredittilsynet har imidlertid valgt å benytte ordlyden i derivatforskriften for verdipapirfond. Dette skyldes dels at det er forvaltningsselskap og fondsforsikringsselskap som kan tilby pensjonsordninger med investeringsvalg, og dels at likhetstrekkene mellom fondsforsikring og verdipapirfondsvirksomhet er store.

Kredittilsynet ser at forskrifter og regler bare delvis kan sikre mot risikoen ved derivatbruk. De største risikoer forbundet med anvendelse av derivater i kapitalforvaltning generelt – uavhengig av om formålet er sikring, effektivisering eller risikoøkning – er knyttet til at de interne systemene for overvåkning og måling av risiko ikke fungerer. Kredittilsynet har så langt ikke særlig tilsynserfaring med verdipapirfond som bruker risikoøkende strategier. Hvis selskapet har skikkelige systemer for å måle og kontrollere risiko skal imidlertid risikostyringen være under rimelig kontroll.

Krav til dekning i visse tilfeller

Markedsrisikoen på solgte terminer og utstedte kjøpsopsjoner er som nevnt i prinsippet uendelig når det ikke foreligger dekning. I utkastets § 6 foreslås en bestemmelse som tar sikte på å forby udekket shortsalg. Verdipapirfondloven § 4-11 har ikke tillatt utstedelse av kjøpsopsjon og salg på termin, uten at fondet eier underliggende. Ved lovendring av 20. juni 2003 gis imidlertid hjemmel for å åpne for at verdipapirfond kan selge finansielle instrumenter fondet ikke eier etter regler gitt i forskrift. Slik forskrift er under arbeid. Forskriften som gjelder i forsikring stiller ikke, som reglene for forverdipapirfond, krav om dekning. For forsikring kreves det som nevnt kun at leveringsforpliktelsen- og ikke markedsrisikoen, er dekket. Bakgrunnen for at det ikke stilles krav om dekning av markedsrisiko er trolig at bruk av derivater er begrenset til *”sikring og effektivisering uten at risikoen øker merkbart”*, og at dette er ansett som en tilstrekkelig risikobegrensingsregel. Regelen har sin styrke i at den er enkel og fleksibel, men har sin svakhet i at det åpnes for skjønn. Det kan således anføres at den ikke representerer et fullgodt sikkerhetsnett. Kredittilsynet har derfor foreslått en regel som krever at pensjonsinretningen må eie eller ha rett til å eie derivatets underliggende, eller eventuelt ha dekning i instrument/valutabeløp/portefølje som i stor grad samvarierer med derivatets underliggende instrument/valutabeløp/portefølje.

Strukturerte produkter

Selskapet kan etter forskriftsforslaget investere i strukturerte produkter, som for eksempel aksjeindekserte obligasjoner. Derivatelementet i det strukturerte produktet må følge reglene som gjelder for plassering i derivater. Det kan være vanskelig å verdifastsette og vurdere risikoen i strukturerte produkter. Kredittilsynet har derfor vurdert å lage forskriftsbestemmelser om hvilke typer strukturerte produkter som ligger innenfor investeringsområdet, men har ikke funnet egnede måter. Kredittilsynet mener at de krav forskriften stiller til markedsriktig og uavhengig verdifastsettelse av unoterte derivater, sammen med kravene til interne risikostyringssystemer er tilstrekkelige for å sikre en forsvarlig forvaltning.

