

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

FINANSDEPARTEMENTET	
19. APR. 2004	
Saksnr.	02, 1162-32
Arkivnr.	413.41



Dato: 16.04.2004
Vår ref.: 2004/00055
LO/bk
Deres ref.: 02/1162 FM KyK

Høring – tilpasninger i pensjonslovgivningen som følge av ikrafttredelse av forskrift om verdipapirfonds handel med derivater

Det vises til Finansdepartementets høringsbrev datert 20.01.04 der det bes om kommentarer til Kredittilsynets forslag om regulering av bruk av derivater i pensjonsforsikring med investeringsvalg, samt i fondsforsikring generelt. Det er foreslått ny forskrift til lov om foretakspensjon, lov om innskuddspensjon og skattelovens regler om individuell pensjonssparing, samt endring i forskrift om kapitalforvaltning i livsforsikring.

Forslaget omhandler kompliserte problemstillinger. I anledning høringsrunden har en av FNHs medlemsbedrifter (Storebrand) innhentet en vurdering av de foreslåtte tilpasninger i regelverket fra advokatfirmaet Wiersholm, Mellbye & Bech. Vurderingen er utarbeidet av advokat Kjersti T. Trøbråten og vedlegges FNHs uttalelse. FNH deler vurderingene som fremkommer i notatet fra Wiersholm, Mellbye & Bech.

Hovedsynspunkter

FNH støtter et overordnet hensyn om å forby bruk av derivatstrategier som vesentlig øker samlet risiko i investeringsporteføljer for skattebegunstigede pensjonsordninger med investeringsvalg. Vi finner imidlertid, i likhet med det som fremkommer i vedlagte notat, at enkelte av forslagene er så restriktive at de begrenser muligheten til å forestå en effektiv porteføljeforvaltning, og uten at forslagene i seg selv fremmer formålet med forslaget.

FNH mener det er viktig å sikre at profesjonelle institusjonelle kunder får lov å velge non-UCITS produkter i sitt investeringsvalg. Det er i tråd med tidligere innspill fra FNH til Kredittilsynet om at det bør trekkes en skille mellom markedsføring av produkter til profesjonell og ikke-profesjonelle kunder med utgangspunkt i definisjoner utarbeidet av Committee of European Securities Regulators (CESR) og som vil bli inntatt i det nye Directive on Financial Instrument Markets, som kommer til erstatning for gjeldende Investment Services Directive.

FNH ser at det kan være behov for å begrense valg av forvaltningsprodukter til privatpersoner. Inntil nylig var det kun profesjonelle investorer som var involvert i forvaltning av tjenstepensjonsordninger. Med investeringsvalg for tjenstepensjonsordninger gis det adgang for bedrifter eller de ansatte å styre forvaltning av pensjonen selv. Også innenfor individuelle pensjonsordninger er det den enkelte som kan

styre forvaltningen av pensjonsmidlene. FNH mener at det vil være etterspørsel etter sammensatte porteføljer som tilbys som særskilte investeringsporteføljer, men hvor den profesjonelle forvalter, eksempelvis forsikringsselskapet, forestår forvaltningen.

Det bør gis hensiktsmessige rammer for bruk av de instrumenter som er nødvendig for å kunne drive med effektiv porteføljestyring. Det vil inkludere bruk av fond som ikke tilfredsstillende UCITS-kravene og bruk av kredittderivater. Det forutsettes her at den totale risikoen ikke vil overstige det som hadde vært tilfellet om man kun hadde investert i mer tradisjonelle produkter.

Våre hovedinnvendinger mot forslaget er som følger. Nærmere begrunnelse følger nedenfor.

