



2005/00574 – Tor Hvidsten og Fredrik Haugen/FNH

**NOTAT**Vedlegg til FNHs brev 22.12.05

## Behov for endringer i regelverket for forsikringselskapers kapitalforvaltning

### Innholdsfortegnelse

<b>0. Innledning</b> .....	2
<b>1. Tilpasning av regelverket til endringer i finansmarkedene og ny forsikringslov for produkter uten investeringsvalg</b> .....	6
<b>1.1 Kapitalforvaltningsforskriften</b> .....	7
a) Samlet ramme for ”andre omsettelige finansielle instrumenter” - § 6 (1) nr. 14 og § 7 (6).....	7
b) Samlet ramme for aksjer – § 7(1).....	12
c) Samlet ramme for usikrede lån - § 7 (7) .....	12
d) Største eksponering mot enkeltrisikoeer – utsteder av verdipapirer/motpart ved handel i finansielle instrumenter - § 8 (1) .....	13
e) Største eksponering mot enkeltrisikoeer – plasseringer i verdipapirfond - § 8 (3).....	14
f) Største eksponering mot enkeltrisikoeer – usikrede lån - § 8.....	15
g) Minoritetsinvesteringer i eiendomsaksjeselskaper - § 6 (1) nr. 9 og 10 mv. ....	16
h) Grense for valutaposisjoner - § 13.....	18
i) Stater i sone A - § 6 .....	20
<b>1.2 Derivatforskriften – forskrift om bruk av derivater i forsikring</b> .....	21
a) Derivatforskriftens virkeområde i forhold til investeringsvalgporteføljen .....	21
b) Forbud mot risikoøkende strategier.....	21
c) Derivatforskriften – kredittderivater .....	23
<b>1.3 Lokaliseringsforskriften</b> .....	24
<b>1.4 Årsregnskapsforskriften – bruk av derivater i holde til forfall-porteføljen</b> .....	26
<b>2. Tilpasning av regelverket til den nye forsikringsloven for produkter med investeringsvalg</b> .....	28
<b>2.1 Ulike investeringsvalsprodukter – samme målsetning for kapitalforvaltningen</b> .....	29
<b>2.2 Aktiva som bør kunne inngå i investeringsvalgporteføljen</b> .....	32
a) Generelt utgangspunkt.....	32
b) Aktiva som bør kunne inngå indirekte gjennom ”særskilte investeringsporteføljer” .....	33
c) Aktiva som bør kunne inngå direkte i investeringsvalgporteføljen .....	36
<b>2.3 Nærmere om kravet til at særskilte investeringsporteføljer skal følge bestemmelser i verdipapirfondloven ”så langt det passer”</b> .....	37
<b>2.5 Oppsummering – behov for endringer ift. investeringsvalgporteføljen</b> .....	39
<b>3. Tilpasning av regelverket til selskapenes behov for å avdekke avkastningsgarantier i markedet - derivatforskriften</b> .....	40
<b>4. Andre forhold knyttet til kapitalforvaltningsforskriften</b> .....	44
<b>4.1 Regler om tildeling av avkastning til premiefond</b> .....	44
<b>4.2 Bruk av begrepet ”børsnotert”</b> .....	44
<b>4.3 Oslo Børs’ Alternative Bond Market (ABM)</b> .....	44

## 0. Innledning

I lys av utviklingen i finansmarkedene, ny forsikringslov (herunder at produkter med og uten investeringsvalg skal kunne forvaltes i samme forsikringsselskap), samt konkurransen mellom norske og utenlandske aktører, ser FNH behov for både:

- Tilpasning av forvaltningsregelverket for produkter uten investeringsvalg
- Tilpasning av forvaltningsregelverket for investeringsvalgsprodukter

FNH har foretatt en bred gjennomgang av dagens kapitalforvaltningsregelverk i lys av endringene i finansmarkedene og de nye virksomhetsreglene for livsforsikringsselskaper. I dette notatet gis en nærmere redegjørelse for de konkrete endringsbehovene.

Som det vil fremgå av våre endringsforslag, mener FNH at det er ønskelig med endringer som innebærer at en går i retning av et mer helhetlig kapitalforvaltningsregelverk der myndighetene, innenfor de rammer EUs direktiver fastsetter, i større grad vektlegger krav til forsvarlighet, herunder krav til risikostyring og kontroll, samt krav til selskapenes rådgivning av kunder. Utvikling av regelverket i en slik retning bør gjøre det mulig å løse opp på enkelte unødige stramme kvantitative regler og unødige strenge regler for hvilke aktiva og instrumenter som kan anvendes i forvaltningen.

### *- Det aktuelle regelverket*

Innspillet er basert på lovgivningen etter ikrafttreden av ny forsikringslov og de aktuelle gjeldende forskrifter fastsatt i medhold av gjeldene lov om forsikringsvirksomhet, jf. lov 10.06.2005 nr. 44 om forsikringsselskaper, pensjonsforetak og deres virksomhet (forsikringsloven) og lov 10.06.1988 nr. 39 om forsikringsvirksomhet.

Utgangspunktet i lovgivningen er at forsikringsselskaper skal ha en forsvarlig kapitalforvaltning, jf. forsikringsloven (fl.) § 6-6. Bestemmelsen blir også gjort gjeldende for pensjonsinnetninger, jf. fl. § 7-10 første ledd. For å sikre oppfyllelse av forsikringsforpliktelsene skal selskapene sørge for at midlene som skal dekke de forsikringsmessige avsetningene blir forvaltet på en hensiktsmessig og betryggende måte, sett i forhold til arten av forsikringsforpliktelsene og hensynet til sikkerhet, risikospredning, likviditet og avkastning.

Fl. § 6-6 gir hjemmel for fastsettelse av nærmere regler om kapitalforvaltningen i forsikringsselskaper. Det er foreløpig ikke fastsatt noen slike utfyllende regler, men FNH legger til grunn at det vil være aktuelt å videreføre sentrale elementer i gjeldende forskrifter fastsatt med hjemmel i lov om forsikringsvirksomhet (fvl.) § 7-4 om kapitalforvaltning i ny forskrift:

- Forskrift 23.04.1997 nr. 377 om forsikringsselskapers kapitalforvaltning (kapitalforvaltningsforskriften)
- Forskrift 02.08.1999 nr. 878 om lokalisering av eiendeler som skal dekke forsikringsmessige avsetninger (lokaliseringsforskriften)
- Forskrift 03.06.2002 nr. 515 om bruk av derivater i forsikring (derivatforskriften)

En viktig aktivaklasse i livsforsikringsselskapenes kapitalforvaltning under gjeldende virksomhetsregulering - obligasjoner som holdes til forfall - er ikke regulert i de ovennevnte forskriftene, men i forskrift 16.12.1998 nr. 1241 for årsregnskap m.m. for forsikringsselskaper § 3-6.

Det vil bli knyttet kommentarer til ulike elementer i alle de ovennevnte forskriftene nedenfor.

Når en skal drøfte regelverket må en videre skille mellom forvaltning av midler med og uten investeringsvalg for kunden eller forsikringstaker. Hovedregelen i kapitalforvaltningsforskriften er at forvaltningen av livsforsikringer uten investeringsvalg skal følge de detaljerte reglene i kapitalforvaltningsforskriftens kapittel 2. For livsforsikringer med investeringsvalg gjelder et langt mer begrenset regelsett, nedfelt i kapittel 3 i forskriften. For forvaltning av begge typer livsforsikringer gjelder i tillegg de alminnelige bestemmelsene i forskriftens kapittel 1. Lokaliseringsforskriften har lik anvendelse på ordninger både med og uten investeringsvalg. Derivatforskriften gjelder for livsforsikring uten investeringsvalg. Den kommer ikke til anvendelse på midler i livsforsikring med investeringsvalg, med unntak av de midler som knyttet til avkastningsgaranti under slik livsforsikring. Regnskapsforskriftens bestemmelse om hold til forfall investeringer gjelder kun for livsforsikring uten investeringsvalg.

De ovennevnte bestemmelsene er knyttet til virksomhetsregelverket for forsikringsselskaper. I tillegg inneholder regelverket for skattefaviserte tjenestepensjonsordninger også enkelte bestemmelser som legger føringer på forvaltningen av midler:

- I lov om foretakspensjon (lof.) fremkommer det at forvaltningen av midler knyttet til ordninger *uten* investeringsvalg skal følge de alminnelige reglene for livsforsikringsselskaper og pensjonskasser, jf. lof. § 8-4. For foretakspensjonsordninger *med* investeringsvalg skal midlene forvaltes som en eller flere "investeringsporteføljer" hvor reglene for sammensetning av porteføljene sammenfaller med regler i kapitalforvaltningsforskriften kapittel 3 om livsforsikring med investeringsvalg, jf. lof. kap. 11. En viktig presisering i lof. § 11-1a. er imidlertid at investeringsporteføljen for medlemmer som har få år igjen til pensjon skal forvaltes på en særlig betryggende måte, om ikke annet er avtalt.
- I lov om innskuddspensjon (loi.) skilles det mellom kollektivordninger, hvor institusjonen har forvalteransvaret, og investeringsvalgsordninger, hvor kunden eller forsikringstaker tar egne investeringsvalg. For investeringsvalgsordninger skal midlene tilordnes kollektive investeringsporteføljer eller egne investeringsporteføljer for den enkelte forsikringstaker. Reglene for hva midlene i investeringsporteføljene kan investeres i sammenfaller med bestemmelser kapitalforvaltningsforskriften kapittel 3, på samme måte som for ordninger med investeringsvalg under lof.

I henhold til gjeldende regelverk er det ikke tillatt for alminnelige livsforsikringsselskaper å tilby livsforsikring med investeringsvalg. Slike forsikringstjenester skal tilbys gjennom egne selskaper, jf. forskrift 18.09.1995 nr. 797 om inndeling i forsikringsklasser som grunnlag for konsesjonstildeling, § 6. Når den nye forsikringsloven trer i kraft, vil det ikke lenger være påkrevd med slik separasjon. I stedet innføres det i fl. § 9-7 et krav om inndeling av forvaltningskapitalen i kollektivporteføljen, investeringsvalgporteføljen og selskapsporteføljen. Kollektivporteføljen er i hovedsak en videreføring av dagens fellesportefølje i livselskaper. Investeringsvalgporteføljen, er på sin side, i hovedsak en videreføring av investeringsporteføljen i dagens fondsforsikringsselskaper, og består av ulike underporteføljer benevnt investeringsporteføljer.

EU-regelverket som regulerer forsikringsselskapenes kapitalforvaltning finnes i hhv. det konsoliderte livsforsikringsdirektivet (Dir. 2002/83/EC) og tredje skadeforsikringsdirektiv (rådsdirektiv 92/49/EØF). Merk imidlertid regelverket for kapitalforvaltningen i det konsoliderte livsforsikringsdirektivet er identisk med reglene i tredje livsforsikringsdirektiv (rådsdirektiv 92/96/EØF). Alle henvisninger til bestemmelser i livdirektivene i dette notatet er gitt til Dir. 2002/83/EC.

*- Konkurransen fra utenlandske aktører*

FNH er opptatt av at norske forsikringsselskaper skal kunne konkurrere på like vilkår med utenlandske aktører. FNH vil i denne sammenheng vise til at Stortinget ved flere anledninger har vært opptatt av livselskapenes mulighet til å konkurrere på like vilkår med utenlandske aktører. Det vises i denne sammenheng til kapittel 2.4 i NOU 2001:24 Ny livsforsikringslovgivning, hvor Banklovkomisjonen viser til Finanskomiteens behandling av lovforslaget om lov om innskuddspensjon:

”I innstillingen [Innst. O. nr. 2 (2000-2001)] setter Finanskomiteens flertall i flere sammenhenger også fokus på livsforsikringsselskapenes konkurransesituasjon i forhold både til utenlandske foretak og til andre deler av finansnæringen. Det heter blant annet på side 10:

«Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Arbeiderpartiet, Sosialistisk Venstreparti og representanten Steinar Bastesen, mener at den tradisjonelle livnæringen vil komme i en konkurransemessig vanskelig situasjon i markedet for pensjonsprodukter med investeringsvalg dersom det ikke foretas endringer i virksomhetsreglene for forsikring. [...] Flertallet viser til at spørsmålet om virksomhetsregler i livsforsikring har sentral konkurransemessig betydning. [...] Flertallet viser til at Konkurranseflateutvalget blant annet tilrår at virksomhetsreglene i livsforsikring bør utformes slik at livselskapene blir konkurransedyktige i det framtidige sparemarkedet, [...]. Flertallet vil understreke betydningen av at Konkurranseflateutvalgets tilrådinger knyttet til virksomhetsregler i livsforsikring følges opp så raskt som mulig.»

Ved behandlingen i Stortinget av Ot.prp. nr. 20 (2000-2001) om endringer i lov om foretakspensjon m.v. ved gjennomføringen av regler for pensjonsordninger med engangsbetalt foretakspensjon viste det samme flertallet i finanskomiteen til disse

synspunktene, se Innst. O. nr. 39 (2000-2001). Også i Innst. O. nr. 85 (2000-2001) gir flertallet i finanskomiteen uttrykk for det samme syn.”

FNH legger til grunn at forsikringselskaper med hovedkontor innen EØS-området også i fremtiden vil være underlagt kapitalforvaltningsreglene nedfelt i hjemlandets virksomhetsregler, dvs. i samsvar med hjemlandsprinsippet. Dette kommer i dag til uttrykk i forskrift 22.09.1995 om forsikringstjenesteytelser og etablering av filial av forsikringselskap med hovedsete i annen stat i Det europeiske økonomiske samarbeidsområde m.m., fastsatt med hjemmel i gjeldende forsikringsvirksomhetslov.

Når det gjelder skattefaviserte bedriftspensjonsordninger med tilhørende forvaltning av midler i selskapenes investeringsporteføljer synes myndighetene å legge til grunn at utenlandske selskaper må følge bestemmelsene i lof. § 11-4 og loi. § 3-4 som relaterer seg til hvilke aktiva som kan benyttes i slike porteføljer. FNH mener det ikke kan utelukkes at andre lands myndigheter vil kunne hevde, muligens med rette, at heller ikke disse bestemmelsene kan anses bindende for andre lands livsforsikringselskaper under henvisning til hjemlandsprinsippet.

Samtidig forstår FNH regelverket slik at utenlandske tilbydere av bedriftspensjonsprodukter uten investeringsvalg ikke trenger å forholde seg til de mer detaljerte norske kapitalforvaltningsreglene ettersom lof. § 8-4 og loi. § 8-4 om kapitalforvaltning kun henviser til de regler for kapitalforvaltning som til enhver tid gjelder for forsikringselskapet. Basert på ordlyden i bestemmelsen vil utenlandske selskaper dermed kunne forholde seg ene og alene til de nærmere rammer for kapitalforvaltningen som er nedfelt i hjemlandets regelverk, når det gjelder denne type pensjonsprodukter.

Spørsmålet om hvorvidt skattereglene indirekte kan binde utenlandske aktører til å følge det norske regelverket samtidig *ikke* relevant for forvaltning av midler knyttet til livsforsikringsprodukter i privatmarkedet, ettersom kapitalforvaltningen ikke er regulert i skatteforskriftens regler om individuelle pensjonsspareavtaler og livrenter. Dette innebærer at utenlandske aktører etter det FNH kan forstå kan benytte hjemlandets kapitalforvaltningsregelverk for skattebegunstigede produkter som tilbys i privatmarkedet.

Vesentlige forskjeller i regelverket på dette området mellom Norge og andre land, som er til ulempe for norske selskaper, vil utgjøre en stor og alvorlig konkurranseulempe for den norske næringen, og må unngås.

FNH mener for øvrig at hensynet til stabile og forutsigbare konkurranseforhold gjør at det er behov for mest mulig like regler på tvers av landegrensene. Dette tilsier at det norske kapitalforvaltningsregelverket bør tilpasses minstekravene i EUs regelverk på en bedre måte.

- *Oversikt over notatet*

I kapittel 1 går vi nærmere inn på behovet for endringer i regelverket for produkter uten investeringsvalg, i kapittel 2 på behovet for endringer i regelverket for produkter med

investeringsvalg og i kapittel 3 går vi nærmere inn på behov for tilpasninger i regelverket knyttet til selskapenes behov for å kunne avdekke risiko knyttet til avkastningsgarantier i markedet. I kapittel 4 *omtales* enkelte andre forhold knyttet til kapitalforvaltningsforskriften.

## **1. Tilpasning av regelverket til endringer i finansmarkedene og ny forsikringslov for produkter uten investeringsvalg**

Sentrale deler av regelverket som setter de ytre rammer for investeringene som kan foretas for forsikringstekniske avsetninger for produkter uten investeringsvalg, ble utviklet for 10 år siden eller mer, jf. at kapitalforvaltningsforskriften dels er basert på direktivbestemmelser i rådsdirektiv 92/96/EØF (tredje livsforsikringsdirektiv) og rådsdirektiv 92/49/EØF (tredje skadeforsikringsdirektiv).

