

Finansdepartementet  
V/Finansmarkedsavdelingen  
Att: Jan Bjørland / Per Øystein Eikrem  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo  
Faksnr: 22 24 45 35

Deres ref:

Vår ref: 295311

Dato: 20.04.2004

## **Høringsuttalelse - tilpasninger i pensjonslovgivningen som følge av ikrafttredelse av forskrift om verdipapirfonds handel med derivater**

Det vises til brev fra finansdepartementet datert 20. januar 2003 vedlagt høringsnotat og utkast til forskrift fra Kredittilsynet. Høringsfristen var satt til 13. april 2003. Det vises til samtale med Finansdepartementet den 30. mars 2004 og påfølgende telefaks fra Oslo Børs datert 14. april 2004, hvor børsen har informert om at vi ikke er i stand til å overholde fristen. I tråd med vår telefaks til departementet innsendes denne høringsuttalelse den 20. april. Vi beklager igjen på det sterkeste at denne høringsuttalelse fremsettes en uke etter fristens utløp.

Børsen har følgende kommentarer til de fremsatte forskrifts forslag vedrørende begrensninger i anvendelsen av derivater i pensjonsordninger med investeringsvalg:

### **1 Bakgrunn**

Oslo Børs forstår bakgrunnen for de fremsatte forskriftsforslag slik at Departementet og Kredittilsynet mener det er behov for å beskytte pensjonsinvesteringer mot plassering i produkter som gir høy risiko for tap. Oslo Børs er enig i at det må gis bestemmelser som beskytter investorer mot selv å treffe investeringsbeslutninger uten tilstrekkelig kunnskap om den risiko de derved utsetter sin pensjonssparing for. Vi har videre forståelse for Departementets ønske om å begrense muligheten for skattefradrag i de tilfelle hvor pensjonsmidlene plasseres i henhold til uakseptable investeringsmetoder og risikonivåer. Som det fremgår i det følgende er vi imidlertid ikke enige i at de foreslåtte regler er hensiktsmessige for å oppnå dette resultatet.

### **2 Forslag til utfyllende bestemmelser i pensjonslovene m.v.**

De regler som er foreslått utfylt ved *ny forskrift om investeringsporteføljer i pensjonsordninger med investeringsvalg* (heretter kalt "forskriftsforslaget") er lov om foretakspensjon § 11-4, lov om innskuddspensjon i arbeidsforhold § 3-4 og Individuelle pensjonsavtaler med investeringsvalg etter skatteloven (IPA) jf § 6-47 - i forskrift 19. november 1999 nr 1158, jf forskriftsforslaget § 1.

Lov om foretakspensjon § 11-4 og § 11-5 og lov om innskuddspensjon i arbeidsforhold § 3-4 regulerer kravene til investeringsporteføljer og er tilnærmet likelydende. Lov om innskudd i arbeidsforhold § 3-4 lyder:

*"(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."

## **2.1 Prinsipielt skille**

Slik børsen ser det må det gjøres et prinsipielt skille mellom de situasjoner hvor den enkelte pensjonssparer (arbeidstakeren selv eller arbeidsgiveren på vegne av de ansatte) selv velger direkte hvilke fond pensjonssparerens midler skal plasseres i og de situasjoner hvor forsikringsselskapet setter sammen en "særskilt investeringsportefølje" som pensjonssparerer så kan velge å plassere midlene i. Videre bør det etter vår oppfatning skilles mellom pensjonssparing gjennom arbeidsforholdet og de rent private pensjonssparingsavtalene. Vi vil i det følgende gjennomgå og begrunne disse skillene og skissere vår oppfatning av hvordan dette mest hensiktsmessig bør reguleres.

## **2.2 Forslaget**

Slik forskriftsforslaget § 4 er formulert er vi noe usikre på om begrensningen (av investeringsprodukt) skal gjelde både de situasjoner hvor pensjonssparerer selv velger direkte og der forsikringsselskapet setter sammen en særskilt investeringsportefølje, eller om bare førstnevnte alternativ omfattes. Det vises til ordlyden i § 3-4 (1) i lov om pensjonssparing i arbeidsforhold referert i punkt 2 over.