- Forslagene i §§ 4-8 fokuserer i all hovedsak på enkeltelementer i en investeringsportefølje. Risikobegrensningene bør i stedet primært fokusere på samlet risikonivå i de investeringsvalg (delporteføljer) som kunden står overfor, enten disse består av særskilte investeringsporteføljer tilrettelagt av forsikringsselskapet eller verdipapirfond.
- Plasseringsreglene bør utformes slik at forvaltere som har systemer og kompetanse til å styre risikoen på porteføljenivå, fortsatt tillates å sette sammen særskilte investeringsporteføljer som kan inneholde enkelte risikoøkende derivatinstrumenter eller fond som bruker derivatinstrumenter risikoøkende, men som likevel på porteføljenivå ikke har slike risikoøkende egenskaper. Forsikringsselskapet v/styret vil påse at selskapet forestår en forsvarlig kapitalforvaltning av investeringsporteføljer. Forvaltere som ikke har tilstrekkelig kompetanse eller systemer til å styre risiko på porteføljenivå, vil måtte hensynta dette ved å avstå å tilby slike investeringsporteføljer .
- Plassering av midler i kredittderivater representerer en isolasjon av en enkeltrisiko knyttet til obligasjoner (som er tillatt å investere i), og bør tillates innenfor den risiko lovlig plassering i obligasjoner representerer
- Det bør foretas en nøyere vurdering av i hvilken grad de foreslåtte regler kan gjøres gjeldende for utenlandske tilbydere
- Det er ingen grunn til å skille mellom produkter som kan inngå i investeringsporteføljer ut fra livsforsikringsproduktets skattetilhørighet eller andre skiller mellom livsforsikringsprodukter (herunder pensjonsforsikring)

Nærmere om FNHs innvendinger

Reguleringsnivå

Forslaget til tilpasninger i pensjonslovgivningen synes å forlate et underliggende premiss om at en bør legge til grunn en porteføljetankegang når risikoen ved enkeltinstrumenter, herunder verdipapirfond, skal vurderes. I stedet har man valgt å regulere helt ned til enkeltelementene i investeringsporteføljen ved å foreslå at enkeltfond skal tilfredsstillende enkelte krav, samt lagt ned forbud mot bruk av kredittderivater til å ta kredittisiko. FNH er

av den oppfatning at reguleringen bør legges på investeringsporteføljenivå, ikke ned på enkeltelementer i en portefølje.

Reguleringsvirkemiddel

Kredittilsynet har i sitt forslag lagt til grunn at investerbare fond i pensjonsordninger med investeringsvalg skal være omfattet av UCITS-direktivet og videre ikke benytte derivater på en risikoøkende måte. FNH synes UCITS-kravene kan være en godt utgangspunkt, men er mindre sikre på at disse kravene er egnet til å oppnå hensynet bak forslaget til tilpasninger i pensjonsregelverket, nemlig å beskytte enkeltinvestorers pensjonsmidler mot uforsvarlig risikotaking. UCITS-regelverket er primært fokusert rundt spredningsbestemmelser for enkeltinvesteringene i fondet, og tar ikke hensyn til konsentrasjon av risiko innenfor enkelt land eller sektorer. Et teknologifond er et godt eksempel på et UCITS fond som er diversifisert mht. enkeltinvesteringer, men der totalrisikoen likevel er stor. UCITS fond vil derfor ikke uten videre være mindre risikable enn fond med derivatbruk.

Det selges og markedsføres i Norge i dag en rekke fond som ikke tilfredsstillende UCITS-regelverket, men som er godkjent for markedsføring og salg mot allmennheten av Kredittilsynet. Svært mange av disse forvaltes av norske forvaltningsselskaper og har investeringer i norske verdipapirer. FNH mener at alle fond som er tillatt markedsført i Norge, men som ikke bruker risikoøkende derivatstrategier, må kunne benyttes i en investeringsportefølje - ikke bare UCITS fond.

Særskilte investeringsporteføljer

Ved sammensetningen av en særskilt investeringsportefølje (som kunden igjen kan legge til grunn for sin forsikring) har forsikringsselskapet ved styret et overordnet ansvar for at lov- og forskriftsfestede krav til forvaltningen overholdes. Forsikringsselskapet er underlagt alminnelige krav til forsvarlig kapitalforvaltning. Dette medfører at selskaper ved sammensetning av porteføljer vil måtte ta hensyn til egen kompetanse og evne til å analysere og styre risikoen i porteføljene.