Etter at det gjeldende regelverket ble innført har det, etter det FNH kjenner til, ikke vært foretatt en bred gjennomgang av om regelverket fortsatt er hensiktsmessig. Både innenfor kapitalforvaltningsfaget, i finansmarkedene og på myndighetssiden, har det imidlertid skjedd betydelige endringer i løpet av den aktuelle perioden:

- Selskapene legger stadig større vekt på risikomodellering, risikodiversifisering, supplerende investeringer i aktivaklasser med avvikende inntektsstrømmer, og ikke minst en god helhetlig risikostyring.
- Forvalternæringen, som i stor grad utfører den taktiske forvaltningen for forsikringsselskapene, har gjennomgått en spesialisering, hvor det i økende grad skilles mellom miljøer som har til oppgave å ta generell markedsrisiko gjennom ulike bredt sammensatte markedsporteføljer (passiv forvaltning) og miljøer som har til oppgave å ta mer spesifikk markeds- og kredittrisiko gjennom taktiske disposisjoner i ulike finansielle instrumenter (mer rendyrket aktiv forvaltning). Forsikringsselskapers porteføljer settes gjerne sammen av mer passivt forvaltede porteføljer innen ulike aktivaklasser i kombinasjon med mer spesialiserte porteføljer. Dette bidrar til å sikre en større uavhengighet i risikotakningen og dermed økt diversifisering av investeringene, samt til en bedre styring og kontroll med de ulike formene for investeringsrisiko.
- Myndighetenes krav til selskapenes bufferkapital, og krav bruk av stresstester har blitt forsterket og videreutviklet etter at gjeldende kapitalforvaltningsregelverk trådte i kraft.

Alt dette underbygger at det nå bør foretas en grundig og bred gjennomgang av rammer og instrumentbruk i kapitalforvaltningsregelverket.

FNH har foretatt en gjennomgang av dagens kapitalforvaltningsregelverk i lys av endringene i finansmarkedene som er beskrevet over. Nedenfor peker vi på de endringsbehov gjennomgangen har avdekket. Det skilles mellom endringsbehov knyttet

til hhv. kapitalforvaltningsforskriften (pkt. 1.1), derivatforskriften (pkt. 1.2) og lokaliseringsforskriften (pkt. 1.3).

### 1.1 Kapitalforvaltningsforskriften

Våre kommentarer knytter seg både til kapitalforvaltningsforskriften (kff.) § 6, som fastsetter hvilke typer aktiva på eiendelssiden som kan benyttes for å dekke de forsikringsmessige avsetningene på passivasiden, §§ 7 til 9 som fastsetter ulike kvantitative begrensninger knyttet til grupper av aktiva, enkeltmotparter (utsteder/låntaker) og enkeltrisikoeer, samt § 13 som fastsetter valutaposisjonsgrenser.

#### a) Samlet ramme for ”andre omsettelige finansielle instrumenter” - § 6 (1) nr. 14 og § 7 (6)

Kff. § 6 (1) nr. 14 omfatter de aktiva som ikke er nevnt særskilt i § 6 (1) nr. 1 til 13. Denne gruppen eiendeler omfatter i praksis mange typer aktiva, som skal kunne realiseres på kort sikt, herunder:

- Omsettelige aksjer og eierandeler børsnoterte selskaper på børs utenfor sone A, f.eks. aksjer i ”emerging markets” i Asia
- Omsettelige aksjer og eierandeler i unoterte selskaper med begrenset ansvar, f.eks. aksjer og grunnfondsbevis i norske selskaper som ikke er børsnotert
- Eierandeler/aksjer i investeringsselskaper
- Minoritetsandeler i eiendomsselskaper som ikke driver forsikringsfremmed virksomhet
- Andeler i non-UCITS fond som investerer i fast eiendom
- Andeler i nasjonale non-UCITS fond, dvs. tradisjonelle verdipapirfond med enkelte unntak i investeringsbegrensningene herunder ulike fond-i-fond og indeksfond
- Andeler i non-UCITS fond som benytter alternative investeringsteknikker, herunder spesialfond slik som ”hedge fond” og ”private equity fond”
- Fordringer i form av ikke børsnoterte obligasjoner og sertifikater som ikke er utstedt av offentlige låntakere eller finansinstitusjoner og ikke sikret med pant i fast eiendom innenfor sone A (f.eks. obligasjonslån til kraftselskap med pant i linjerett og andre sikkerheter)
- Fordringer i form av obligasjons-/ sertifikatlån til stat eller garantert av stat utenfor sone A

- Fordringer i form av obligasjons-/sertifikatlån til eller garantert av finans- eller kredittinstitusjon med hovedkontor utenfor sone A
- Fordringer i form av obligasjons-/sertifikatlån garantert av forsikringsselskap med hovedkontor utenfor sone A
- Fordringer i form av børsnoterte industriobligasjoner/sertifikater utenfor sone A

Stater i sone A omfatter kun EØS-land og OECD-land. Direkte investeringer i stater hvor store deler av veksten i verdensøkonomien kommer fra, slik som stater øst i Asia, faller dermed ikke inn i denne kategorien for andre omsettelige instrumenter.

De samlede rammene for investeringer innenfor denne bredt sammensatte aktivaklassen er i dag 5 % av forsikringsselskapets forsikringsmessige avsetninger, jf. kff. § 7 (6) ledd. EUs livsforsikringsdirektiv (Dir. 2002/83/EC) har ikke et helt parallelt minstekrav. Direktivet inneholder imidlertid et krav om at investeringer i aksjer og andre verdipapirer som handles som aksjer og rentebærende papirer, som ikke er notert på en regulert markeds plass, samlet ikke må utgjøre mer enn 10 % av avsetningene, jf. artikkel 24 (1) (e) i direktivet. Det norske regelverket gir således langt strammere rammer enn det som følger av EUs minstekrav;

- prosentsatsen er halvparten (hhv. 5 % og 10 %)
- gruppen aktiva i kff. § 6 nr. 14 er bredere enn i gruppen som er definert i direktivet, ved at gruppen i kff. også omfatter investeringer i non-UCITS fond.

Det er av stor betydning for næringen at denne bestemmelsen i kff. blir endret. Dagens begrensning er uhensiktsmessig streng. Den stopper i praksis en ønsket diversifisering av plasseringene i kollektivporteføljene. Hensiktsmessige investeringer blir presset ut av porteføljene, og investeringer med attraktive risiko- og avkastningsforhold kan ikke tas inn, pga. at rammene er for stramme. Dette medvirker til at det blir vanskelig å oppfylle kravet i kff. § 5 (2) om at forsikringsselskapet skal sørge for tilstrekkelig variasjon og spredning i plasseringene. De stramme rammene er uheldige både for selskapene og for kundene.

Det er viktig å være klar over at dette aktuelle problemet ikke er ensidig knyttet til investeringer med relativt høy investeringsrisiko (volatilitet). Aktivaene som omfattes av § 6 (1) nr. 14 omfatter bl.a. ikke-børsnoterte industriobligasjoner, som kan ha både høy kredittkvalitet og god likviditet, jf. at markedet for industriobligasjoner i Europa i varierende grad er et børsmarked.



Aktivaene i § 6 (1) nr. 14 omfatter også andeler i ulike non-UCITS fond. Slike fond har ingen klar definisjon. De omfatter imidlertid dels tradisjonelle verdipapirfond etablert innenfor EUs indre marked etter nasjonal lovgivning, som i hovedsak oppfyller UCITS-direktivets krav med unntak av en eller flere av plasseringsbegrensningene i direktivet. Her til lands er slike fond benevnt som ”nasjonale fond”. Kategorien omfatter også non-UCITS fond som benytter alternative investeringsteknikker, og til dels investeringer i andre aktivaklasser. Kategorien omfatter bl.a. investeringer i ”hedge fond”, ”private equity fond” og eiendomsfond.

Slike non-UCITS fond, herunder ulike former for spesialfond og eiendomsfond, inngår i dag som et naturlig supplement til det tradisjonelle investeringsunivers som forsikringsselskaper benytter i forvaltningen av kollektivporteføljen, dvs. innenfor den ovennevnte rammen på 5 % av de forsikringsmessige avsetningene og de generelle reglene i lov og forskrift om forsvarlighet. En økt ramme for slike investeringer er sterkt ønskelig fordi det kan bidra til at selskapene kan ta i bruk flere investeringsstrategier i forvaltningen av forsikringsmidlene uten at den samlede markedsrisikoen (volatiliteten) i investeringene øker.

For å illustrere hvilke begrensninger 5 %-regelen medfører, har vi i boks 1 trukket opp et eksempel knyttet til fondsplasseringer i fast eiendom. Direkte investeringer i fast eiendom omtales for øvrig under pkt. g) nedenfor.

### **Boks 1**

#### **Eksempel: Fondsplasseringer i fast eiendom (non-UCITS fond)**

Målsetting: Skape en portefølje av veldiversifiserte eiendomsinvesteringer med en spredning på geografi og sektor.

For å nå denne målsetningen kan man velge mellom å investere direkte, hvor en unngår begrensningene som ligger i § 6 nr. 14, eller gå i en fondsløsning, som blir klassifisert under aktivaklassen med dagens 5 % -grense.

Direkteinvesteringer i utlandet vil påføre selskapene en høy risiko både i forhold til geografi, sektor, konjunktursyklus og operasjonelle forhold (herunder manglende tilstedeværelse). For å unngå for høye relative kostnader knyttet til investeringene, kan plasseringene bli relativt konsentrerte.

Ved å investere eiendomsfond som har anledning til å spre investeringene på tvers av landegrenser, unngår man mange av de ulempene som er nevnt ovenfor. Det vil derfor være fordelaktig å kunne investere i et eiendomsfond, fremfor direkteinvesteringer.

Vi finner også grunn til å minne om noen viktige forskjeller mellom tradisjonelle verdipapirfond og spesialfond, som gir innsyn i hvordan slike investeringer kan bidra til en økt diversifisering av investeringene. Disse forskjellene er gitt i boks 2.

## Boks 2

### Forskjeller mellom vanlige verdipapirfond og spesialfond

For *vanlige verdipapirfond* vil den mest fremtredende risikofaktoren normalt være den generelle markedsrisikoen knyttet til det markedet for finansielle instrumenter som man investerer i, dvs. markedsrisiko som gjenstår etter å ha foretatt en spredning av investeringene for å redusere den utstederspesifikke markedsrisikoen. Slike fond har normalt en investeringsstrategi som innebærer såkalte lange plasseringer (kjøp av) i rentepapirer eller aksjer. UCITS-direktivet stiller nærmere krav til spredning av investeringene for å unngå for stor eksponering mot utstederspesifikk markedsrisiko. Vanlige verdipapirfond vil, som en konsekvens av sin eksponering mot den generelle markedsutviklingen ha en avkastning som forventningsmessig følger utviklingen i de verdipapirmarkeder som det blir investert i, men med en mulighet for bedre eller svakere avkastning, avhengig av frihetsgradene i forvaltningen og forvalterens evne til å skape merverdier. En slik avkastningsprofil er i utgangspunktet lett å forstå for de fleste investorer. Dette innebærer imidlertid ikke at slike plasseringer ikke er risikofylte. I perioder med store verdifall i verdipapirmarkedene vil fondenes absolutte avkastning kunne bli svært negativ, noe mange investorer erfarte for noen år tilbake. Fondsforvalteren vil ha gjort en god jobb i forhold til sitt oppdrag, dersom han har skapt merverdier relativt til fondets referanseindeks, selv om den faktiske avkastningen kan være negativ.

*Spesialfond som anvender såkalte alternative investeringsteknikker*, herunder de fleste hedgefond, skiller seg vesentlig fra vanlige fond med hensyn til avkastningsprofil. Slike spesialfond har i de fleste tilfeller en investeringsstrategi som sikter mot å skape en positiv absoluttavkastning, uavhengig av utviklingen i verdipapirmarkedene er stigende eller fallende. For å klare dette må man unngå at investeringene inneholder generell markedsrisiko. I stedet for å være ensidig investert med lange posisjoner i enkeltpapirer, vil slike fond derfor typisk ta posisjoner på relative forhold i markedet, dvs. knyttet til utviklingen i ett instrument versus utviklingen i et annet instrument eller utviklingen i markedet mer generelt. Dette gjøres ved på den ene side å ta lange posisjoner i finansielle instrumenter og andre formuesaktiva som forvalterne har et positivt syn på, og på den andre side å ta korte (negative) posisjoner i aktiva som forvalteren har et negativt syn på. De lange posisjonene tas enten gjennom derivater eller ved plasseringer i de underliggende instrumentene, avhengig av hva som er mest effektivt. Korte posisjoner i slike fond oppnås gjennom short salg (salg av instrumenter selskapet ikke eier) eller derivateksponeringer (f.eks. salg på termin). Lånefinansiering benyttes i mange spesialfond som virkemiddel for å øke avkastningen forvalteren kan høste på de ulike investeringssideene. Forvalterens evne til å foreta gode analyser og utnytte mulighetene gjennom posisjonstasjonering i markedet, er avgjørende for avkastningen i slike fond. Forvalterrisiko er derfor den mest fremtredende risikofaktoren for slike spesialfond, ikke markedsrisiko.

Muligheten for å få en negativ absoluttavkastning på investeringer i spesialfond som benytter alternative investeringsteknikker er lavere for mange spesialfond enn for mange vanlige verdipapirfond. I og med at man benytter mer avanserte investeringsteknikker og

lån for å øke eksponeringen, vil feil i forvaltningen og risikostyringen imidlertid kunne ha større negative konsekvenser for avkastningen til slike spesialfond enn for vanlige verdipapirfond. I markedet som disse fondene opererer i finnes det imidlertid en rekke markedsmessige kontrollmekanismer, i tillegg til myndighetstilsynet, som bidrar til å kontrollere og redusere denne "forvalterrisikoen". Følgende forhold vil normalt bidra til at forvaltningen skjer på en disiplinert og forsvarlig måte i spesialfond:

- Motparter og långivere til spesialfond (verdipapirforetak og banker) foretar en grundig gjennomgang av forvaltningsselskapets kompetanse og rutiner ("due dilligence") før det aksepteres som kunde. Dette følges videre opp gjennom en løpende kontroll av forvaltningsselskapet. Denne type kontroll og klareringsaktiviteter utføres i utlandet gjerne av det som kalles en "prime broker".
- Depotmottager foretar jevnlig en rekke kontrolloppgaver ift. rutiner og systemer hos forvalter. Depottager vil i enkelte andre jurisdiksjoner utføre noen av oppgavene i egne enheter i depotbanken benevnt "administrator" og "trustee".
- Svake resultater blir umiddelbart straffet av kundene, gjennom innløsningskrav og mangel på nyttegning. Fond som ikke leverer hva som har blitt lovet, blir derfor raskt stengt av forvaltningsselskapene av markedsmessige og renommémessige grunner.

Når det gjelder *spesialfond som investerer i unoterte aksjer* ("private equity"), herunder venturefond, er avkastningsprofilen vesentlig annerledes enn for spesialfond med alternative investeringsteknikker. Forvaltningen skjer normalt ved lange plasseringer i unoterte aksjer. Lånefinansiering av investeringer kan forekomme i noen investeringsstrategier for private equity fond. Avkastningen vil følge verdiutviklingen i de underliggende lange plasseringene. Den viktigste risikofaktoren er markedsrisiko på de underliggende plasseringene, slik som for vanlige fond. Markedsrisikoen påvirkes av den begrensede likviditeten som er i utnoterte aksjer. En lavere effektivitet i prisingen medfører imidlertid også at slike aksjer vil handles med en rabatt i forhold til tilsvarende børsnoterte investeringer. For at denne type plasseringer skal være lønnsomt kreves det en god forvaltning fra forvalters side med høy grad av aktivitet overfor selskaper man investerer i, samt en langsiktighet i investeringene fra andelseiernes side. Lønnsomheten i suksessrike internasjonale private equity fond har vært svært god over mange år.

FNH mener at rammen i kff. § 7 (6) bør utvides til 10 %, samt at andeler i non-UCITS fond, herunder eiendomsfond bør trekkes ut av aktivaklassen i § 6 (1) nr. 14. Det bør i stedet etableres egne rammer for slike fondsinvesteringer i § 6 (1) og § 7.

I og med at det ikke er mulig å si noe om risikoen i fond ut fra en klassifisering som UCITS eller non-UCITS fond, bør den kvantitative grensen for investeringer i non-UCITS fond være vide, samtidig som slike investeringer underlegges spesiell fokus i det tilsynsmessige arbeidet, dvs. i forhold til å vurdere om de generelle forsvarlighetskravene til kapitalforvaltningen er oppfylt, jf. kff. § 5. Det kan eventuelt også fastsettes en

presisering om at det ikke anledning til å benytte plasseringer i non-UCITS fond for å oppnå en større markedsrisikoeksponering enn det som er mulig gjennom direkteplasseringer i underliggende investeringsaktiva.