Forvirringen på dette punkt oppstår da de aktuelle lovbestemmelser forskriften skal utfylle benytter begrepene "investeringsportefølje" og "særskilt investeringsportefølje" og "verdipapirfond" i forskjellig betydning. Slik vi forstår de aktuelle lovbestemmelsene kan en "investeringsportefølje" bestå av andeler i "verdipapirfond" eller andeler i "særskilt investeringsportefølje". En "særskilt investeringsportefølje" kan igjen bestå av verdipapirfondsandeler, enkeltinstrumenter som aksjer og derivater m.v innenfor rammene av verdipapirfondloven §§ 4-6 til 4-9. Spørsmålet er da om de bergrensninger av "verdipapirfond" som følger av forskriftsforslagets § 4 også gjelder de verdipapirfond som inngår i "særskilte investeringsporteføljer". Etter vår oppfatning tilsier ikke hensynet til beskyttelse av pensjonssparerne at også innholdet i de "særskilte investeringsporteføljene" skal ha en slik begrensning. Vi vil i det følgende gi en skisse av hvordan hensiktsmessig regulering på dette området etter vår oppfatning bør se ut:

## 2.3 Hensiktsmessig regulering

### 2.3.1 **Bakgrunn: Risikovurdering, tradisjonell og moderne porteføljeforvaltning**

Tradisjonell porteføljeforvaltning tar utgangspunkt i fundamental porteføljeteori der en kombinasjon av en veldiversifisert aksjeportefølje (markedsporteføljen) og en renteinstrumentportefølje velges. Fordelen med veldiversifisering av aksjeporteføljen er minimering av selskapsspesifikk risiko og derfor også porteføljerisiko. Forvalteren velger den optimale kombinasjonen mellom aksjer og renteinstrumenter utfra investorenes preferansestruktur i forhold til risiko og forventet avkastning. Gjeldende norske regler er i stor grad basert på denne type forvaltning.

Innen moderne porteføljeforvaltning blir det mer og mer vanlig med en spesialisering innenfor bestemte forvaltningsområder hos den enkelte forvalteren. Spesialiseringen skjer ikke bare innen optimal rente- og aksjeforvaltning, men også mellom alpha- og betaforvaltning (hvh selskapsspesifikk og markedsspesifikk risiko/avkastning).

Selvom mange forvaltere fremdeles anvender seg av den tradisjonelle porteføljeteorien, så tilnærmes ikke teoriens fordeler før minst fire eller flere ulike fond kombineres. Den teoretiske veldiversifiserte "markedsporteføljen" er vanskelig å duplisere i ett enkelt fond. Videre har det også i forhold til tradisjonell porteføljeforvaltning oppstått nye investeringsstrategier som baserer seg for eksempel på volatilitet eller såkalt spread-trading, hvor forvalteren tar long- og shortposisjoner i to selskaper i samme sektor for å tjene på kursdifferansen. For å kunne gjennomføre slike strategier trenger man i Norge en ny shorthandelforskrift.

I henhold til de porteføljeforvaltningsteorier man i dag anvender seg av - moderne eller tradisjonell porteføljeteori - er det den *totale reelle risiko* for porteføljen som er interessant fra et risikoperspektiv, ikke risikoen til et enkeltinstrument isolert sett.

#### Eksempel:

Hva er mest risikofyllt for en investor: (1) å selge en Norsk Hydro (NHY) aksje på termin (uten å eie underliggende - dvs udekket shortsalg) eller (2) å kjøpe 1000 Opticom-aksjer? I henhold dagens regler er (1) ikke lov for fond jf vpfl § 4-11, mens det ikke finnes begrensninger for (2) annet enn de som følger på overordnet porteføljenivå, jf derivatforskriften.