FNH er av den oppfatning at det ikke er behov for at det i forskrift fastsettes ufravelige begrensninger i forhold til enkelt elementer i særskilte investeringsporteføljer. En rekke forsikringsselskaper er meget profesjonelle på dette området, og har kompetanse til å foreta balansering av risikoen i porteføljen selv basert på avanserte og godt innarbeidede porteføljestyringsystemer. Av dette følger det at det ikke bør være noe behov for å detaljregulere hvilken derivatstrategi fond som inngår i en særskilt investeringsportefølje kan ha.

Kredittderivater

I høringsnotatet er det for begge forskrifter foreslått forbud mot salg av beskyttelse gjennom utstedelse av kredittderivater. Det vises til at det å utstede kredittderivater ikke er i samsvar verken med virksomhetsbegrensningene eller med separasjonsprinsippet. FNH synes denne tilnærmingen er for unyansert. Salg av beskyttelse innebærer den samme kreditttrisikoesponering som alminnelige kjøp av foretaksobligasjoner; dersom utsteder misligholder sine forpliktelser, oppstår tap for investor. Imidlertid vil mange kredittderivater representere mindre risiko enn å skulle investere i underliggende foretaksobligasjoner. Markedene for kredittderivater preges av mye større likviditet og

dermed tryggere prisfastsettelse. Gjennom kredittderivater kan man enklere oppnå en meget godt diversifisert kreditteksponering uten samtidig å måtte ta renterisiko, valutarisiko og likviditetsrisiko.

Dersom utstedelse av kredittderivater ikke medfører økt eksponering av kreditt risiko enn det som uansett ligger implisitt i finansielle instrumenter som lovlig kan inngå i porteføljen (foretaksobligasjoner), kan FNH ikke se at det verken foreligger brudd med virksomhetsreglene eller med separasjonsprinsippet.

Effektiv forvaltning og produktneutralitet

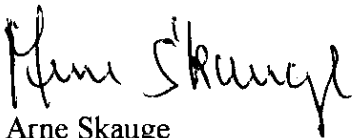
Tjenestepensjonsforsikring med investeringsvalg representerer en ny reguleringsmessig utfordring hvor individer kan bestemme sammensetningen av investeringsportefølje tilknyttet pensjonsmidlene, noe som tidligere var forbeholdt arbeidsgiveren og forsikringsselskaper. Også innen individuelle pensjonsforsikring og individuell kapitalforsikring har den enkelte adgang til å bestemme investeringsprofil. FNH er opptatt av at regulering i form av lover og forskrifter skal fremme nøytralitet mht. livsforsikringsprodukter og den underliggende bruk av finansielle instrumenter for å konstruere investeringsprodukter. Dersom regler for ulike typer livsforsikringsprodukter utvikler seg ulikt, vil selskapene ikke kunne samkjøre produktspekteret i de ulike forsikringsproduktene

Derivater er et viktig redskap i effektiv kapitalforvaltning, og det er i kundenes interesse at forvaltningen skjer på en optimal måte. Bruk av derivater kan bidra til en mer rasjonell og effektiv måte å drive forvaltningen på.

Etter FNHs oppfatning bør det foreligge klare hensyn som tilsier ulik behandling av investeringer for ulike forsikringsprodukter før en slik differensiering velges. Vi kan ikke se at slike hensyn er presentert i høringsnotatet.

Med hilsen

FINANSNÆRINGENS HOVEDORGANISASJON



Arne Skauge
Adm. direktør



Leif Osland
Underdirektør

Kopi: Kredittilsynet

Vedlegg:

Vurdering av Wiersholm, Mellbye & Bech v/Advokat Kjersti T. Trøbråten