FNH mener at den samlede grensen for plasseringer i non-UCITS fond, ikke bør settes lavere enn 10 % av de forsikringsmessige avsetningene. Selv en ramme på 20 % vil ikke komme i strid med Norges forpliktelser etter livsforsikringsdirektivet, i og med at en slik ramme er lavere enn den samlede rammen for plasseringer i UCITS-fond, jf. kravet i artikkel 24 (3) om at rammen for non-UCITS fond skal være strammere enn rammen for UCITS-fond.

#### b) Samlet ramme for aksjer – § 7(1)

En gjennomgang og vurdering av kapitalforvaltningsreglene for forsikringsselskapene bør etter FNHs syn også omfatte en vurdering av rammen for aksjeplasseringer i § 7 (1). Vårt prinsipielle syn er at denne rammen bør avvikles, sammen med en vektlegging av kravet til forsvarlighet og fortsatt tilsynsmessig oppfølging av aksjeinvesteringer og andre mer risikofylte investeringsformer. Det kan i denne sammenheng også vises til at FNH også tidligere, senest i høringsuttalelse til NOU 2001:24 om ny livsforsikringslovgivning, har tatt til orde for at maksimalgrensen for aksjeinvesteringer blir hevet.

Rammen på 35 % er imidlertid ikke ventet å representere noen reell begrensning av selskapenes forvaltningsvirksomhet på kort sikt. Det er derfor viktig for FNH at en vurdering av dette spørsmålet ikke tar fokuset bort fra, og overskygger, de mer påtrengende endringsbehovene som FNH for øvrig peker på i dette dokumentet.

#### c) Samlet ramme for usikrede lån - § 7 (7)

##### - *Generelt*

Summen av usikrede lån som omfattes av kapitalforvaltningsforskriften § 6 (1) nr. 14, er underlagt en ramme på til sammen 1 % av et forsikringsselskaps forsikringsmessige avsetninger, jf. kff. § 7 syvende ledd. Et lignende krav finnes i livsforsikringsdirektivet artikkel 24 (1) (c), men rammen er fem ganger så høy, dvs. 5 % av avsetningene.

Obligasjonslån er normalt usikrede. Denne aktuelle klassen av usikrede lån omfatter vesentlige deler av markedet for industriobligasjoner i sone A, siden det i tillegg til de børsnoterte obligasjonsmarkedene eksisterer betydelige ”bankdrevne” markeder for industriobligasjoner i Europa og OECD-land, som har god likviditet. Herunder kommer obligasjoner notert på såkalte alternative handelsplasser, eller ” multilaterale handelsfasiliteter (MHF)”, som det heter i EUs nye verdipapirmarkeddirektiv (MiFID – dir 2004/39/EC), med mindre EU endrer forsikringsdirektivene. Disse MHF-markedene ventes å få økende betydning i Europa, pga. innføringen av nye regnskaps- og prospektregler for børsnoterte verdipapirer som øker kravene til og kostnadene ved å ha børsnoterte verdipapirer.

Rammen omfatter også alle usikrede børsnoterte rentebærende verdipapirer i land utenfor sone A. Herunder faller børsnoterte obligasjoner utstedt av meget kredittverdige offentlige og private utstedere, og obligasjoner med lav risiko som følge av gode sikkerheter.

Etter FNHs syn er begrensningen på 1 % for slike investeringer alt for stram. Markedet for den aktuelle type investeringer er stort og det er hensiktsmessig at dette markedet kan utnyttes mer i forvaltningen av forsikringsmidlene. Vi ber derfor om at rammen utvides til det som er hovedregelen i livsforsikringsdirektivet og tredje skadedirektiv (5 %), og at dette kombineres med en tilsynsmessig oppfølging knyttet til de generelle kravene til forsvarlighet.

d) Største eksponering mot enkeltrisikoeer – utsteder av verdipapirer/motpart ved handel i finansielle instrumenter - § 8 (1)

Kff. § 8 (1) fastsetter rammer for hvor stor eksponering henholdsvis et skadeforsikrings-selskap og et livsforsikrings-selskap kan ha på verdipapirer utstedt av en enkelt utsteder eller fordringer på en enkelt debitor. Grensene er satt henholdsvis på 4 % og 3 % av selskapets forsikringsmessige avsetninger. Visse unntak er fastsatt i § 8 (2).

En parallell bestemmelse i artikkel 24 (1) (b) i EUs livsforsikringsdirektiv inneholder en begrensning av samme karakter men på et noe høyere nivå, dvs. 5 % av avsetningene. Bestemmelsen i tredje skadeforsikringsdirektiv (R.dir. 92/49/EEC) artikkel 22 (1) (b) er likelydende.

FNH erfarer at forsikringsselskapene finner denne bestemmelsen uhensiktsmessig i forhold til eksponering på hovedbankforbindelser, når disse er del av børsnoterte konsern. I slike tilfeller vil man ut fra rene forvaltningsbehov kunne ønske å foreta plasseringer i bankkonsernets aksjer og rentebærende verdipapirer mv. I tillegg vil man, ut fra driftsmessige behov, ha varierende med likvide midler inntående på konti i banken. Størrelsen på disse innskuddene kan ikke fullt og helt kontrolleres av selskapene til enhver tid, da saldo påvirkes av premieforfall, innfrielse av lån og oppgjør av handler i finansielle instrumenter. Hovedbankforbindelsen benyttes videre gjerne også til å foreta handler i ulike typer sikringsinstrumenter (derivater). Banken blir normalt motpart til slike derivathandler i rente- og valutamarkedet. Det er etter det vi kjenner til ikke uvanlig at summen av de nevnte aktivitetene medfører at selskaper må overføre eksponeringer til andre banker for ikke å komme i konflikt med den ovennevnte bestemmelsen.

Vi ønsker å peke på at de stramme rammene på dette området i dag ikke nødvendigvis virker risikoreduserende. De kan i mange tilfeller, tvert i mot, bidra til å øke selskapenes risiko. Dersom et forsikringsselskap i utgangspunktet har som hovedbankforbindelse en bank i et stort børsnotert konsern med meget høy kredittverdighet, vil regelverket kunne ha den effekt at det tvinger selskapet til å redusere sin eksponering mot denne banken med

lav risiko og i stedet øke eksponeringen overfor en eller flere banker med lavere kredittverdighet og dermed høyere risiko.

FNH ber om at den aktuelle grensen i § 8 (1) utvides til 5 % av avsetningene for både livsforsikring og skadeforsikring, slik EUs minstekrav åpner for. Det overordnede kravet til forsvarlighet i kapitalforvaltningen innebærer at selskapene innenfor den til en hver tid gjeldende ramme må foreta en vurdering av hvor store eksponeringer det er forsvarlig å ha på enkeltmotparter. En slikt utvidet ramme vil, slik vi ser det, i praksis kun være aktuelt å benytte overfor hovedbankforbindelser.

FNH vil for øvrig se det som hensiktsmessig at Kredittilsynet klargjør noe nærmere hvordan den aktuelle bestemmelsen skal forstås. For kredittinstitusjoner og verdipapirforetak inneholder forskrift 23.04.1997 om tilsyn og kontroll med kredittinstitusjoners og verdipapirforetaks store engasjementer en bestemmelse om hva som inngår i begrepet ”samlet engasjement”. Her fremkommer det bl.a. at engasjementer knyttet til valutahandel og verdipapirhandel, ikke skal telle med i samlet engasjement så lenge man befinner seg innenfor de alminnelige fristene for oppgjør. Det synes hensiktsmessig at tilsvarende bør gjelde for forsikringselskaper.

#### e) Største eksponering mot enkeltrisikoe – plasseringer i verdipapirfond - § 8 (3)

I henhold til kff. § 8 (3) kan et forsikringselskap ikke investere mer enn til sammen 10 % av selskapets forsikringsmessige avsetninger i ett enkelt UCITS-fond. Fritak fra denne bestemmelsen er gitt for fond som kun investerer i obligasjonslån med direkte eller indirekte statsrisiko. FNH kan ikke se at det eksisterer noen parallell bestemmelse i EUs regelverk.

Etter FNHs syn er det uklart hva formålet med denne bestemmelsen er. De øvrige bestemmelsene i § 8 gjelder begrensning av kredittrisiko på enkeltnavn/utsteder. Denne bestemmelsen begrenser eksponeringen mot ett enkelt UCITS-fond. I slike fond finnes det pr. definisjon imidlertid ingen slik konsentrasjon av kredittrisiko, ettersom UCITS-fond har krav til spredning av sine investeringer. I tillegg er det i regelverket for slike fond stilt strenge krav til bruken av fondets midler og til kontroll med bruken av midlene. En depotbank står ansvarlig for oppbevaring av midlene og for at det ikke utbetales midler til annet enn lovlige formål. Således blir risikoen for tap som følge av misligheter fra forvaltningsselskapet svært liten. Dersom hensikten med bestemmelsen har vært å spre kredittrisiko, slik overskriften på § 8 tilsier, er bestemmelsen overflødig og bør tas ut.

Et annet mulig formål med bestemmelsen kan ha vært å pålegge forvalterne å spre forvaltningen på flere forvaltere, for å redusere ”forvalterrisiko”, dvs ”risiko” for at den enkelte forvalter ikke evner å skape en tilfredsstillende avkastning. I og med at den samme forvalteren kan forvalte flere fond, vil bestemmelsen heller ikke være egnet til å redusere slik risiko. FNH kan for øvrig ikke se at hensynet til forvalterrisiko er noe som

hensiktsmessig kan reguleres gjennom kvantitative begrensninger.

I tillegg til de ovennevnte forhold er det ytterligere et sentralt forhold som taler for en avvikling av den aktuelle bestemmelsen for UCITS-fond: Reglene i den nye forsikringsloven gjør at selskapene må tenke nytt i forhold til hvordan de konstruerer eller bygger opp investeringene i de underliggende porteføljene til kollektivporteføljen. I motsetning til tidligere skal det foretas en prising av rentegarantien på kontraktsnivå. I tillegg åpnes det for å tilby forskjellig sammensetning av porteføljer til kundene, dvs. porteføljer med ulik allokering basert på ulike kriterier (tilleggsavsetninger, grunnlagsrente, mv.). Det må videre forventes at en del kunder over tid vil bli flyttet mellom de underliggende portefølje i samme selskap. En hensiktsmessig måte å håndtere denne nye situasjonen på vil for noen selskaper kunne være å la de underliggende porteføljene i så stor grad som mulig bestå av ulike fondsinvesteringer, og at kollektivkundene tilordnes "egne porteføljer" bestående i andeler fra de ulike verdipapirfondsfond som benyttes. Ved en slik "organisering" av investeringene vil selskapet kunne ha ett sett med underliggende aktivaporteføljer, samtidig som det åpner for at ulike kunder har ulik allokering og at denne allokeringen kan endres over tid.

Dersom selskapene skal benytte en slik modell er det hensiktsmessig at de kan bruke ett og samme verdipapirfond, og slippe å operere med identiske parallelle fond. Sistnevnte vil være nødvendig under gjeldende bestemmelse, dersom de skal å unngå å risikere å komme i en situasjon hvor de må si til kunder at de ikke kan gå over til en annen underliggende portefølje, fordi selskapet ikke har flere andeler å selge i det angjeldende fondet. Det å operere med flere parallelle fond i en slik modell, vil medføre økte kostnader og risiko for utilsiktet forskjellsbehandling på grunn av at forvaltningen blir mer komplisert.

FNH ønsker på bakgrunn av det ovennevnte at begrensningen knyttet til UCITS-fond fjernes, og at det i stedet legges vekt på at selskapene har et ansvar gjennom de alminnelige kravene til forsvarlighet i forhold til å vurdere hvor mye midler det er forsvarlig å plassere hos en og samme forvalter. Dette vil ikke bryte med EØS-forpliktelsene etter livsforsikringsdirektivet eller tredje skadedirektiv.

#### f) Største eksponering mot enkeltrisikoer – usikrede lån - § 8

Ett enkelt usikret lån, jf. § 6 nr. 14, kan ikke utgjøre mer enn 0,5 prosent av selskapets forsikringsmessige avsetninger, jf. kapitalforvaltningsforskriften § 8 fjerde ledd. EUs minstekrav er 1 %.

Vi viser her til omtalen av samlet ramme for usikrede lån i pkt. b) ovenfor. FNHs vurdering er at disse typer investeringer i usikrede obligasjoner vil være en aktivaklasse som vil kunne få økende betydning for selskapene i tiden fremover. Kravet til plasseringer i enkeltlån er satt på et meget lavt nivå, noe som vil kunne øke kostnadene ved å plassere i

slike papirer, uten at risikoen blir redusert vesentlig. Etter vårt syn vil det være hensiktsmessig at også denne grensen heves til EUs minstekrav på området, dvs. til 1 %, samtidig som de generelle kravene til forsvarlighet vektlegges.

g) Minoritetsinvesteringer i eiendomsaksjeselskaper - § 6 (1) nr. 9 og 10 mv.

Direkte eller indirekte plassering i fast eiendom av god kvalitet har attraktive avkastnings- og risikoegenskaper ved at slike investeringer normalt gir mer stabil avkastning enn aksjeinvesteringer. Samtidig har de normalt en avkastning over tid som ligger mellom obligasjoner og aksjer. De er derfor velegnede plasseringsalternativ for midler til dekning av forsikringsmessige avsetninger.

Risiko- og avkastningsegenskapene til eiendomsinvesteringer endrer seg dersom det knyttes vesentlig ekstern gjeld til eiendommene, dvs. både forventet risiko- og avkastning øker. Ved en økende gjeldsgrad får slike eiendomsinvesteringer egenskaper som ligner egenskaper til aksjeinvesteringer. Av denne grunn kan investeringer i børsnoterte eiendomsselskaper ikke anses å være et substitutt for rene eiendomsinvesteringer. Jamfør f.eks. at de to børsnoterte norske eiendomsselskapene Steen & Strøm og Olav Thon Eiendomsselskap ved utgangen av 3. kvartal 2005 hadde en gjeldsgrad på hhv. 69 % og 60 %. Gjeldsfinansierte eiendomsinvesteringer, f.eks. gjennom børsnoterte eiendomsselskaper eller non-UCITS fond, kan imidlertid i en del tilfeller være et nyttig supplement til vanlige eiendomsinvesteringer, men bør da regnes som aksjeinvesteringer risikomessig.

Når det gjelder hva som regnes som eiendomsinvesteringer etter kapitalforvaltningsforskriften følger det av § 6 (1) nr. 9 og 10 at midler til dekning av de forsikringsmessige avsetningene for produkter uten investeringsvalg, kan plasseres i omsettelig bolig- og kontor/forretningseiendom (nr. 9), samt annen fast eiendom (nr. 10). Forskriften fastsetter ikke noen eksplisitt ramme for hvor stor del slike investeringer til sammen kan utgjøre av de samlede forsikringsmessige avsetningene.

Slik vi har oppfattet det regnes de nedenfor nevnte former for eiendomsinvesteringer å være omfattet av de ovennevnte kategoriene fast eiendom. Det forutsettes imidlertid at det ikke er knyttet gjeld til eiendommen/eiendomsselskapet, samt at selskapet kun driver med kjøp, salg og utleie (og ikke næringsvirksomhet), fordi slike aktiviteter anses som forsikringsfremmed virksomhet.

- Direkte eid eiendom, dvs. eiendom hvor forsikringsselskapet er registrert som eeneier i grunnboken.
- Sameieandeler i fast eiendom, dvs. ideell andel av en fast eiendom, jf. uttalelse fra Kredittilsynet til Finansdepartementet i brev 27.05.03.
- Eiendom eid gjennom aksjeeiendomsselskap hvor selskapet regnes som datterselskap, dvs. eierandel på minst 50 %, jf. kff. § 6 (2).



- Eiendom eid gjennom et aksjeeiendomsselskap-holding, et selskap som kun har til formål å eie aksjeeiendomsselskap, hvor holdingselskapet regnes som datterselskap, jf. kff. § 6 (2).

Regelverket innebærer først og fremst en begrensning knyttet til minoritetsinvesteringer i aksjeeiendomsselskap og holdingselskaper for slike selskaper. I lys av at minoritetsposter i form av ideell andel i et eiendomssameie regnes som fast eiendom etter kapitalforvaltningsforskriften, er det sterke reelle grunner som taler for at det også bør åpnes for at minoritetsandeler i eiendomsaksjeselskaper bør kunne regnes som fast eiendom.

For større forsikringsselskap har det ovennevnte regelverket så langt medført få problemer knyttet til eiendomsinvesteringer i det *norske* markedet. For deres investeringer i *utenlandske* eiendomsmarkeder representerer forbudet mot å regne minoritetsposter i eiendomsaksjeselskapers som fast eiendom etter kff. § 6 (1) nr. 9 og 10 en *sterk begrensning* på mulighetene til å skape en hensiktsmessig og diversifisert utenlandsk eiendomseksposering. Krav til majoritetsposter innebærer at investeringer i større forretningseiendommer i utlandet i mange tilfeller ikke blir mulig fordi investeringene vil representere en for sterk konsentrasjon av investeringene i enkelteiendommer og/eller regioner.