Avgrensning mot verdipapirfond som ikke er regulert i EU/EØS

Som tidligere nevnt kan det bli vanskelig å føre tilsyn med at utenlandske tilbydere av skattebegunstigede pensjonsordninger med investeringsvalg fra EØS-området etterlever forskriften. På denne bakgrunn foreslår Kredittilsynet i tillegg til ovennevnte regler som generelt avgrenser mot bruk av fond som benytter risikoøkende derivatstrategier, en regel om at verdipapirfond som skal inngå i investeringsporteføljer knyttet til pensjonsordninger må være omfattet av Rdir. 1985/611/EØF om samordning av lover og forskrifter om visse foretak for kollektiv investering i verdipapirer (UCITS). En avgrensning til UCITS-fond medfører at verdipapirfondet oppfyller en del mistekrav til risikospredning mv. Det innebærer også sikkerhet for at det foreligger et regelverk forvaltningsselskapet må følge når derivater inngår i fondet. Ved salg av UCITS-fond må det således opplyses om at derivater inngår i fondet og hvilken strategi fondet har for bruk av derivater. De regler som er nedfelt i derivatforskriften for verdipapirfond er i stor grad basert på regelverk i UCITS-direktivet (endningsdirektivet). Et krav om at de verdipapirfond som inngår i investeringsporteføljen til skattebegunstigede pensjonsordninger med investeringsvalg skal være UCITS-fond vil dermed sikre at det foreligger et rammeverk for styring og kontroll, bl.a. ved bruk av derivater. Et slikt krav vil foruten å gi klarere regler om hvilke utenlandske fond som kan inngå i investeringsporteføljer, forenkle Kredittilsynet arbeid med å føre tilsyn med pensjonsordninger med investeringsvalg. Bestemmelsen er inntatt i utkastets § 4.

Øvrige bestemmelser i utkastet til forskrift

Kredittilsynet foreslår i § 7 samme krav til motparter som er fastsatt i forskriften som gjelder verdipapirfond. I § 8 foreslås samme krav til medregning av derivater i forhold til risikospredningsreglene som i verdipapirfondsloven §§ 4-6 flg., som uansett gjelder tilsvarende for særskilte investeringsporteføljer.

Kredittilsynet foreslår videre informasjonspliktregler som tar utgangspunkt i tilsvarende regler i forskriften som gjelder for verdipapirfond. Informasjonspliktreglene vil, for forsikringsselskapenes vedkommende, supplere informasjonspliktregler fastsatt i og i medhold av, forsikringsavtaleloven og informasjonspliktreglene fastsatt i kapitalforvaltningsforskriften kapittel 3 om fondsforsikring.

ANVENDELSE AV DERIVATER I FONDSFORSIKRING

Innledning - Særtrekk ved livsforsikring med investeringsvalg

Livsforsikring med investeringsvalg er også kalt unit linked forsikring, fondsforsikring og forsikring med fondsvalg. I det følgende er livsforsikring med investeringsvalg kalt fondsforsikring.

Fondsforsikring som tilbys av norske selskap er i hovedsak regulert av kapitalforvaltningsforskriften for forsikring, kapittel 3.

I fondsforsikring kan forsikringstaker selv velge investeringsprofilen på sparedelen av produktet gjennom valg mellom ulike verdipapirfond eller andeler i særskilte investeringsporteføljer som fondsforsikringsselskapet tilbyr, samt bankinnskudd, kontanter og andre likvider. Forsikringstaker kan endre investeringsprofilen når som helst. Fondsforsikring har store likhetstrekk med sparing i verdipapirfond og sentrale bestemmelser i verdipapirfondloven er gjort gjeldende for de særskilte investeringsporteføljene som fondsforsikringsselskapet kan tilby. Blant annet er reglene om risikospredning gjort gjeldende.

I motsetning til i verdipapirfond er det imidlertid fondsforsikringsselskapet som står som eier av fondsandeler og øvrige investeringsobjekter. Det kan knyttes avkastningsgaranti til fondsforsikring, men det gjøres normalt ikke.

Finansdepartementet har bedt Kredittilsynet vurdere om endringer i rammebetingelsene for verdipapirfonds bruk av derivater medfører behov for endringer i regelverket for forvaltningen av midler i fondsforsikring, jf. forsikringsvirksomhetsloven og tilhørende forskrift om forsikringsselskapers kapitalforvaltning §§ 15 flg. Nytt regelverk foreslås inntatt i forskrift om kapitalforvaltnings kapittel 3, om forsikring med investeringsvalg.