I dette tilfellet gir svaret seg selv, og man behøver ikke engang å beregne standardavvik på daglige kursbevegelser for å kunne fastslå at kjøpet av 1000 Opticom aksjer er forbundet med betydelig høyere reell risiko enn salget av en NHY aksje på termin (uten dekning i underliggende). Faktum er at dersom investoren selger NHY-aksjen på termin, vil han i de fleste tilfeller redusere sin kursrisiko dersom han forøvrig har en veldiversifisert aksjeportefølje (som ikke inneholder NHY-aksjer). Dette som følge av at han på generelt grunnlag har redusert sin aksjeeksponering.

Eksempelet illustrerer hva vi ønsker å poengtere, nemlig at man ikke får hensiktsmessige regler dersom reglene setter grenser på enkeltinstrumentnivå. Reguleringen må skje på porteføljenivå og inneholde krav til diversifisering, belåningsgrad, kredittrisiko og oppgjørsmessig risiko for porteføljen som sådan.

### 2.3.2 **Pensjonsspareren velger direkte**

Oslo Børs mener det er fornuftig å ha en forskriftsbestemt begrensning av hvilke verdipapirfond den enkelte pensjonssparer eller dennes arbeidsgiver kan velge å investere pensjonsmidler i. De argumenter og beskrivelser som er gjort over i punkt 2.3.1 er basert på at den som skal investere er en profesjonell porteføljeforvalter som har kunnskap og systemer for å beregne reell risiko i en portefølje. Private pensjonssparere og deres arbeidsgivere vil som oftest ikke besitte den nødvendige kunnskap for å gjøre slike porteføljevurderinger.

I henhold til forskriftsforslaget gjøres begrensningen ved at det kun kan velges verdipapirfond som er omfattet av UCITS direktivet, med unntak av de fond som benytter adgangen til å foreta risikøkende strategier. Oslo Børs ser at en slik avgrensning kan være enkel å praktisere for tilsynsmyndigheten, men vil påpeke at skillet mellom de fond som da tillates og de som ikke tillates i mange tilfelle ikke reelt sett være begrunnet i at de som kan velges har en lavere risiko. I enkelte tilfelle vil faktisk fond som kan drive risikøkende derivatstrategier, nasjonale fond eller utenlandske fond som tillates markedsført i Norge ha lavere reell risiko en de fond som automatisk vil være tillatte investeringsobjekter i henhold til forskriftsforslaget.

**Oslo Børs foreslår derfor at det lages en godkjenningsordning hvoretter fond som kan drive risikøkende derivatstrategier, nasjonale fond og utenlandske fond som tillates markedsført i Norge kan oppnå særlig godkjenning som pensjonssparingsobjekter, etter en reell risikovurdering fra en offentlig godkjenningsmyndighet.**

Etter vår oppfatning kan og bør det legges opp til en godkjennelsesordning hvor f. eks Kredittilsynet vurderer de nevnte fond individuelt. Kredittilsynet må uansett vurdere nasjonale fond og utenlandske fond for at disse skal få tillatelse til å markedsføre seg i Norge. I tillegg mener vi at de UCITS fond som er holdt utenfor forskriftsforslaget, må gis mulighet til en individuell vurdering basert på det enkelte fonds reelle risiko. En slik ekstravurdering kunne i så fall forutsette at det enkelte fond måtte redegjøre og forklare sin aktuelle risikoprofil utfra reelle risikobetraktninger jf punkt 2.3.1 over som grunnlaget for Kredittilsynets vurdering. Vi foreslår følgende tillegg i den foreslåtte forskriftsteksten i § 4:

- "3. UCITS- fond som faller utenfor nr 1 og 2 over, nasjonale fond eller utenlandske fond godkjent for markedsføring i Norge, som etter en samlet risikovurdering ikke har høyere totalrisiko enn fond omfattet av nr 1 og 2 over."*