Som en følge av dette kan selskapet bli henvist til kun å foreta investeringer i mindre bygg, som ikke har samme kvalitet som investeringsobjekt. Dette er uheldig. For nystartede og mindre forsikringsselskaper kan den sistnevnte problemstilling gjøre seg gjeldende både for investeringer i det norske og det utenlandske eiendomsmarkedet, dvs. på slik måte at det blir umulig å etablere godt diversifiserte eiendomsporteføljer. Det samme gjelder for det store antall pensjonskasser som nå blir forpliktet av kapitalforvaltningsforskriften, i motsetning til tidligere da denne forskriften kom til anvendelse ”så langt det passet” for kassene.

Ny forsikringslov bringer også inn ett nytt forhold som det er viktig å ta hensyn til når man skal vurdere behovet for en justering av kff. § 6 (1) nr. 9 og 10. Loven åpner for å dele kollektivporteføljen inn i ulike porteføljer f.eks. ut fra størrelse på tilleggsavsetninger eller nivå på rentegaranti. I tilfeller hvor en mindre underportefølje i kollektivporteføljen ønskes delvis investert i utenlandsk forretningseiendom, vil man møte de samme problemene som nevnt ovenfor for mindre forsikringsselskaper. For å oppnå en hensiktsmessig eksponering, vil det være behov for å ta i bruk minoritetsinvesteringer i utenlandske aksjeeiendomsselskaper.

FNH mener Kredittilsynet bør endre kff. § 6 slik at fast eiendom i form av minoritetsposter i aksjeeiendomsselskap, herunder aksjeeiendomsselskap-holding med datterselskaper, som ikke driver forsikringsfremmed virksomhet innen aksjeeiendomskonsernet, kan inngå sammen med forsikringsselskapenes øvrige eiendomsinvesteringer. For å sikre klarhet i regelverket kan det være hensiktsmessig å

tydeliggjøre at slike investeringer ikke kommer inn under de rammer som er satt for aksjeinvesteringer i kff. § 7 (1) og (6). Det bør også klargjøres at et datterselskap i et eiendomsaksjeselskap-konsern, kan oppta gjeld fra morselskapet uten at dette bryter med forbudet mot forsikringsfremmed virksomhet.

I tilfelle Kredittilsynet skulle finne det umulig å foreslå så omfattende endringer som FNH her ønsker, ønsker vi subsidiært at Kredittilsynet foreslår at minoritets-eiendeler som medfører at aksjeeiendomsselskapet regnes som tilnyttet selskap (eierandel mellom 20 og 50 %), får en likebehandling med eiendomsinvesteringer foretatt gjennom datterselskap.

#### h) Grense for valutaposisjoner - § 13

Kff. § 13 fjerde ledd fastsetter at et forsikringsselskap ikke kan ha negative netto finansielle tilgodehavende i en valuta, dvs. netto gjeld i utenlandsk valuta eller norske kroner, når man ser bort fra forsikringsforpliktelsene. Bestemmelsen supplerer hovedbestemmelsen i kff. § 13 annet ledd med krav om at valutaeksponering på passivasiden skal matches med motgående netto finansielle tilgodehavende i samme valuta på 80 % eller mer. Valutasikringskontrakter skal hensyntas i beregningene.

FNH legger til grunn at bestemmelsen i fjerde ledd har sitt utgangspunkt i forbudet mot forsikringsfremmed virksomhet i forsikringsvirksomhetsloven § 7-1 og et ønske om å begrense selskapenes mulighet til å ta rene valutaposisjoner (korte posisjoner) i forvaltningen. Slik virksomhet kan ha karakter av valutaspekulasjon, som vil kunne være risikofylt dersom risikotakningen er konsentrert og/eller den har et betydelig omfang.

Det finnes etter det FNH kjenner til ingen parallell bestemmelse i EUs livsforsikringsdirektiv eller tredje skadeforsikringsdirektiv som forbyr at forsikringsselskaper har negative netto finansielle tilgodehavender i en valuta.

#### *- Anvendelsesområde*

Når det gjelder bestemmelsen i sin helhet, er det behov for at det blir klargjort hvordan denne er å forstå etter at ny forsikringslov trer i kraft. Bestemmelsen er i dag plassert under kap. 2 som regulerer eiendeler som dekker forsikringsmessige avsetninger. Ordlyden i flere av leddene ("Et forsikringsselskap ...") kan imidlertid tyde på at den gjelder for hele virksomheten. Bestemmelsen bør således endres slik at det går klart frem at den kun kommer til anvendelse på midlene i knyttet til produkter uten investeringsvalg, dvs. i kollektivporteføljen etter ny forsikringslov. Dersom denne delen av forskriften, mot formodning, også skulle komme til anvendelse på investeringsporteføljer, vil det være behov for vesentlig større fleksibilitet i forhold til forbudet mot negative netto posisjoner i valuta enn det vi ber om nedenfor for midler knyttet til produkter uten investeringsvalg.

#### *- Forbudet mot negative netto posisjoner i valuta*

Våre øvrige merknader til denne bestemmelsen om valutaposisjoner er knyttet til fjerde ledd. FNH har forståelse for at det historisk har vært et ønske om å hindre at forsikringsselskaper gjennom sin finansforvaltning i praksis tar opp gjeld med udekket valutarisiko. Vi kan se at det kan finnes argumenter for å videreføre et forbud mot at

forsikringselskaper skal påta seg netto gjeld i utenlandsk valuta ut over det som evt. følger av forsikringsforpliktelsene. Hensynet til en effektiv og hensiktsmessig kapitalforvaltning tilsier i så fall at et forbud blir praktisert på en fornuftig måte som ivaretar hovedhensynet uten at det legger uhensiktsmessige begrensninger på forvaltningsaktivitetene. Vår gjennomgang har avdekket to praktiske forhold som tilsier at den aktuelle bestemmelsen enten bør endres eller klargjøres gjennom en tolkningsuttalelse.

- Mulighet til å foreta full valutasikring

Ved plassering av aktiva i utenlandsk valuta, f.eks. utenlandske obligasjoner eller aksjer, foretas det en avdekning av valutarisiko. Dette skjer ved bruk av valutasikringsinstrumenter som i praksis innebærer en forpliktelse til å levere den aktuelle valutaen frem i tid. Når verdien av de utenlandske investeringene over tid går opp eller ned, påvirkes også graden av valutasikring. Graden av valutasikring skal iht. kff. § 13 annet ledd være mellom 80 % - 100 %. I situasjoner der et selskap har en høy grad av valutasikring og kursene på underliggende aktiva faller betydelig, kan institusjonen raskt oppleve at valutasikringen blir for høy ift. underliggende verdier, noe som innebærer brudd med forbudet i fjerde ledd mot å ha negative netto finansielle tilgodehavende i en valuta. Selskapene må ta høyde for slike svingninger, når de fastsetter sin valutasikringsstrategi. I og med at valutasikring innebærer kostnader, kan selskapene ikke gjøre endringer i valutasikringsinstrumentene hver dag. Dette medfører at selskapene ved høy valutasikringsgrad må operere med en margin til yttergrensen. En praktisk konsekvens er således at det blir umulig for selskapene å legge opp til en strategi om å være 100 % valutasikret. Regelverket innebærer at man systematisk må ligge med en viss åpen valutarisiko (lang posisjon) i de aktuelle valutaene, for ikke å risikere å komme i konflikt med den effektive sikringsgrensen på 100 %. Etter vårt syn er dette uheldig.

Det bør etter FNHs syn legges til rette for at det kan foretas en full sikring av valutarisiko i alle valutaer. Dette kan gjøres ved å endre bestemmelsen slik at den hindrer at det tas *aktive* gjeldsposisjoner i valuta, men samtidig åpner for at valutasikringsgraden kan overstige grensen på 100 % i perioder hvor de underliggende verdiene faller. For å oppnå den ønskede hensikt bør det etter vårt syn åpnes for at valutasikringen kan stige til 105 % av valutaeksponeringen, før det må foretas en omallokering/justering av valutasikringen. I økonomisk forstand er risikoen på kort sikt knyttet til en kort posisjon i utenlandsk valuta ikke større enn en lang posisjon i tilsvarende valuta. I tilfelle Kredittilsynet skulle være av den oppfatning at en grense på 105 % er for høyt, ber vi om at grensen uansett ikke settes lavere enn 103 %.

- Sikring av reell versus nominell valutarisiko

Et annet forhold som bør tas hensyn til i gjennomgangen av denne forskriften er behovet for å kunne foreta en avdekning av den reelle valutarisikoen i en investering og ikke bare den nominelle valutarisikoen. Dette er en problemstilling som f.eks. oppstår ved investeringer i verdipapirfond, hvor fondet er denominert i en valuta, mens det foretas investeringer i fondet i andre valutaer. Tradisjonelt har

verdipapirfond ikke foretatt valutasikring mellom fondets valuta og valutaene til de underliggende investeringene. Dette forholdet er illustrert nærmere i boks 3.

### Boks 3

#### **Eksempel: Investeringer i verdipapirfond med underliggende plasseringer i flere valutaer**

Hvis et forsikringsselskap foretar en plassering i det amerikanske aksjemarkedet i form av en fondsandel notert i NOK, vil en sikring av valutaeksponeringen (salg av USD mot NOK på termin) bli sett på som en ren negativ valutaeksponering mot USD. Dette skjer fordi instrumentets formelle valuta (NOK) ikke sier noe om den egentlige valutaeksponeringen i instrumentet.

Et verdipapirfond må være notert i en felles valuta, og slike fond har tradisjonelt ikke foretatt valutasikring av de underliggende plasseringene. Denne felles valutaen, f.eks. NOK, gir ikke et reelt uttrykk for den reelle valutaeksponeringen som fondet har. En snever tolkning basert på nominell valutaeksponering forhindrer at selskapet kan foreta en reell risikoreduksjon. Situasjonen kan være minst like ille dersom fondet er notert i en utenlandsk valuta, f.eks. USD og det foretas en sikring av USD/NOK, mens de underliggende investeringene i fondet faktisk er foretatt utenfor USA.

Forholdet som her er nevnt utgjør et reelt og betydelig problem for bruk av verdipapirfond i forsikringsforvaltning. Dette er uheldig fordi slike fond ellers kan være hensiktsmessige investeringsaktiva når selskapene skal skape en effektiv forvaltning av globale eller regionale porteføljer av finansielle instrumenter. I de tilfeller fondet ikke selv foretar en avdekning av valutarisiko som samsvarer med de krav som fremkommer i kff. § 13, bør det være anledning for forsikringsselskapet selv å foreta en hensiktsmessig valutasikring knyttet til plasseringen i fondsandeler, uten at dette anses som brudd på §13 fjerde ledd. Praktiske hensyn taler også her for at det ikke må være et absolutt forbud mot negative netto finansielle tilgodehavende i en valuta, jf. at forsikringsselskapet vanskelig kan ha 100 % innsikt i fondets underliggende valutaeksponering til enhver tid.

En justering av § 13 fjerde ledd om tar hensyn til begge de forhold som er nevnt ovenfor vil kunne se slik ut:

*”Et forsikringsselskap kan i kollektivporteføljen ikke foreta aktive disposisjoner som medfører reelle negative finansielle tilgodehavende i en valuta. Første punktum er ikke til hinder for at graden av valutasikring for enkeltvalutaer stiger til 105 % som følge av verdifall på aktiva med valutarisiko.*

#### i) Stater i sone A - § 6

Kapitalforvaltningsforskriften § 6 fastsetter hvilke typer eiendeler som kan benyttes til å dekke forsikringsmessige avsetninger. Egne bestemmelser er knyttet til fordringer på stater, finansinstitusjoner og børsnoterte papirer i stater innenfor sone A. I vedlegg til

forskriften fremkommer listen over stater som inngår i sone A. Iht. EUs regelverk (dir. 2000/12/EC) skal listen den omfatte alle medlemsland i EU og alle medlemmer av OECD, samt land som har spesielle låneavtaler med IMF under fondets ”general arrangements to borrow” (GAB).

I forskriften er ikke de nye medlemslandene i EU tatt med. OECD-landene Korea og Mexico mangler også på listen. FNH mener definisjonen i kff. § 3 av stat i sone A bør endres slik at denne blir likelydende med definisjonen i artikkel 1(14) i dir. 2000/11/EC. Dette vil gjøre det unødvendig å foreta nye oppdateringer av listen i vedlegget, når det tas opp nye medlemsland i EU eller OECD. Alternativt kan listen i vedlegget oppdateres, men da bør denne automatisk oppdateres ved endringer i medlemskapet i EU eller OECD.

## **1.2 Derivatforskriften – forskrift om bruk av derivater i forsikring**

### **a) Derivatforskriftens virkeområde i forhold til investeringsvalgporteføljen**

Det fremkommer av derivatforskriften § 1 tredje ledd at denne forskriften kommer til anvendelse på forvaltning av eiendeler tilknyttet avkastningsgaranti i livsforsikring med investeringsvalg, men ikke på de underliggende midlene i livsforsikring med investeringsvalg.

Under den nye forsikringsloven oppheves selskapsskillene mellom alminnelig livsforsikring og livsforsikring med investeringsvalg og i stedet blir eiendelene knyttet til de ulike forsikringene delt inn i ulike porteføljer. Midler tilsvarende avsetninger til dekning av forpliktelsene knyttet til verdien av særskilte investeringsporteføljer i pensjonsordninger med investeringsvalg, skal inngå i investeringsvalgporteføljen. Midler til dekning av forpliktelsene knyttet til verdien av kontraktsfestsatte forpliktelser, dvs. produkter med avkastningsgaranti skal inngå i kollektivporteføljen. I denne porteføljen skal også midler til dekning av avkastningsgarantier for forsikringer med investeringsvalg inngå, jf. fl. § 19-8. I lys av den nye inndelingen av forvaltningskapitalen i ulike porteføljer (i hht. fl. § 9-7), vil en videreføring av realitetene i § 1 i derivatforskriften innebære at forskriften kommer til anvendelse på kollektivporteføljen og selskapsporteføljen, men ikke på investeringsvalgporteføljen.

FNH vil peke på at det er ønskelig med en avklaring fra myndighetene av forskriftens virkeområde under ny forsikringslov. Se også kap 3 nedenfor.

### **b) Forbud mot risikoøkende strategier**

Derivater skal iht. derivatforskriften § 4 fjerde ledd brukes til sikring og effektiviseringsformål, forutsatt at ikke selskapets risiko øker merkbart. Sistnevnte forstås i utgangspunktet slik at det ved bruk av derivater ikke er anledning til å ta større samlet markeds- og kredittrisiko sett i forhold til forvaltningskapitalen enn det selskapet kunne ha gjort ved handel i underliggende instrumenter (”gearing”). FNHs primære synspunkt er at begrensning av gearing bør være unødvendig dersom det fokuseres på forsvarlighet i

forvaltningen. Dersom det gjeldende forbudet mot gearing blir videreført, er det viktig at avgrensningen foretas i relasjon til investeringer som medfører ”gearing” av de samlede eksponeringene, og ikke i forhold til eksponeringene innenfor enkeltområder. I tilfelle man skulle avgrense bruk av derivater til hvilken risiko som ligger i den enkelte posisjon, vil en hensiktsmessig bruk av derivater i kapitalforvaltningen bli sterkt hemmet.

I Kredittilsynets høringsnotat med utkast til ny derivatforskrift av 13.07.1999 er forbudet mot risikoøkende strategier omtalt på ulike måter og fra ulike vinkler. I pkt. 7.3.6 om gearing heter det bl.a.:

*”Bruk av derivater med formål å øke posisjoner kan i relasjon til lovens § 7-4 første ledd første punktum, jf. § 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.”*

FNH ser at vilkåret ovenfor er basert på tradisjonell tenkning innenfor risikostyring, som fortsatt benyttes på noen områder. Denne uttalelsen er imidlertid til hinder for at forsikringsselskaper forfølger enkelte hensiktsmessige investeringsstrategier i rentemarkedet som har som formål å effektivisere forvaltningen. Vi tenker her ikke på strategier som har til hensikt å øke renterisikoen (markedsrisikoen) eller kredittrisikoen i porteføljen, men strategier hvor man søker å holde en konstant renterisiko i porteføljen, samtidig som man ”spiller på” investeringer langs hele rentekurven. Slike strategier (ikke-risikoøkende strategier) medfører et behov for et handlingsrom som innebærer en økning av den nominelle eksponeringen i rentebærende papirer ut over den aktuelle forvaltningskapitalen. Bruken av derivater for lovlige formål kan med andre ord medføre en ”oppblåsing av selskapets balanse”, som Kredittilsynet ut fra det ovennevnte dokumentet synes å mene vil være i strid med regelverket.