I denne utredningens første del er anvendelse av derivater i relasjon til individuell pensjonsforsikringsavtale (IPA) og pensjonslovene foreslått regulert. Hjemmelen for disse forslagene finnes i pensjonslovene og skatteloven. De foreslåtte bestemmelsene er å betrakte som spesialbestemmelser, som vil gå foran regler om anvendelse av derivater i fondsforsikring, fastsatt i kapitalforvaltningsforskriften med hjemmel i forsikringsvirksomhetsloven §§ 7-1 og/eller 7-4.

Forskriftens anvendelsesområde og forholdet til EØS regelverket

Vedlagte utkast til regler om anvendelse av derivater i fondsforsikring vil, i likhet med de kapitalforvaltningsregler som for øvrig gjelder for fondsforsikring, bare gjelde for norske forsikringsselskap. Det vises til eneretten hjemlandet etter Rdir 2002/83/EF har til å utøve finansielt tilsyn basert på eget regelverk, fastsatt innenfor de rammer direktivet fastsetter.

Plasseringsregler mv som gjelder for fondsforsikring

Regler om plassering av midler innen fondsforsikring er som nevnt gitt i kapittel 3 i forskrift om forsikringsselskapers kapitalforvaltning. Reglene innebærer at verdipapirfondens hovedregler om hvilke aktiva som kan inngå i et verdipapirfond og kravene til risikospredning

i fondene er gjort gjeldende for særskilte investeringsporteføljer så langt de passer. Henvisningene til verdipapirfondloven i kapitalforvaltningsforskriften § 16 er imidlertid ikke ajourført i forhold til senere endringer i verdipapirfondloven. Det henvises i dag til bestemmelser i verdipapirfondloven §§ 4-4 til 4-7, som senere er revidert og inntatt i §§ 4-5 til 4-9. Pensjonslovene, som ble ajourført ved endringen av verdipapirfondloven, viser til dagens §§ 4-6 til 4-9. Tilsvarende tilpasning foreslås i kapitalforvaltningsforskriften.

I store trekk gjelder følgende regler ved sammensetningen av særskilte investeringsporteføljer:

1. Kapitalinnskudd i investeringsporteføljene kan bare plasseres i finansielle instrumenter (verdipapirer og derivatkontrakter mv) som bestemt i verdipapirfondloven § 4-6.
2. Kravene til likvid plassering i verdipapirfondloven § 4-6 gjelder.
3. Kravene til risikospredning i verdipapirfondloven §§ 4-8 og 4-8a gjelder.
4. Kravene til risikoberegning i samme lovs § 4-9 gjelder.

Kapitalforvaltningsforskriften inneholder for øvrig særskilte regler for forvaltning av midler som skal dekke *selskapets* avsetninger for avkastningsgaranti og andre forsikringsmessige risikoer som dekkes av selskapet. Slike eiendeler må oppfylle samme krav, og er underlagt samme risikobegrensninger, som gjelder for eiendeler som dekker de forsikringsmessige avsetninger for livsforsikringsvirksomhet med rentegaranti. Det vil si at kapitalforvaltningsforskriften kapittel 2 gjelder for forvaltning av disse midlene.

Vurdering av behovet for regler om anvendelse av derivater

Forskrift om bruk av derivater i forsikring gjelder ikke for fondsforsikringsvirksomhet. Idet forsikringstaker har investeringsrisikoen, gjør de *soliditetshensyn* som ligger til grunn for begrensningen i bruk av derivater i ordinær livsforsikring seg ikke gjeldende for denne typen forsikring. Det kan reises spørsmål om *kundevernensyn* tilsier at det gis regler som gir samme begrensning på anvendelse av derivater for fondsforsikring som for livsforsikring med rentegaranti og som foreslås for skattebegunstigede pensjonsordninger med investeringsvalg i avsnittet foran. Det er således tvilsomt om forbrukere (samt små og mellomstore bedrifter) besitter tilstrekkelig kunnskap om konsekvensene av at midler blir plassert i verdipapirfond eller særskilte investeringsporteføljer som anvender risikookkende derivatstrategier. Idet EØS-reglene som gjelder for livsforsikring (Rdir 2002/83/EF) gir selskapets hjemstat enerett til å utøve det finansielle tilsyn basert på eget regelverk fastsatt innenfor de rammer direktivet setter opp, vil imidlertid en slik forskrift bare kunne gjøres gjeldende for *norske* selskap. Kundevernensynet må derfor veies opp mot den konkurransevridning som vil oppstå hvis