**Oslo Børs foreslår videre at det gjøres en nærmere vurdering av hvorvidt innføringen av et skille mellom profesjonelle investorer og ikke-profesjonelle investorer i relasjon til ny shorthandelforskrift, skal få betydning også i relasjon til pensjonssparingsreguleringen.**

Man kan jo for eksempel tenke seg at enkelte arbeidsgivere besitter den nødvendige kunnskap til å sette sammen en portefølje ut fra de samme kriterier som forsikringsselskapet benytter i sin sammensetning av "særskilte investeringsporteføljer" (se punkt 2.3.4 nedenfor) og at begrensningen på enkeltinstrumentnivå ikke bør gjelde for disse. Det bør da imidlertid etter vår oppfatning måtte legges til grunn at slike arbeidsgivere godtgjør at de er kvalifisert til å gjøre slik porteføljeforvaltning.

### 2.3.3 **Privat pensjonssparing utenfor arbeidsforhold**

Når det gjelder pensjonssparingsavtaler den enkelte kan inngå utenfor arbeidsforhold, har disse sterke likhetstrekk med øvrige sparingsformer for private. Oslo Børs foreslår derfor at disse ikke underlegges slike begrensninger tilsvarende forskriftsforslagets § 4. Slike pensjonssparingsavtaler bør kunne plasseres i alle de verdipapirfond som tillates markedsført i Norge, også slike UCITS-fond som gir adgang til risikøøkende derivatstrategier, nasjonale fond og utenlandske fond godkjent av Kredittilsynet. Det vises det til de generelt strenge krav som stilles til fond i Norge ved det øvrige regelverk som fondene må følge.

### 2.3.4 **Forsikringsselskapet setter sammen en "særskilt investeringsportefølje"**

I de tilfelle hvor pensjonsspareren (ansatte, arbeidsgivere eller privatpersoner) ber forsikringsselskapet om å sette sammen en særskilt investeringsportefølje bør det ikke legges begrensninger for hvilke instrumenter som kan anvendes. I henhold til dagens regler vurderes risikospørsmålet i slike tilfeller på porteføljenivå, uten begrensning i forhold til de enkelte instrumenter som legges inn i porteføljen. Vi viser her til den redegjørelsen for porteføljevaltning og risikovurdering som er gjort under punkt 2.3.1 over. Vi påpeker at det stilles strenge krav til kunnskap og rutiner relatert til beregning av risiko ved sammensetning av slike porteføljer. For at forsikringsselskapene skal kunne benytte seg av moderne porteføljevaltning er det avgjørende at det ikke settes grenser i forhold til de instrumenter som kan inngå i porteføljen.

## 2.4 **Oppsummering**

Oslo Børs mener at det bør gjøres en form for avgrensning for å redusere risikoen ved pensjonssparing der pensjonssparerne selv velger direkte hvilke fond de oppsparte midlene skal plasseres i. Vi mener imidlertid at forslaget bør utvides med en godkjenningsordning for fond basert på en risikovurdering av det enkelte fond. Eventuelt bør det også vurderes å innføre et skille mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle pensjonssparere, med betydning i forhold til begrensning av enkeltinstrumenter midlene kan plasseres i.

Oslo Børs mener også at pensjonssparing av rent privatkarakter, dvs ikke via en arbeidsgiver, ikke bør underlegges tilsvarende begrensninger. Slik sparing bør kunne gjøres i alle fond som kan markedsføres i Norge.

For forsikringsselskapenes sammensetning av særskilte investeringsporteføljer mener Oslo Børs at gjeldende rammeverk setter tilstrekkelig forsvarlige rammer, forutsatt at aktørene følger de regler som gjelder. Det bør ikke legges begrensninger på enkeltinstrumentnivå for de fond som kan inngå i slike "særskilte investeringsporteføljer".

Med hilsen  
OSLO BØRS ASA



Cecilie Grue Ruud  
Advokat  
Juridisk