Dette problemet kan synliggjøres ved et eksempel fra forvaltning av en renteportefølje hvor risikoen, som kjent, ikke kun er avhengig av det nominelle beløpet som investeres, men også av renterisikoen (durasjonen) på investeringen, gitt i boks 5.

### Boks 5

#### **Eksempel: Forvaltning av renteportefølje med fast durasjon**

Utgangspunkt: Tenk at man står overfor valg mellom to investeringer – kr 1 mrd. plassert i et statssertifikat med løpetid 3 måneder eller kr 1 mrd. plassert i en 10-års obligasjon.

- Renterisikoen forbundet med plasseringen i sertifikatet er om lag 0,3 % (dvs. hvis renten endrer seg med 1 %-poeng vil verdien av sertifikatet endre seg med om lag 0,3%).

- Renterisikoen forbundet med plasseringen i obligasjonen er om lag 7 % (dvs hvis renten endrer seg med 1 %-poeng vil verdien av obligasjonen endre seg med om lag 7 %).

Renterisikoen for obligasjonen er med andre ord over tjue ganger så stor som renterisikoen for sertifikatet.

Gitt at man i sin investeringsstrategi ønsker å holde en fast renterisiko i porteføljen, f.eks. 7 %, men samtidig har et negativt syn på utviklingen av obligasjoner med slik risiko, kan man i stedet investere et større beløp i obligasjoner med lavere renterisiko (kortere durasjon) eller et høyere beløp i obligasjoner med enda høyere renterisiko (lengre durasjon), avhengig av hvilket rentesyn man har. Kredittilsynets uttalelser om forbudet mot risikøøkende strategier i høringsnotat om utkast til ny derivatforskrift av 13.07.99 er imidlertid til hinder for at det ved slik forvaltning foretas investeringer i instrumenter med vesentlig lavere renterisiko. Årsaken er at slike investeringer må foretas med bruk av derivatinstrumenter, da den nominelle eksponeringen i porteføljen raskt vil øke så mye at eksponeringene overstiger forvaltningskapitalen.

Heller ikke forholdet til kredittrisikoeksponering tilsier at slik derivatbruk bør være forbudt. Riktignok medfører finansielle derivater en kredittrisiko (oppgjøringsrisiko) for institusjonen, men siden denne risikoen ikke er knyttet til det nominelle underliggende beløpet, men kun markedsverdien av derivatene (fremkommer ved differansen mellom dagens verdi og avtalt verdi), vil kredittrisikoen være begrenset. Av samme grunn vil selskapet heller ikke få en betydelig økt likviditetsrisiko.

FNH ber om at forståelsen av derivatforskriften oppdateres slik at forskriften anses å åpne for at den nominelle eksponeringen i porteføljen kan overstige den korresponderende forvaltningskapitalen, gitt at markedsrisiko og kredittrisiko ikke blir høyere enn hva som kan oppnås gjennom plasseringer i underliggende instrumenter.

Vi viser for øvrig også til omtale i kap. 3 nedenfor om bruk av derivater for å avdekke risiko knyttet til avkastningsgarantier og behovet for å vurdere risiko knyttet til derivatbruk samlet for selskapets aktiva- og passivposter.

### c) Derivatforskriften – kredittderivater

FNH viser til saken om behandling av kredittderivater ved beregning av kapitaldekning og store engasjementer, sist omtalt i Kredittilsynets brev til Finansdepartementet av 13.10.05. Kredittilsynet skriver her i pkt. 3 at Finansdepartementet i forbindelse med fastsettelse av kredittderivatforskriften vil endre definisjonen av derivat i derivatforskriften til også å omfatte kredittderivater. FNH imøteser denne varslede endringen og oppfordrer Kredittilsynet til å bidra til at denne endringen blir gjennomført raskt.

### 1.3 Lokaliseringsforskriften

Forskrift om lokalisering av eiendeler som skal dekke forsikringsmessige avsetninger inneholder følgende krav til lokalisering i § 3:

”Eiendeler som skal dekke forsikringsmessige avsetninger skal være lokalisert (være til stede) i stat innenfor Det europeiske økonomiske samarbeidsområdet. Denne regel gjelder ikke forsikringsmessige avsetninger som refererer seg til forsikringsrisikoer som består (befinner seg) utenfor Det europeiske økonomiske samarbeidsområdet.”

Bestemmelsen stammer fra EUs forsikringsdirektiv. I det konsoliderte livsforsikringsdirektivet (2002/83/EC) heter det i artikkel 20 (3) at [vår utheving]:

”3. Hjemlandet forlanger af ethvert forsikringssselskab, at dets forsikringsmæssige hensættelser vedrørende den samlede virksomhed er dækket af kongruente aktiver i overensstemmelser med artikel 26. **For så vidt angår virksomhed, der udøves i Fællesskabet, skal disse aktiver befinde sig dér.** Medlemsstaterne kræver ikke af forsikringssselskaberne, at deres aktiver skal befinde sig i en bestemt medlemsstat. **Hjemlandet kan dog lempe reglerne for aktivernes lokalisering.**”

I artikkel 1 (p) i samme direktiv er det gitt en nærmere definisjon av lokalisering av aktiva:

”p) »aktivernes lokalisering«: tilstedeværelse i en medlemsstat af aktiver i fast ejendom eller andet end fast ejendom uden at der stilles krav om, at aktiver i andet end fast ejendom deponeres, eller om, at aktiver i fast ejendom undergives sådanne rådighedsbegrænsende foranstaltninger som tinglysning; aktiver, der består i fordringer, anses som lokalisert i den medlemsstat, hvor de kan indfries”

Kredittilsynet har i Rundskriv 22/99 om Forskrift om lokalisering av eiendeler som skal dekke forsikringsmessige avsetninger, angitt et utgangspunkt for tolkning av forskriften, dvs. i forhold til hvilke eiendeler som er å betrakte som lokalisert innenfor EØS-området. FNH erfarer imidlertid at det til tross for disse klargjøringene hefter det usikkerhet knyttet til hvilke aktiva som kan benyttes i forsikringsforvaltningen. En klar forståelse av hvilke aktiva som kan benyttes er sentralt for at formålet med bestemmelsen skal oppfylles, samtidig som det er viktig for at bestemmelsen ikke skal legge unødige hindringer på kapitalforvaltningen.

Usikkerheten er først og fremst knyttet til:

- *Direkteinvesteringer i fast eiendom utenfor EØS-området.*  
Er det et ubetinget krav om at eiendommen skal befinne seg i EØS-området?  
Tilsier hensynet til at selskapet eller dets rettsetterfølgere skal kunne realisere eiendelene et slikt ubetinget krav? Det bør vurderes om det kan anses tilstrekkelig



med en sikring av tilgang til de dokumenter som gir rett til eiendommen, gjennom deponering hos en finansinstitusjon innenfor EØS-området.

- *Investeringer i eiendomsfond og investeringer i spesialfond, herunder private equity-fond og hedge fond*  
Må slike fond/forvaltningsselskaper ubetinget ha forretningssted innen EØS-området, eller vil det være tilstrekkelig at andelseierbevis/-brev er deponert hos depotmottaker innenfor EØS-området?
- *Innskudd i bank uten forretningssted i EØS-området*  
Er det et absolutt forbud mot at innskudd i en slik bank, f.eks. en lokal bank i Amerika eller Japan, benyttes? Bør det ikke være tilstrekkelig at innskuddsbevis, er deponert hos en finansinstitusjon innenfor EØS-området?

En usikkerhet i forhold til disse spørsmålene er uheldig, da det rammer en del av det potensielle investeringsunivers forsikringssselskaper står overfor, jf. at det bl.a. omfatter eiendoms- og fondsinvesteringer i land som USA, Canada, Sveits og Australia. De aller fleste hedge fond og private equity fond er etablert utenfor EØS-området.

FNH ber i denne sammenheng Kredittilsynet om å foreslå en endring av lokaliseringsforskriften som på hensiktsmessige vilkår åpner for at forsikringssselskaper kan plassere i eiendeler som er lokalisert utenfor EØS-området, dersom hensynet bak bestemmelsen i lokaliseringsforskriften er oppfylt. Dette vil sikre at regelverket ikke går lenger enn det som er formålet, nemlig å påse at eiendelene som sikrer de forsikringsmessige forpliktelsene er tilgjengelige dersom myndighetene skulle ha behov for å gripe inn overfor et selskap. En slik bestemmelse, som vil være i samsvar med EUs regelverk, finnes allerede i det danske regelverket. I den danske ”bekendtgørelse om kongruens og lokalisering 40 af 20/01/1999” er slik bestemmelse tatt inn i § 8 stk. 4:

”§ 8. De aktiver, der i henhold til § 128, stk. 1, i lov om forsikringsvirksomhed anvendes til at dække de samlede forsikringsmæssige hensættelser, skal være til stede (lokaliseret) i et land, som er medlem af EU eller i et andet land, som har gennemført Rådets 3. skadesforsikringsdirektiv respektive 3. livsforsikringsdirektiv.

*Stk. 2.* De aktiver, der i henhold til § 49 i lov om tilsyn med firmapensionskasser er registreret til dækning af pensionshensættelserne, skal være lokaliseret her i landet.

*Stk. 3.* Bestemmelserne i stk. 1 og 2 finder ikke anvendelse på forsikringsmæssige hensættelser vedrørende risici beliggende uden for de i stk. 1 nævnte lande.

*Stk. 4.* For aktiver, der er lokaliseret uden for de i stk. 1 nævnte lande, kan lokaliseringskravet anses for opfyldt, hvis forsikringssselskabet eller pensionskassen har sikret Finanstilsynet en adgang til at begrænse eller forbyde forsikringssselskabets eller pensionskassens frie rådighed over aktiverne med henblik

på tilfælde, hvor Finanstilsynet måtte vurdere, at forsikringselskabets eller pensionskassens økonomiske situation er ubetyggende. ”

FNH ønsker med andre ord en bestemmelse tilsvarende stk 4. ovenfor som nytt annet ledd i § 3 i lokaliseringsforskriften.

#### **1.4 Årsregnskapsforskriften – bruk av derivater i holde til forfall-porteføljen**

Obligasjoner klassifisert som holde til forfall er en meget viktig aktivaklasse for livsforsikringselskapene og deres kunder.

Forskrift 16.12.1998 nr. 1241 om årsregnskap m.m. for forsikringselskaper (årsregnskapsforskriften) § 3-6 4.ledd regulerer denne aktivaklassen nærmere:

##### *”§ 3-6. Obligasjoner som holdes til forfall*

- (1) Med obligasjoner som holdes til forfall menes obligasjoner selskapet har intensjon om og evne til å holde til forfall. Beslutningen må være tatt av øverste administrative leder, og styret må være orientert.
- (2) Obligasjoner som holdes til forfall vurderes til anskaffelseskost med tillegg/fradrag for eventuell overkurs/underkurs.
- (3) Eventuell overkurs/underkurs ved anskaffelse skal fordeles over resterende løpetid frem til forfall, eller eventuelt til første rentereguleringstidspunkt. Overkurs/underkurs resultatføres som en justering av obligasjonens løpende renteinntekt.
- (4) Det kan ikke knyttes finansielle rentederivater til selskapets portefølje av anleggsobligasjoner som holdes til forfall.
- (5) Om selskapet ønsker å reklassifisere en obligasjon som holdes til forfall, må hele gruppen av obligasjoner reklassifiseres med mindre minst ett av følgende forhold er tilstede:
  - (a) Vesentlig endring i obligasjonsutstederens kredittverdighet.
  - (b) En større foretaksintegrasjon eller en større avhendelse av del av virksomheten (f.eks. salg av et virksomhetsområde) som nødvendiggjør salg eller reklassifisering av slike obligasjoner for å opprettholde virksomhetens eksisterende renteesponering eller ønsket nivå på eksponering mot kredittrisiko.
  - (c) Endring i lover og regler som betydelig endrer hva som godtas som investering eller maksimalt nivå på investeringen i visse obligasjoner.
  - (d) En betydelig endring i lovbestemte kapitalkrav, eller regelverk om tildeling av overskudd eller flytting i livsforsikring, som medfører at selskapet må bygge seg ned ved å selge slike obligasjoner.

- (e) En betydelig økning i risikovektingen til en obligasjon som anvendes til å regulere den generelle risikoen.

(6) Hvis selskapet har solgt eller reklassifisert obligasjoner klassifisert som holdes til forfall, slik at hele gruppen av obligasjoner skal reklassifiseres, jf. femte ledd, har selskapet ikke anledning til å klassifisere nye obligasjoner som holdes til forfall de påfølgende tre regnskapsår. ”

Ved å plassere i slike instrumenter kan selskapene oppnå en kjent avkastning, som blir periodisert over gjenstående løpetid. Instrumentene representerer således en aktivaklasse som har en viktig stabiliserende effekt på avkastningen, som er svært viktig for selskapene i forhold til det å sikre en årlig avkastning som overstiger grunnlagsrenten.

I lys av den betydning denne aktivaklassen i dag har for forvaltningen av midler knyttet til kontrakter uten investeringsvalg, er det viktig med klarhet i regelverket for denne aktivaklassen. Samtidig er det ønskelig at det univers av obligasjoner som kan legges inn i denne porteføljen også omfatter valutasikrede utenlandske obligasjoner. Dette er av vesentlig betydning for forsikringsselskapene, fordi det vil sikre en bedre utsteder diversifisering, samt avhjelpe det problem selskapene møter ved at det norske obligasjonsmarkedet er lite sett i forhold til størrelsen på den norske økonomien. En betydelig andel av volumet i det norske obligasjonsmarkedet er i dag allerede knyttet opp til livselskapenes og pensjonskassenes hold til forfall-porteføljer.

Det er i dag, etter det FNH erfarer, knyttet usikkerhet til forståelsen av 4.ledd i ovennevnte bestemmelse. Gjeldende bestemmelsen kan leses innskrenkende, slik at forbudet kun er knyttet til å benytte finansielle rentederivater i porteføljen for å styre overordnet risiko i porteføljen. Bestemmelsen kan imidlertid også leses utvidende, slik at forbudet også omfatter det å knytte slike derivater til enkeltpapirer i holde til forfall-porteføljen. Spørsmålet har betydning for hvorvidt det er anledning til å ta inn investeringer i obligasjoner denominert i en annen valuta enn NOK sammen med et tilknyttet valutasikringsinstrument, i holde til forfall-porteføljen, jf. at valutasikringsinstrumenter (-derivater) i økonomisk forstand strengt tatt kan sies å være et finansielt rentederivat, fordi rentenivået både hjemme og ute inngår i prisingen av slike instrumenter.

FNH er kjent med at Finansdepartementet 20.12.05 endret aktuelle bestemmelsen i årsregnskapsforskriften etter et forslag fra Kredittilsynet av 20.12.04 om endring av ordlyden i den ovennevnte bestemmelsen som ledd i IFRS-tilpasning av det norske regnskapsregelverket. Forskriftsendringen innebærer at forholdet til derivater er tatt inn i endret § 3-6 (1):

”(1) Med investeringer som holdes til forfall menes finansielle eiendeler, annet enn derivater og utlån, med faste eller bestembare innbetalinger og avtalt forfallsdato, som et foretak har intensjon om og evne til å holde til forfall.”

Kredittilsynet hadde i høringsnotatet med utkastet til forskriftsendringene ikke kommentert hvordan forbudet mot derivater i justert § 3-6 (1) skal forstås. På samme måte som ift. gjeldende § 3-6 (4) kan bestemmelsens ordlyd forstås innskrenkende, slik at det kun er forbud mot å legge derivater i holde til forfall-porteføljen som ikke er tilknyttet noe annet instrument. I og med at den nye bestemmelsen skal være basert på reglene i IAS 39, er det imidlertid naturlig å søke en nærmere avklaring av forståelsen av bestemmelsen i denne standarden.

FNH er kjent med at IAS 39 i utgangspunktet inneholder krav om separat regnskapsføring av derivater som er innebygd i et instrument. Dette tilsier at en utenlandsk obligasjon med tilhørende matchende valutasikringskontrakt ikke kan regnes som ett instrument regnskapsmessig, men må deles og vurderes etter hver sine respektive vurderingsregler. FNH legger derfor til grunn at spørsmålet om den regnskapsmessige behandlingen av valutaderivater som benyttes for å avdekke valutarisiko i de enkelte holde til forfall-investeringer må vurderes i forhold til IAS 39s regler om sikringsføring.

Etter det vi kan se tillater regelverket for sikringsføring at holde til forfall-investeringer kan inngå i sikringsrelasjoner med valutaderivater. I IAS 39 punkt 79 (side 1670 i 2004-utgaven av "IFRS-boken") heter det: "However, a held-to-maturity investment can be a hedged item with respect to risks from changes in foreign currency exchange rates and credit risk." Det kan imidlertid ikke sikres mot renterisiko, dette omtales også i punkt 79. IFRS-dokumentasjon fra juni 2005 sier for øvrig følgende: "Holde til forfall renteinstrument kan ikke sikres mht renterisiko. Kan sikres mht. kredittrisiko og valutarisiko."