norske selskap underlegge et strengere regelverk enn utenlandske selskap som tilbyr livsforsikring med investeringsvalg (livrenteprodukter) i Norge i dag. Kredittilsynet har etter dette, ut fra en samlet vurdering, konkludert med at det ikke bør innføres begrensninger på plasseringer i fond som anvender risikoøkende derivatstrategier.

Kapitalforvaltningsforskriften § 17 åpner for at det knyttes *avkastningsgaranti* også til livsforsikring med investeringsvalg. I slike tilfelle bør forsikringsselskapet selv sette begrensninger på forsikringstakers investeringsvalg, enten det gjelder hvor stor andel av porteføljen som plasseres i rene aksjefond mv, eller i hvilken grad forsikringstaker kan velge plasseringer i verdipapirfond som anvender risikoøkende derivatstrategier. Kredittilsynet har imidlertid kommet til at soliditetshensyn i slike tilfelle tilsier at forsikringstakers investeringsvalg i henhold til kapitalforvaltningsforskriften bør være begrenset til verdipapirfond og investeringsporteføljer hvor derivater bare kan anvendes til sikring og effektivisering, uten at risikoen øker merkbart. Det bør imidlertid nevnes at Kredittilsynet så langt ikke er kjent med at fondsforsikringsselskap gir avkastningsgaranti etter kapitalforvaltningsforskriften § 17. Det forventes således ikke at dette forslag vil bli særlig omtvistet.³

Kredittderivater, som i realiteten innebærer at det gis garantier for at en tredjemann oppfyller sine gjeldsforpliktelser, svarer etter Kredittilsynets oppfatning til de dekninger som kredittforsikring innebærer og til de garantier som ytes av banker. Kredittderivater kan etter gjeldende rett ikke anvendes i norske UCITS-fond og heller ikke i andre verdipapirfond som er godkjent iht til den norske verdipapirfondloven. Synspunktene på hvorvidt kredittderivater er forenlige med UCITS-direktivet er imidlertid ulike innenfor EØS-området. I den grad utenlandske fond benyttes, kan de således også inneholde kredittderivater som innebærer kreditt risiko som nevnt. Kredittilsynet har i brev av 12. desember 2002 til Finansdepartementet foreslått forbud mot at ordinære forsikringsselskap benytter kredittderivater som innebærer at forsikringsselskapet gir garanti for at tredjemann oppfyller sine gjeldsforpliktelser. De soliditetshensyn som ligger til grunn for dette forslaget, tilsier imidlertid neppe at det gis et tilsvarende forbud i fondsforsikring, når det ikke foreligger avkastningsgaranti. Hensynet til konkurransehelikhet gjør seg imidlertid også gjeldende her. Kredittilsynet har etter en samlet vurdering kommet til at det bare bør foreslås forbud mot at kredittderivater kan inngå i verdipapirfond eller i særskilte investeringsportefølje når det er gitt en avkastningsgaranti som selskapet hefter for.

³ Den samme argumentasjonen kan anføres for ytelsesbasert foretakspensjon med investeringsvalg. Denne type produkter er imidlertid omfattet av forslaget til forskrift med hjemmel i pensjonslovene. Selv om det ikke er soliditetshensyn som ligger til grunn for dette forslaget, vil soliditetshensynene bli *ivare tatt* av denne forskriften.

Forskrift om verdipapirfonds handel med derivater åpner som nevnt for bruk av risikøkende derivatstrategier i verdipapirfond. Samtidig settes en del tilleggskrav som skal sikre kompetanse og styring av risiko i forvaltningsselskapet, samt sikre at derivathandelen skjer innenfor betryggende rammer. Behovet for å fastsette minimumskrav er neppe mindre i fondsforsikring enn ved verdipapirfondsforvaltning. Fondsforsikring har som nevnt store likhetstrekk med verdipapirfondsvirksomhet. Hensynet til konkurranselighet taler således også for å gi like regler.