Dette tilsier etter vårt syn at den norske regnskapsforskriften bør forstås slik at holde til forfall obligasjoner i utenlandsk valuta kan valutasikres med matchende valutasikringsinstrumenter og at investeringen og valutasikringskontraktene sammen tilordnes holde til forfall-porteføljen.

I tilfelle Kredittilsynet skulle ha et annet syn, er det viktig at Kredittilsynet kommuniserer dette til næringen så raskt som mulig. Dette er viktig for næringen på grunn av den betydning holde til forfall-investeringer har for forvaltning av pensjonsordninger uten investeringsvalg.

## **2. Tilpassing av regelverket til den nye forsikringsloven for produkter med investeringsvalg**

Innføringen av ny forsikringslov (fl.) innebærer at sentrale deler av lovreguleringen av forsikringsselskapenes virksomhet vil bli endret. Den nye forsikringsloven § 9-7 deler inn forvaltningskapitalen definerer i to typer kundeporteføljer, kollektivporteføljen og investeringsvalgporteføljer. Kollektivporteføljen viderefører dagens fellesportefølje i

livselskaper, mens investeringsvalgporteføljen viderefører investeringsalternativene som i dag tilbys av fondsforsikringsselskaper.

En av intensjonene med den nye forsikringsloven har vært å etablere en enklere struktur for både kunder og forsikringsselskap. Loven åpner for at produkter med og uten investeringsvalg skal kunne leveres fra samme selskap. For å sikre at intensjonen om en enklere struktur for kunder og selskaper lar seg gjennomføre i praksis er det behov for en gjennomgang av regelverket for kapitalforvaltningen også for forsikring med investeringsvalg.

## **2.1 Ulike investeringsvalsprodukter – samme målsetning for kapitalforvaltningen**

FNH mener det er behov for å endre og tilpasse rammene for hvilke typer investeringsvalg som kan foretas i investeringsvalgporteføljen, slik tillatte aktiva blir mest mulig felles med kollektivporteføljen. Vi mener med andre ord at det så langt det lar seg gjøre bør være symmetrisk kapitalforvaltningsregelverk for midler plassert i kollektivporteføljen og investeringsvalgporteføljen. Dette er særlig aktuelt nå ettersom den nye forsikringsloven legger opp til at begge porteføljer skal kunne forvaltes i samme selskap.

En slik omlegging vil ha flere positive konsekvenser både for kunde og selskap. For det første vil et større investeringsunivers sikre kundene tilgang på flere risikoreduserende instrumenter også i kontrakter med investeringsvalg. Samtidig vil tilgang på flere typer aktiva sikre kundenes økonomiske interesser på en langt bedre måte enn i dag, hvor det er lagt ned unødige strenge regler for hva slags investeringer som kan inngå i investeringsporteføljene. Videre vil selskapenes kapitalforvaltning kunne effektiviseres i betydelig grad dersom regelverket i større grad blir symmetrisk.

FNH har i brev til Finansdepartementet av 01.07.05 om fast eiendom som plasseringsalternativ i investeringsvalgporteføljer, allerede tatt opp enkelte aspekter ved denne problemstillingen. Det er imidlertid behov for å kunne utvide hvilke typer investeringer som kan inngå i investeringsvalgsordninger ytterligere.

Produkter med ulike investeringsvalgsløsninger forventes å ville være en stadig viktigere del av livselskapenes porteføljer i årene som kommer. Innenfor tjenstepensjonsområdet har en allerede sett en viss overgang fra ytelsespensjonsprodukter til innskuddspensjonsprodukter med investeringsvalg. Det forventes at denne utviklingen vil fortsette. Samtidig forventer næringen at langt de fleste tjenstepensjonsordningene som vil bli etablert som følge av det kommende lovkravet om obligatorisk tjenstepensjon vil være ordninger med investeringsvalg.

Produkter med investeringsvalg favner et bredt spekter av produkter med ulik grad av kompleksitet og krav til investeringskompetanse hos kundene. Innenfor tjenstepensjonsområdet tilbys det både innskuddspensjonsprodukter og ytelsespensjonsprodukter med investeringsvalg. For livselskapets del går det rent risikomessig et viktig skille mellom produkter med og produkter uten tilknyttet

avkastningsgaranti. Dette skillet er viktig fordi avkastningsgarantier legger føringer i forhold til forsikringsselskapets kapitalforvaltning. Produkter med avkastningsgaranti krever bl.a. et mer aktivt forhold til risikostyring i forsikringsselskapet.

Det finnes også ytelsespensjonsprodukter med investeringsvalg der det er lagt inn en garantert rente i beregningsgrunnlaget, men det er foretaket som har avkastningsgarantien (ordninger etter LOF § 11-1), mens selskapet kun har en konkurrisiko i forhold til foretaket. Gjennom slike produkt vil det kunne være mulig å få til en deling av risiko mellom kunden og livselskapet som kan bidra til å øke langsiktigheten i kapitalforvaltningen. Ettersom det også i disse ordningene er krav til full fondering er det avgjørende at man unngår store fluktasjoner i avkastningen for at dette skal bli et attraktivt produkt. For å kunne unngå slike store fluktasjoner er det helt sentralt at forholdene blir lagt til rette for at dette produktet får tilgang til aktivaklasser som i dag er tilgjengelig i kollektivporteføljen men ikke i investeringsvalgporteføljen.

Uavhengig av om det er snakk om et innskudds- eller ytelsesprodukt, og om det er et produkt med eller uten avkastningsgaranti, vil imidlertid målsetningen for kapitalforvaltningen være den samme; å få en høyest mulig avkastning til en gitt investeringsstrategi med tilhørende risikorammer. For å kunne nå denne målsetningen også for produkter med investeringsvalg, er det helt sentralt at forholdene blir lagt til rette for at kundene kan få økt fleksibilitet i kapitalforvaltningen for midler i investeringsvalgporteføljen. Derfor bør slike produkter få tilgang til de samme aktivaklassene som produkter i kollektivporteføljen får. I boks 6 er det gitt et eksempel som illustrerer problemstillingen nærmere.

Det som bør begrense risikotakingen i investeringsvalgporteføljen bør være kundens risikovilje, prisen for en eventuell avkastningsgaranti, de begrensninger livselskapet legger i forhold til rammer for investeringsvalgene og forsvarlighet i kapitalforvaltningen, samt risikostyringen av porteføljen.

Det er i denne sammenhengen også viktig å påpeke at selskapene kan ønske å ta ulike hensyn i produktstrukturen i forhold til bedrifts- og privatkunder. Dette innebærer at det er viktig at Kredittilsynet ved utformingen kapitalforvaltningsregelverket tar hensyn til behovet for fleksibilitet både i bedrifts- og privatmarkedet.

## Boks 6

### **Eksempel: Sammenligning av avkastning i en kollektivportefølje og en investeringsportefølje under gjeldende regelverk**

Avkastningen over tid på en portefølje bestemmes av den strategiske aktivaallokeringen. Aktivaallokeringen avgjør om avkastningen blir høy eller lav, og hvor mye den varierer over tid. Målsetningen for forvaltningen av porteføljen er å få en høyest mulig avkastning, uten at risikoen blir for høy.

For å sikre en stabil inntjening har livselskapene plassert en betydelig del av balansen i anleggsobligasjoner og eiendom i kollektivporteføljen. Den sikre avkastningen fra disse aktivaene bidrar samtidig til at selskapene kan ta markedsrisiko i obligasjons- og aksjemarkedet.

Eiendom og anleggsobligasjoner tillates ikke i investeringsvalgordninger med dagens kapitalforvaltningsregelverk. Dette medfører at investeringsvalgordningene fremstår som lite attraktive for kundene. Dersom en kunde ønsker en pensjonsordning med investeringsvalg vil kunden enten måtte betale en svært høy premie for avkastningsgarantien, eller han blir tvunget til å etablere en investeringsvalgportefølje med en svært høy andel av balansen i pengemarkedet. En høy andel i pengemarkedet leder til en kortsiktig forvaltningsstrategi, med tilhørende lav avkastning.

For å illustrere hva som er effekten av de begrensningene dagens regler medfører i forhold til hvilke aktiva som er tillatt i investeringsvalgordninger, har et av FNHs medlemselskaper foretatt en enkel analyse som sammenligner avkastning i en investeringsvalgportefølje med 25 prosent aksjeandel (5 prosent i norske aksjer og 20 prosent i utenlandske aksjer) og 75 prosent obligasjoner (50 prosent norske obligasjoner og 25 prosent utenlandske obligasjoner) med avkastningen i kollektivporteføljen. Tallmaterialet som er benyttet i eksemplet er hentet fra perioden 2000 til 2004, og avkastningen er lik den avkastning selskapet oppnådde på de ulike aktivaklassene slik at avkastningen på aksjer og obligasjoner i den tenkte investeringsvalgporteføljen er lik den avkastning det aktuelle selskapet hadde på slike investeringer i den aktuelle perioden. Det er lagt til grunn at investeringsvalgporteføljen rebalanseres en gang i året.

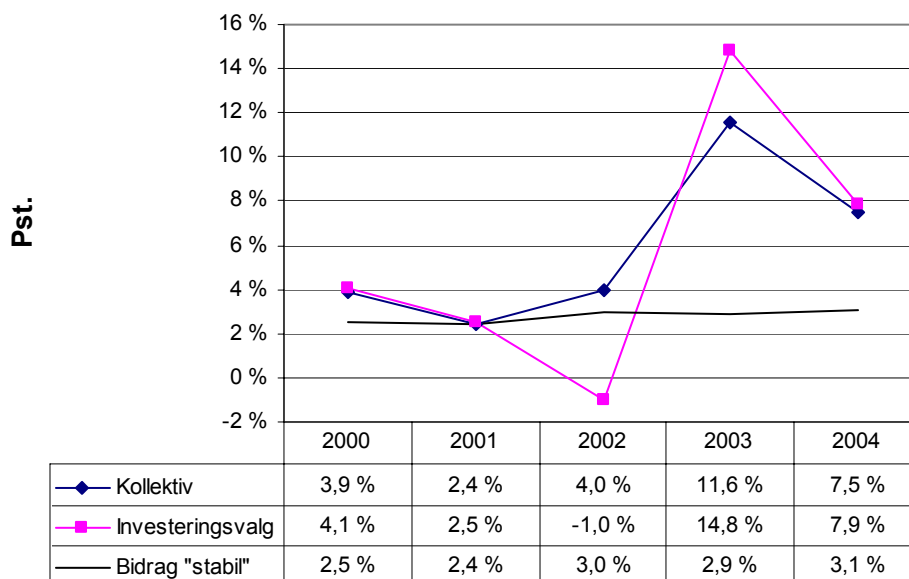
Som det fremgår av figuren, varierer avkastningen i en investeringsportefølje mer enn avkastningen i en kollektivportefølje. Det er to grunner til dette. Den aktuelle investeringsporteføljen har for det første gjennomgående hatt en høyere aksjeandel enn kollektivporteføljen. Videre har kollektivporteføljen hatt en høy andel av balansen plassert i anleggsobligasjoner og eiendom.

For å tydeliggjøre hvilken betydning aktivaklasser med stabil avkastning har i forhold til å redusere risikoen i porteføljene, har bidraget til avkastningen i kollektivporteføljen av anleggsobligasjoner og eiendom blitt skilt ut i rad tre i tabellen. Det fremgår av tabellen at livselskapets årlige rentegaranti nesten dekkes i sin helhet av avkastningen på disse aktivaene. Dette bidrar igjen til at livselskapet kan være mer langsiktig i forvaltningen av den delen av porteføljen som inneholder markedsrisiko.

Til tross for betydelige fluktasjoner i finansmarkedene i perioden figuren dekker, var avkastningen omtrent lik i de to porteføljene. Risikoen målt ved standardavviket til avkastningen var imidlertid mer ulik. Mens standardavviket i investeringsvalgporteføljen var 6 prosent, var det til sammenligning bare 3,7 prosent i kollektivporteføljen.

Dette eksempelet illustrerer hvor krevende det er å etablere en investeringsvalgportefølje med god avkastning og moderat risiko med dagens kapitalforvaltningsregelverk.

Figur 1: Kollektivportefølje vs. investeringsportefølje



## 2.2 Aktiva som bør kunne inngå i investeringsvalgporteføljen

### a) Generelt utgangspunkt

FNHs syn er at den norske reguleringen av hvilke aktiva som bør tillates benyttet i investeringsporteføljer bør bygge på det regelverket som danner grunnlaget for konkurransen i EUs indre marked. Dette regelverket er det konsoliderte livsforsikringsdirektivets (Dir. 2002/83/EC) hovedbestemmelse om tillatte aktiva i artikkel 23. Denne bestemmelsen gjelder etter EUs regelverk og er uavhengig av om de forsikringsmessige avsetningene er splittet i kollektivportefølje og investeringsportefølje som i ny forsikringslov, jf. artikkel 25. Den sammenfaller også godt med de aktiva som kan inngå i norske livselskapers kollektivportefølje.

Det konsoliderte livsforsikringsdirektivets artikkel 23 angir – på dansk – følgende kategorier av tillatte investeringsaktiva (bestemmelsen angir også andre typer tillatte aktiva i form av fordringer og andre aktiva, men i denne sammenheng er kun første ledd bokstav A relevant):



*”Artikel 23*

*Kategorier af tilladte aktiver*

*1. Hjemlandet kan kun tillade, at forsikringselskaber tilvejebringer dækning for deres forsikringsmæssige hensættelser ved hjælp af følgende kategorier af aktiver:*

*A. Investeringsaktiver*

- a) obligationer og andre penge- og kapitalmarkedsinstrumenter*
- b) udlån*
- c) aktier og andre kapitalandele med variabelt afkast*
- d) andele i institutter for kollektiv investering i værdipapirer og andre investeringsfonde*
- e) grunde og bygninger samt tinglige rettigheder i forbindelse med fast ejendom.”*

En sammenligning av det norske regelverket i kapitalforvaltningsforskriften kapittel 3 (særregler for livsforsikring med investeringsvalg) og livsforsikringsdirektivet viser at de norske reglene for aktivaplasseringer i investeringsvalgporteføljen er langt mer begrenset enn det EU-reglene gir rom for. De norske bestemmelsene åpner ikke for indirekte plasseringer (gjennom særskilte investeringsporteføljer) i aktiva nevnt i bokstav (b) og (e) ovenfor. De åpner heller ikke for direkte investeringer i samsvar med bokstavene (a), (b), (c) og (e) i direktivbestemmelsen.

Som nærmere omtalt overfor, mener FNH at investeringsområdet for investeringsvalgporteføljen bør samsvare mest mulig med investeringsområdet for kollektivporteføljen. Nedenfor, i punkt b) og c), peker vi på de viktigste endringsbehovene i så måte. Vi viser i denne forbindelse også til kapittel 1 i dette notatet, hvor vi drøfter behov for å utvide rammene for investeringene i det som nå blir kollektivporteføljen. De endringer som foreslås der med hensyn til delte investeringer i fast eiendom (pkt. 1.1 f), stater i sone A (pkt. 1.1 h), derivatforskriften (pkt. 1.2) og lokaliseringsforskriften (pkt. 1.3) er også relevante for investeringsvalgporteføljen.

**b) Aktiva som bør kunne inngå indirekte gjennom ”særskilte investeringsporteføljer”**

Etter FNHs syn er det spesielt viktig at listen av aktiva som kan inngå i særskilte investeringsporteføljer utvides i samsvar med direktivet, dvs. at en bør kunne investere også i følgende aktiva:

**- Fast eiendom**

I FNHs brev til Finansdepartementet av 01.07.05 har vi drøftet dette spørsmålet nærmere. Vi viser til dette brevet, som Kredittilsynet har fått oversendt fra Finansdepartementet.

Det vises også til pkt. 1.1 g) ovenfor om delte investeringer i fast eiendom. Slike investeringer bør også kunne inngå i særskilte investeringsporteføljer.

- *Utlån*

Selv om direkte utlån har noen stor betydning for livsforsikringsbransjens samlede kapitalforvaltning i dag, er det livsforsikringsselskap som har en betydelig utlånsportefølje bestående av lån med pant i fast eiendom og lån til kommuner og andre offentlige låntakere. FNH ber om at Kredittilsynet går inn for å utvide regelverket for særskilte investeringsporteføljer slik at denne type lån også kan inngå i investeringsporteføljer. Dette er aktiva med lav risiko og stabil avkastning, som vil virke stabiliserende på avkastningen i slike porteføljer.

I vårt brev til Finansdepartementet av 01.07.05 om fast eiendom som plasseringsalternativ i investeringsvalgporteføljer har vi henvist til en høringsuttalelse fra Banklovkommisjonen, hvor kommisjonen peker på at det ikke er reelle hensyn som tilsier at utlån i samsvar med (b) i direktivbestemmelsen og fast eiendom i samsvar med (e) i direktivbestemmelsen, ikke skal kunne inngå i særskilte investeringsporteføljer.

- *Anleggsobligasjoner*

I tillegg til de to ovennevnte aktivaklassene er det sterkt ønskelig at også anleggsobligasjoner kan inngå i investeringsporteføljer. Bruken av slike instrumenter i særskilte investeringsporteføljer begrenses ikke av kapitalforvaltningsforskriften, lov om foretakspensjon eller lov om innskuddspensjon, men av regelverket for forsikringsselskapers regnskaper. § 3-6 i forskrift 16.12.1998 om årsregnskap for forsikringsselskaper (årsregnskapsforskriften) åpner for at obligasjoner som holdes til forfall vurderes til anskaffelseskost med tillegg/fradrag for eventuell overkurs/underkurs, men denne bestemmelsen får ikke anvendelse på investeringsporteføljer. Regnskapsforskriftens § 6-2 slår klart fast at aktiva i investeringsporteføljer skal baseres på virkelige verdier. Dette innebærer at en overføring av anleggsobligasjoner fra kollektivporteføljen til en investeringsporteføljen, f.eks. i forbindelse med at en kunde legger om fra en ytelsesbasert ordning med fellesforvaltning i kollektivporteføljen til en ytelsesbasert ordning med investeringsvalg etter lof. § 11-1, vil medføre en reklassifisering.

Den 20.12.04 sendte Kredittilsynet ut forslag om innarbeiding av IAS 39, som omfattet endringer i regelverket for anleggsobligasjoner i årsregnskapsforskriften for forsikring. I utkast til forskriftstekst har Kredittilsynet foreslått visse endringer for tradisjonelle livsforsikringsselskaper i § 3-6. Forslaget innebærer ingen endringer i de materielle reglene for livsforsikring med investeringsvalg. Endringsforslaget er fortsatt til behandling i departementet.

Kredittilsynet har videre i brev 31.10.05 til Finansdepartementet foreslått en justering av regnskapsforskriftens bestemmelser om livsforsikring med investeringsvalg, i lys av at ny forsikringslov åpner for å drive slik livsforsikring i samme selskap som øvrig livs-

forsikring. Forslaget innebærer en flytting av vurderingsreglene fra § 6-2 til ny § 3-19, men uten at de materielle bestemmelsene endres.

Etter FNHs syn bør det innarbeides regler i regnskapsforskriften som åpner for å ha hold-til-forfall investeringer også i livsforsikring med investeringsvalg. Vi viser i denne sammenheng til omtalen av dette instrumentet i rammen ovenfor, samt under pkt. 1.4 ovenfor. Obligasjoner som regnskapsføres etter prinsippene i årsregnskapsforskriften § 3-6 vil ha en stabiliserende effekt på porteføljens avkastning, noe som er sterkt ønskelig i tilfeller der man ønsker å kombinere investeringsvalg med garantier knyttet til avkastning. Slike avkastningsgarantier vil spesielt være aktuelle for ytelsespensjon etter lof. § 11-1, men kan også være aktuelle for innskuddspensjon med kollektiv investeringsportefølje etter loi. § 3-2a. Det er i denne sammenheng viktig å huske at det etter fl. § 9-7 skal tilknyttes en særskilt investeringsportefølje til hver kontrakt i investeringsvalgporteføljen.

FNH ser at det kan reises motforestillinger knyttet til hvorvidt hold-til-forfall investeringer skal tillates i investeringsporteføljer ettersom det i utgangspunktet ligger i naturen til livsforsikring med investeringsvalg at kunder kan endre aktivasammensetningen over tid. Det kan også reises spørsmål ved hvordan man skal forholde seg ved flytting, når de bokførte verdiene ikke samsvarer med virkelig verdi. Etter vårt syn finnes det praktiske løsninger på disse problemstillingene:

- Når det gjelder kundens adgang til å endre aktivasammensetning, skal denne adgangen reguleres nærmere i avtale mellom institusjonen og foretaket, jf. lof. § 11-1 (1) og loi. § 3-2a (1). Det kan settes som vilkår for å kunne ta i bruk hold-til-forfall investeringer at avtalen inneholder bestemmelser om at disse investeringene ikke skal kunne byttes ut før forfall, uten at kunden får tilsvarende "sanksjoner" som for slike investeringer i kollektivporteføljen, jf. regnskapsforskriften § 3-6 (5). Det er i denne sammenheng viktig å presisere at de aktuelle sanksjonene må knyttes til den enkelte kundes investeringsportefølje, og ikke til selskapets samlede investeringsvalgportefølje. Ellers vil én kundes reklassifisering utløse reklassifisering av alle investeringsvalgskunders holde til forfall-plasseringer. Dersom dette skulle bli tilfelle vil det ikke bli aktuelt for selskapene å tilby slike kontrakter med mulighet for å ha hold til forfall-obligasjoner i investeringsporteføljer.
- I forhold til flytting, åpner fl. § 11-9 for at "oppgjør for midler plassert i egen investeringsportefølje kan skje ved overføring av porteføljen". Bestemmelsen kommer til anvendelse både på kollektive pensjonsordninger og individuelle pensjonsavtaler. Således er det ikke noe i veien for at regnskapsregelverket stiller vilkår om at det ved flytting av slike pensjonsordninger, skal foretas overføring av hold-til-forfall investeringer til den nye pensjonsinnretningen, fremfor overføring av kontanter.

I tilfelle det mot formodning ikke skulle være mulig for Kredittilsynet å gå inn for en slik endring i årsregnskapsforskriften, mener vi at det uansett må klargjøres i forhold til

denne forskriften at dersom en kunde flytter midler fra kollektivporteføljen til investeringsvalgporteføljen, så vil dette ikke utløse en reklassifisering av alle forsikringsselskapets anleggsobligasjoner. Etter vårt syn er en slik fortolkning rimelig, da det må vektlegges at det aktuelle forholdet vil være utenfor selskapets kontroll.

c) Aktiva som bør kunne inngå direkte i investeringsvalgporteføljen

- *Investeringer i andeler i andre fond for kollektive investeringer enn UCITS-fond*

Dagens regelverk for investeringsporteføljer åpner opp for at andeler i verdipapirfond kan inngå i porteføljene. Med verdipapirfond forstås ethvert fond som faller inn under definisjonen av verdipapirfond i lov om verdipapirfond § 1-2 nr. 1. Denne definisjonen er vid, og omfatter både såkalte UCITS-fond opprettet i samsvar med EUs produktregulering (UCITS-direktivet) og andre norske og utenlandske verdipapirfond.

Kredittilsynets har imidlertid i et forslag til endring av kapitalforvaltningsforskriften av 05.12.03, foreslått å snevre inn rammene for hvilke fond som skal være tillatt benyttet av forsikringsselskaper i forvaltningen av investeringsporteføljer. Denne innskjerpingen vil, dersom den blir gjennomført innebære at kun norske og utenlandske UCITS-fond underlagt begrensninger som medfører at de ikke kan benytte derivater til å øke risikoen i porteføljen, kan tilbys investeringsvalgskunder.

Etter FNHs syn representerer dette forslaget en innskjerping som ikke bør gjennomføres. Forslaget innebærer et stort skritt i gal retning i forhold til den fleksibilitet som bl.a. store bedriftskunder med innskuddspensjonsordninger har behov for. I tillegg reiser forslaget om å fastsette slike regler i medhold av en forskrift til lov om foretakspensjon og lov om innskuddspensjon, i tillegg til i kapitalforvaltningsforskriften, spørsmål om utenlandske selskaper reelt sett blir forpliktet til å følge disse detaljerte reglene, jf. at det i utgangspunktet er hjemlandsregulering på kapitalforvaltningsområdet.

Etter FNHs syn bør gjeldende praksis på området videreføres, dvs. slik at det er adgang for norske livselskaper å tilby andeler i norske og utenlandske non-UCITS-fond/nasjonale fond til kunder i investeringsvalgporteføljen uten at utenlandske fond først trenger en godkjennelse for salg i Norge. Etter vårt syn innebærer det ansvar forsikringsselskapene har med hensyn til å vurdere de produktene de tilbyr kundene og den rådgivning de gir til sine kunder med hensyn til investeringsvalg, at kundes beskyttelsesbehov allerede er godt ivaretatt.

Dette spørsmålet bør for øvrig også vurderes i lys av forslaget fra Kredittilsynet av 19.11.04 om norsk regulering av spesialfond, herunder "hedge fond" og "private equity fond", som var på høring i begynnelsen av 2005. I dette forslaget var det lagt opp til at kun profesjonelle investorer skal kunne tegne andeler i slike fond i Norge. Forsikringsselskaper er å regne som profesjonell investor etter utkastet til forskrift. Det er i denne forbindelse viktig at en legger det samme til grunn i tilfeller der det er kunden som selv foretar investeringsvalget. Livselskaper og pensjonsinretninger vil, som nevnt, rådgi sine kunder i valg av investeringsaktiva og de vil kvalitetssikre de investeringsvalg som tilbys. Dette taler for at det er forsikringsselskapet, som står som

andelseier i andelseierregisteret til fondet, som regnes som kunde.

*- Direkteinvesteringer i enkeltaktiva*

Direktivet åpner, som nevnt ovenfor, for at direkteinvesteringer i obligasjoner, utlån, aksjer og fast eiendom kan inngå i investeringsporteføljer, jf. bokstav (a), (b), (c) og (e) i direktivbestemmelsen.

Hensynet til institusjonenes konkurransevilkår og kundenes valgfrihet, tilsier at det også åpnes for dette i Norge. FNH ser imidlertid at dette spørsmålet vil kunne kreve en særskilt utredning, jf. at plasseringer i enkeltinstrumenter kan innebære en høy investeringsrisiko for forsikringstaker og at det således kan være behov for å fastsette krav til risikospredning, noe som ikke følger direkte av direktivet. På denne bakgrunn vil FNH be Kredittilsynet om i første omgang å prioritere de andre spørsmålene som tas opp i dette brev, selv om det i den senere tid har dukket opp utenlandske selskap som har tilbudt forsikringsprodukter i det norske privatmarkedet, der kunden selv forestår beslutningen om hvilket enkeltpapir som skal tiknyttes hans andel i investeringsporteføljen.

FNH håper at Kredittilsynet stiller seg åpen for, på et senere tidspunkt, å gå inn i en drøfting med næringen om hvilke krav til risikospredning mv. det vil være hensiktsmessig å fastsette, dersom for slike investeringer skulle tillates.

### **2.3 Nærmere om kravet til at særskilte investeringsporteføljer skal følge bestemmelser i verdipapirfondloven ”så langt det passer”**

Særskilte investeringsporteføljer skal etter kapitalforvaltningsforskriften § 16, loi. § 3-4 andre ledd og lof. § 11-4 andre ledd, benytte spredningskravene i verdipapirfondloven (vpfl.) §§ 4-4 til 4-7 (vpfl. er senere endret slik at de aktuelle bestemmelsene det skal vises til er §§ 4-6 til 4-9) så langt reglene ”passer”. I vårt brev til Finansdepartementet av 01.07.05 om fast eiendom som plasseringsalternativ i investeringsvalgporteføljer, har vi tatt opp hvordan denne bestemmelsen skal tolkes.

Etter vårt syn bør det være mulig å ivareta de aktuelle bakenforliggende hensynene i de aktuelle bestemmelsene i vpfl. §§ 4-6 til 4-9 på en forsvarlig måte også i forhold til de endringer som vi har foreslått ovenfor. Vi deltar gjerne i en nærmere dialog med Kredittilsynet om disse forholdene.

### **2.4 Regler om informasjonsplikt**

En viktig bestemmelse i reglene om investeringsvalg i kapittel 3 i kapitalforvaltningsforskriften er reglene om informasjon til forsikringskundene. Bestemmelsen lyder:

**”§ 18. Informasjonsplikt**

*Ved tegning av livsforsikring med investeringsvalg skal selskapet gi tilstrekkelige opplysninger om forsikringskontrakten til at forsikringstakeren skal*

*kunne foreta en velfundert vurdering av avtalen. Det skal gis opplysninger om de eiendeler som kontrakten tilordnes tilsvarende § 3 nr. 2 i forskrift 28. juli 1994 nr. 750 om prospekt for verdipapirfond. Det skal på en tydelig måte fremgå av forsikringsavtalen at forsikringens ytelser avhenger av verdi og avkastning på de tilordnede eiendelene. Avtalen skal gi opplysninger om risiko på den valgte investeringen, samt provisjoner og andre kostnader som påløper ved etablering, forvaltning, flytting og gjenkjøp av forsikringsmidlene.*

*Selskapet skal minst halvårlig gi forsikringstaker opplysninger om forsikringskontraktens verdiutvikling og andre opplysninger som anses nødvendig for at forsikringstakeren kan bedømme forsikringens utvikling og status.*

*Bestemmelsene i første og annet ledd gjelder tilsvarende i forhold til hver enkelt arbeidstaker i en pensjonsordning med egen pensjonskonto.”*

I den samlede forsikringslovgivningen er det foruten i kapitalforvaltningsforskriften tatt inn informasjonsbestemmelser på en rekke ulike steder, herunder blant annet: lov om forsikringsavtaler med forskrifter, lov om foretakspensjon, lov om innskuddspensjon med forskrift, forskrift til skatteloven m.m. Dagens regelverk kan etter FNHs oppfatning synes noe uoversiktlig, og vi mener det kunne vært hensiktsmessig om det ble foretatt en samlet gjennomgang av de informasjonskrav som stilles ved forsikring med investeringsvalg. Det er mulig informasjonskravene bør samles i en forskrift, f.eks. i forskrift om opplysninger i medhold av forsikringsavtaleloven (fal.). FNH har tatt opp denne problemstillingen ved flere tidligere anledninger, og senest i høringsuttalelsen til Banklovkomisjonens utredning nr. 12 (datert 27.12.04), og høringsuttalelsen til forslag til gjennomføring av EU-direktiv om fjernsalg av finansielle tjenester (til Barne- og familiedepartementet, datert 15.09.04).

Det kan videre reises spørsmål om hvor hensiktsmessig det er å ha en henvisning til prospektforskriften, som er fastsatt i medhold av vpfl., i kapitalforvaltningsforskriften slik en har i dag. Dersom den aktuelle regelen i prospektforskriften endres, vil en lett få uriktige henvisninger. Det er mulig at de elementene som fremgår av prospektforskriften også bør inntas i ovennevnte forskrift etter fal.

Vi er inneforstått med at informasjonskravene er sentrale ved denne form for forsikring. Det er imidlertid ønskelig å peke på en del konkrete forhold som bør endres:

- Det bør differensieres mellom hvilke informasjonskrav som skal stilles til ulike produkter og ulike kundegrupper. Det vises i denne sammenheng til det pågående høringsarbeidet om forenklet prospekt for ulike verdipapirfond, samt arbeidet med regelverk for spesialfond.
- Det bør være tillatt å henvisse til komplette informasjonsdokumenter fra fondsleverandører, med linker på Internett.
- Kravet om at informasjon skal ut på norsk, bør nyanseres noe. Det vil medføre betydelige kostnader om kravet i forskrift om opplysningsplikt for avtaler om

livsforsikring § 8 om at opplysninger skal være på norsk, medfører at et voluminøst prospekt må oversettes i sin helhet. Det må være tilstrekkelig at sentrale deler av prospektet oversettes.

FNH deltar gjerne en særskilt dialog med Kredittilsynet om disse informasjonsspørsmålene.

## **2.5 Oppsummering – behov for endringer ift. investeringsvalgporteføljen**

### *- Innhold i regelverket*

FNH mener at kapitalforvaltningsregelverket for norske forsikringsselskaper må gjøre bruk av den fleksibilitet som EU-reglene gir adgang til. Vi mener samtidig at det er viktig at det etableres – så langt det lar seg gjøre – like kapitalforvaltningsregler for både kollektivporteføljen og investeringsvalgporteføljen. Det er sentralt at det foretas en utvidelse av rammene for kapitalforvaltningen, og ikke en innskrenkning slik Kredittilsynet har gått inn for tidligere, jf. ovennevnte høringssak fra desember 2003 om hvilke fond det skal være tillatt å plassere midler i. Både hensynet til den nye strukturen i det nye virksomhetsregelverket, og hensynet til norske aktørers mulighet til å møte konkurransen fra internasjonale aktører på likeverdige vilkår, tilsier dette.

### *- Strukturen på regelverket*

Ettersom kravene til en portefølje tilknyttet en pensjonsordning som skal inngå i investeringsvalgporteføljen er regulert både i kapitalforvaltningsforskriften og i de to pensjonslovene, krever en omlegging som vil gi en symmetrisk utforming av regelverket at det foretas parallelle endringer i kapitalforvaltningsforskriften, lov om foretakspensjon § 11-4 og lov om innskuddspensjon § 3-4. Det er vesentlig at regelverket som lages også er uavhengig av pensjonslovene, dvs. i den forstand at det gjøres gjeldende også for produkter utenfor de to pensjonslovene.