Som i fondsforvaltning, vil et overordnet hensyn i fondsforsikring være at fondsforsikringsselskapet gir kvalitativt god og utfyllende informasjon til forsikringstaker om risikoen forbundet med ulike investeringsvalg. I tillegg til de informasjonskrav som gjelder i dag, foreslår Kredittilsynet at fondsforsikringsselskapet skal pålegges å gi samme informasjon som forvaltningsselskapene må gi om verdipapirfond som anvender derivater.

Som nevnt i foregående avsnitt om skattebegünstigede pensjonsordninger med investeringsvalg kan derivater være knyttet til andre finansielle instrumenter, som obligasjoner, der avkastningen har karakter av et opsjonselement. Det er etter Kredittilsynets oppfatning også i fondsforsikring behov for å presisere at reglene om anvendelse av derivater også gjelder når et omsettelig verdipapir eller pengemarkedsinstrument inneholder et derivatelement. Det vises i den sammenheng til det som er sagt om denne type produkter i foregående avsnitt.

Det mest aktuelle plasseringsalternativet i fondsforsikring er verdipapirfond. Bestemmelsene i kapitalforvaltningsforskriften § 15 setter etter sin ordlyd ingen begrensninger på hvilke typer verdipapirfond som kan inngå i en investeringsportefølje. Kredittilsynet mener fondsforvaltningsselskap ikke uten videre bør kunne tilby i utenlandske fond som faller utenfor UCITS-direktivet. For slike fond er det således ikke harmoniserte regler. Det vil derfor ikke være noe kjent og felles nivå for risikobegrensning eller investorbeskyttelse. Det bør derfor gjøres en konkret vurdering av hvilke fond selskapet kan tilby. Kredittilsynet foreslår at selskapet bare kan tilby utenlandske nasjonale fond som er godkjent for markedsføring i Norge etter verdipapirhandelloven §§ 6-13 og 6-14. På denne måten vil en sikre investorbeskyttelse på linje med den som ligger i verdipapirfondloven og som gjelder for norske nasjonale fond.

Forslag til regler om anvendelse av derivater i fondsforsikring mm

Kredittilsynet foreslår at det inntas en ny § 16 A i kapittel 3 i kapitalforvaltningsforskriften med regler om anvendelse av derivater i fondsforsikring.

Det foreslås at kapitalinnskudd i særskilte investeringsporteføljer bare kan plasseres i derivater når plasseringene oppfyller vilkårene i forskrift 8. juli 2002 nr. 800 om

verdipapirfonds handel med derivater. I tråd med dette foreslås det at andeler i utenlandske verdipapirfond bare kan inngå i investeringsporteføljer når fondets plasseringer i derivater minst gir den samme beskyttelse som derivatinvesteringer i samsvar med forskrift 8. juli 2002 nr. 800 om verdipapirfonds handel med derivater og fondet er godkjent for markedsføring i Norge. Sistnevne regel er fremgår av forslaget til § 15, fjerde ledd. Det samme vil etter forslaget gjelde eventuelle underfond verdipapirfondet har andeler i.

Det foreslås også at derivatreglene skal gjelde når et omsettelig verdipapir eller pengemarkedsinstrument inneholder et derivatelement, se forslaget § 16 A fjerde ledd.

Det foreslås videre at begrensingsbestemmelsene i § 4 i forskriften om bruk av derivater i forsikring skal gjelde tilsvarende for forsikringstakers investeringsvalg hvis det er knyttet avkastningsgaranti til forsikringskontrakten. Kredittilsynet foreslår en tilsvarende regel for kredittderivater som innebærer salg av beskyttelse fra selskapets side. Reglene fremgår av forslaget § 16 A femte og sjette ledd.

Endelig foreslås at informasjonspliktreglene i kapitalforvaltningsforskriften suppleres med informasjonspliktreglene i forskriften om anvendelse av derivater i verdipapirfond, se forslaget til nytt fjerde ledd i § 18.