FNH antar at det vil kunne være mest hensiktsmessig om kravene knyttet til sammensetningen av en investeringsportefølje etter lof. og loi. reguleres nærmere i en egen forskrift med hjemmel i disse to pensjonslovene, samt lov om forsikringsvirksomhet. Det vil sikre en nødvendig fleksibilitet i reglene. Jamfør at det også i fremtiden vil skje en utvikling på kapitalforvaltningsområdet, som det vil være ønskelig å ta hensyn til i regelverket. Slike justeringer bør kunne foretas av Finansdepartementet som forskriftsendringer og ikke underlegges så omfattende og tidkrevende prosesser som lovbehandling medfører.

### **3. Tilpasning av regelverket til selskapenes behov for å avdekke avkastningsgarantier i markedet - derivatforskriften**

Forsikringslovgivningen åpner for at livsforsikringsselskapene kan påta seg avkastningsforpliktelse/-garantier både i tradisjonelle ytelsesprodukter, i ytelsesprodukter med investeringsvalg, og i innskuddsprodukter. Det er viktig at man nå, når man gjennomgår rammeverket for kapitalforvaltningen, foretar en vurdering av om dagens kapitalforvaltningsregelverk kan være til hinder for at selskapene kan styre den økonomiske risikoen knyttet til slike forpliktelser på best mulig måte.

Den nye forsikringsloven regulerer mer eksplisitt enn tidligere kravene til avsetninger og plasseringer som skal dekke disse avsetningene. Vi har nedenfor gått nærmere inn på disse reguleringene.

#### - Avsetninger

Selskapene skal iht. fl. § 9-15 føre opp forsikringsmessige avsetninger i regnskapet som dekker de kontraktsfaste forpliktelsene for tradisjonelle ytelsesbaserte ordninger. For ordninger tilknyttet særskilt investeringsportefølje, skal selskapet foreta supplerende avsetning for dekning av sine forpliktelser under ytelsesordninger med investeringsvalg og supplerende avsetninger for til dekning av forpliktelsene som følger av avkastningsgarantien i innskuddsordninger, jf. fl. § 9-18. (Kongen kan gi nærmere regler om sistnevnte avsetninger, men Kredittilsynet har i brev 24.10.05 til Finansdepartementet ikke funnet det nødvendig eller hensiktsmessig å foreslå slike forskrifter. Det er likevel usikkert om Finansdepartementet vil foreslå slike forskrifter).

#### - Plasseringer som dekker avsetningene

Selskapene er forpliktet til dele inn forvaltningskapitalen i ulike porteføljer, jf. fl. § 9-7. Kollektivporteføljen skal bestå av eiendeler som bl.a. motsvarer de forsikringsmessige avsetningene nevnt ovenfor. Verdien av de underliggende investeringsporteføljene skal inngå i investeringsvalgporteføljen.

Selskapenes styring av den økonomiske risikoen som ligger i ordninger med avkastningsgaranti og med investeringsvalg vil, slik FNH ser det, utfordre rammene for kapitalforvaltningen i dag. Dagens regelverk synes først og fremst å være basert på en forvaltningsfilosofi om at man primært skal være ”lang” i ulike instrumenter, dvs. både investere og styre risiko gjennom kjøp og salg av de samme finansielle instrumentene. En best mulig styring av risikoen knyttet til forvaltning av midler med avkastningsgaranti – spesielt etter innføring av ny virksomhetslov og de implikasjoner nye solvensregler og IFRS på sikt vil gi, tilsier at selskapene i økende grad vil ha behov for å skille mellom det å ta lang risiko gjennom underliggende (”cash-”)investeringer og det å styre risikoen på kort og mellomlang sikt gjennom bruk av ulike derivatinstrumenter.

Boks 7 gir nærmere informasjon om hva vi mener med begrepet økonomisk risiko knyttet til avkastningsgaranti.



**Boks 7****Ramme: Økonomisk risiko knyttet til avkastningsgaranti**

For kunden kan avkastningsgarantien ses på som en kjøpt salgsopsjon. Opsjonen gir kunden rett til å motta den garanterte avkastningen (renten) i stedet for den underliggende avkastningen på plasseringene som dekker avsetningene, i de år avkastningen på den underliggende porteføljen (justert for bruk av tilgjengelige tilleggsavsetninger) blir lavere enn den garanterte avkastningen.

For forsikringsselskapet blir den ovennevnte forpliktelsen å likestille med en skrevet opsjon, med rett for kunden til å kreve kompensasjon for differansen mellom den årlige garanterte renten og den faktiske avkastningen på midlene som dekker de forsikringsmessige avsetningene, dvs. i de tilfeller renten er høyere enn den faktiske avkastningen. Selskapet mottar en årlig premie for denne garantien. Kravet til avsetninger fra selskapets side for å dekke denne risikoen, vil ligge mellom null og (i teorien) minus uendelig. Kravet til avsetninger vil kunne endre seg raskt. Forpliktelsen får økende negativ verdi når avkastningen på den underliggende porteføljen til kunden faller under den garanterte avkastningen. Forsikringsselskapets økonomiske risiko er således knyttet til det å sikre at selskapet har plasseringer i kollektivporteføljen som dekker kravet til forsikringstekniske avsetninger.

I en normalsituasjon hvor avkastning, hensyntatt evt. bruk av tilleggsavsetninger (for de produkter hvor slike avsetninger er mulig), ligger an til å overstige den garanterte renten, vil kravet til supplerende avsetninger for å dekke opp avkastningsgarantien (med tilhørende plasseringer i det som blir kollektivporteføljen etter knyttet ny forsikringslov), bli lavt. Det vil således være uproblematisk å oppfylle kravene til avsetninger med tilhørende plasseringer i kollektivporteføljen. Utfordringen kan imidlertid bli stor i uventede situasjoner hvor avkastningen blir lavere enn den garanterte renten og det ikke eksisterer tilgjengelige tilleggsavsetninger som kan benyttes. Situasjoner, hvor verdiene i en underliggende portefølje faller, kan oppstå raskt ved ”markedssjokk”. Det er således sentralt for livselskapene at de kan styre og kontrollere denne risikoen som ligger i avkastningsgarantiene.

Nærmere om problemstillinger knyttet til de ulike typene produkter:

**- Investeringsvalgprodukter**

For investeringsvalgprodukter er det i fl. § 9-18 krav til at de forsikringsmessige avsetningene ”til en hver tid” skal motsvare verdien av den underliggende investeringsporteføljen. For produkter med en årlig garanti hvor det skjer et kraftig verdifall mot slutten av avtaleåret, vil det samtidig oppstå et krav til supplerende avsetninger fra selskapets side, dvs. for å dekke avkastningsforpliktelsene overfor kundene.

Hvordan kan forsikringsselskaper best håndtere risikoen knyttet til slike hendelser? I utgangspunktet bør selskapene ha mulighet til å ta posisjoner i finansielle instrumenter som kan bidra til å redusere risikoen for at de må foreta store utbetalinger fra egen-

kapitalen. I praksis innebærer dette instrumenter som øker i verdi når den underliggende porteføljen faller i verdi, dvs. instrumenter som har negativ samvariasjon med den aktuelle investeringsporteføljens verdiutvikling. Hvis ikke det er mulig for selskapene å foreta slik avdekning vil de ikke kunne tilby slike produkter, fordi dette vil medføre for stor risiko for selskapet og dets eiere.

- Tradisjonelle ytelsesbaserte produkter

I dag er den aktuelle form for avkastningsgarantier for alle praktiske formål kun knyttet til *tradisjonelle ytelsesbaserte pensjonsordninger*. Nivået på rentegarantien har over tid ligget lavere enn avkastningen på de underliggende plasseringene. Dette har, sammen med adgangen til å benytte tilleggsavsetninger til å dekke opp den garanterte avkastningen, medført at det ikke har materialisert seg situasjoner hvor kundenes opsjoner har fått en stor negativ verdi for selskapene. Selskapene har videre innrettet sin forvaltning av forsikringsmidlene slik at en rimelig avkastning skal kunne opprettholdes også i situasjoner med f.eks. kraftig verdifall på plasseringer med høy markedsrisiko. Dette er gjort ved å ta i bruk forvaltningsteknikker som fokuserer på sikring av porteføljenes verdier ved kraftig verdifall f.eks. i aksjemarkedene.

Når man ser fremover i tid, er det ventet at det vil bli fastsatt nye myndighetsregler knyttet til forsikringsselskaperens samlede styring av aktiva- og passivarisiko (Solvency II), i tillegg til at man vil få en markedsverdivurdering i regnskapet både av aktiva- og passivposter (IFRS). Erfaringer fra de land som allerede har innført lignende regler, tilsier økt behov for selskapene til å ta i bruk sikringsstrategier i finansforvaltningen for å håndtere den nye situasjonen. Derivater vil, f.eks. kunne benyttes til å styre durasjonen på aktivasjonen, dvs. for en bedre matching mellom forpliktelsene og aktivaene. I tillegg kan renteopsjoner benyttes for å avdekke forpliktelsene knyttet til den garanterte renten.

Det ovennevnte peker på et økt behov for å kunne foreta risikoavdekning i markedet. Slik avdekning kan f.eks. skje ved at selskapene kjøper renteopsjoner som de kan innløse dersom avkastningen i porteføljene blir for lav, eller ved at de mer aktivt søker å foreta en sikring i økonomisk forstand av de underliggende verdiene i kollektivporteføljen. En praktisk problemstilling knyttet til å søke å sikre den underliggende porteføljen mot verdifall er at de sikringsposisjoner som er tilgjengelige i markedet ikke vil ha en perfekt negativ samvariasjon med den porteføljen som skal sikres. Et annet alternativ til slik sikring er å foreta dekket "shortsalg" av finansielle instrumenter, dvs. selge instrumenter man selv ikke eier, men har en låneavtale på, enten spot eller på termin. Slike posisjonstakninger vil også skape "korte posisjoner", som vil stige i verdi når de underliggende verdiene i porteføljen faller.

Etter FNHs syn bør alle disse sikringsstrategiene være åpne for norske forsikringsselskaper, gitt at de har tilstrekkelig kompetanse og forsvarlige rutiner knyttet til bruken av slike instrumenter. For at dette i praksis skal være mulig, er det viktig at det foretas en klargjøring, evt. endring, av forskrift om forsikringsselskapers derivater, som medfører følgende:

- Bestemmelsen i § 4 (2) om at derivater kan anvendes i den utstrekning de bidrar til å redusere selskapets risiko: Det er viktig at det ikke anvendes en tolking av denne bestemmelsen som kun tar hensyn til aktivarisiko. Derivater må også kunne benyttes til å redusere risiko knyttet til mismatch mellom aktiva- og passivasiden. F.eks. bør det være tillatt å ta i bruk derivater for å øke durasjonen på aktivasiden (øke den absolutte renterisikoen på disse aktivaene), dersom det totalt sett medfører risikoreduksjon ift. sikring av langsiktig renterisiko på passivasiden. Det må andre ord legges til grunn en tolkning av bestemmelsen som tar utgangspunkt i selskapets samlede risiko.
- Dersom derivatforskriften ikke kommer til anvendelse på investeringsvalgporteføljen (jf. omtale i pkt. 2.2 ovenfor), er det viktig at aktivaene i denne porteføljen likevel kan regnes med når man skal vurdere om vilkårene knyttet til negativ samvariasjon mellom verdien av sikringsinstrumenter og de eiendeler man søker å sikre, er oppfylt, jf. forskriftens § 4 (3). Hvis ikke, vil selskapene ikke kunne oppfylle vilkåret om vesentlig negativ samvariasjon.

I tillegg til at selskapene kan ta dekkede korte posisjoner i derivatmarkedet (f.eks. utstedelse av kjøpsopsjon eller salg på termin) er det ønskelig at det eksplisitt åpnes for at forsikringsselskaper kan foreta dekket short salg av finansielle instrumenter. Med ”dekket short salg” mener vi der hvor selskapet har tilgang til de underliggende instrumentene gjennom en låneavtale. Vi kan ikke se at det sistnevnte er regulert i derivatforskriften, men det kunne vært ønskelig med en klargjøring fra Kredittilsynet på at derivatforskriften eller annet regelverk ikke er til hinder for slik posisjonstaking.

Etter vårt syn er det også nødvendig at det vurderes i hvilken grad sikringsinstrumenter skal kunne inngå i kollektivporteføljen, eller alternativt i selskapsporteføljen. I og med at selskapet skal foreta supplerende avsetninger med tilhørende plasseringer i kollektivporteføljen for avkastningsgarantier knyttet til investeringsvalgprodukter, vil det være naturlig at plasseringer som gir en risikoavdekning kan inngå i kollektivporteføljen. En utfordring er imidlertid knyttet til det faktum at det ofte vil være en mismatch mellom profilen på forpliktelsen og sikringsforretninger som er tilgjengelige i markedet. Det vil således kunne oppstå behov for overføringer fra selskapsporteføljen til kollektivporteføljen for å dekke opp de forsikringsmessige avsetningene i situasjoner der forpliktelsene øker.

En annen løsning kan være at selskapene foretar slike sikringsforretninger i selskapsporteføljen og i stedet fyller opp kollektivporteføljen med risikofrie plasseringer (eller andre plasseringer med lav risiko) fra selskapsporteføljen, etter hvert som de forsikringsmessige forpliktelsene øker. Det vil være ønskelig at begge alternativene holdes åpne, og at det evt. kan benyttes en kombinasjon av begge løsninger. Det er for øvrig sentralt at regelverket ikke er til hinder for at midler kan tilbakeføres til selskapsporteføljen dersom forpliktelsene knyttet til avkastningsgarantiene blir redusert som følge av markedsutviklingen.

## 4. Andre forhold knyttet til kapitalforvaltningsforskriften

### 4.1 Regler om tildeling av avkastning til premiefond

I dagens kapitalforvaltningsforskrift er det i kapittel 4 Særregler for livsforsikringsselskaper, tatt inn en bestemmelse om avkastning på premiefond, pensjonsreguleringsfond og innskuddsfond, kff. § 19. Ettersom denne bestemmelsen *ikke* regulerer *kapitalforvaltningen* av midlene i premiefond mv., men hvilken *avkastning* de aktuelle fondene skal tildeles, samt hvordan denne avkastningen skal beregnes, mener FNH bestemmelsen bør tas ut av kapitalforvaltningsforskriften og evt. plasseres på et annet og mer hensiktsmessig sted i forskriftsverket.

Det virker lite hensiktsmessig, blant annet av hensyn til oversiktligheten i det samlede regelverket knyttet til forsikring, å regulere tildeling av avkastning i en forskrift som er tenkt å regulere hvordan forsikringsselskapenes midler forvaltes.

### 4.2 Bruk av begrepet ”børsnotert”

I kapitalforvaltningsforskriften § 6 (1) nr. 8, nr. 12 og nr. 13 knyttes kvalifisering av eiendeler til dekning av forsikringsmessige avsetninger til om verdipapirer er børsnotert. FNH ber Kredittilsynet vurdere å endre dette kravet, slik at også instrumenter notert på andre regulerte markedsplasser, i samsvar med EUs regelverk, kan benyttes, jf. at det konsoliderte livsforsikringsdirektivet benytter begrepet ”regulated market”.

### 4.3 Oslo Børs’ Alternative Bond Market (ABM)

FNH viser til brev til Kredittilsynet av 06.04.05 om Oslo Børs nye alternative markedsplass for obligasjoner – Alternative Bond Market. Forsikringsselskapene har en klar interesse av å investere i obligasjoner notert på denne markedsplassen. Dersom slike obligasjoner ikke kan regnes inn under eiendelene i kapitalforvaltningsforskriften § 6 (1) nr. 8 (rentebærende fordringer notert på børs i stat i sone A), vil investeringer i obligasjoner notert på ABM utstedt av kraftselskaper, industriselskaper og andre private utstedere utenom finansinstitusjoner, havne i sekkeposten av aktiva nent i forskriftens § 6 (1) nr. 14. Plasseringsrammene for sistnevnte gruppe aktiva er, som nevnt ovenfor i pkt. 1.1 a), svært stramme. I så tilfelle er det tvilsomt om livselskapene vil kunne prioritere plasseringer i slike obligasjoner på AMB fremfor andre aktiva i denne sekkeposten. Dette vil være uheldig for selskapene. For Oslo Børs og det norske kapitalmarkedet mer generelt, vil konsekvensene av å ikke ha deltagelse fra de største institusjonelle investorene på ABM være større.

FNH ber om at Kredittilsynet legger reelle hensyn til grunn og praktiserer regelverket slik at obligasjoner notert på Oslo Børs’ ABM blir regnet som børsnoterte ift. kapitalforvaltningsforskriften. I all hovedsak oppfyller denne markedsplassen de krav som tidligere

gjaldt for det børsnoterte obligasjonsmarkedet, dvs. før nytt regnskaps- og prospektregelverk.