

BAKGRUNNSNOTAT

NY KAPITALFORVALTNINGSFORSKRIFT

Kredittilsynet, 12. juni 2006

BAKGRUNNSNOTAT

NY KAPITALFORVALTNINGSFORSKRIFT

Kredittilsynet, 12. juni 2006

Innholdsfortegnelse

1. INNLEDNING - BAKGRUNNEN FOR FORSLAGET	3
1.1 Gjeldende regler om forsikringsselskapers og pensjonskassers kapitalforvaltning	3
1.2 Behovet for endringer	4
1.3 Særskilt om pensjonskassedirektivet	5
1.4 Kort om pensjons- og forsikringsordninger med investeringsvalg	7
2. VIRKEOMRÅDE MV.	8
3. ALMINNELIGE KRAV TIL SELSKAPETS KAPITALFORVALTNING.....	9
3.1 Måling og overvåking av risiko	9
3.2 Krav til styring og kontroll av kapitalforvaltningen	12
3.3 Bruk av derivater	14
3.3.1 Risikookkende strategier	14
3.3.2 Udekkede posisjoner	16
3.3.3 Nærmere om kreditderivater	16
4. PLASSERINGSBEGRENSNINGER VED FORVALTNING AV KOLLEKTIVPORTEFØLJEN..17	
4.1 De generelle forsvarlighetskravene i forskriftens kapittel 3	17
4.2 Dagens plasseringsbegrensningsregler	18
4.3 Enkelte begrepsmessige endringer	18
4.4 Særskilt om plasseringer i fast eiendom	19
4.5 Kvantitative plasseringsregler for aksjer og obligasjoner	21
4.6 Største eksponering mot én enkelt utsteder	22
4.7 Plasseringsbegrensninger i usikrede lån	23
4.8 "Sekkeposten" i dagens kapitalforvaltningsforskrift § 6 nr. 14 – Andre omsettelige finansielle instrumenter	24
4.9 Andeler i non- UCITS fond	25
4.10 Plasseringsbegrensningsreglene for ett enkelt UCITS- fond	26
4.11 Valutaposisjonsgrenser	28
4.11.1 Minstekrav til sikring	28
4.11.2 Om forbudet mot negative netto posisjoner i valuta	29
4.12 Særlige plasseringsbegrensninger for særskilte typer selskaper	30
4.13 Regler for rene reassuranseselskaper	30
4.14 Regler om lokalisering av eiendelene	31
5. SÆRREGLER FOR PENSJONSKASSER	33
5.1 Plasseringer i det/de foretak som har pensjonsordning i pensjonskassen	33
5.2 Forbud mot å oppta lån mv.	34
6. FORVALTNING AV MIDLER I INVESTERINGSVALGSPORTEFØLJEN	35
6.1 Dagens kapitalforvaltningsregler for investeringsvalgløsninger	35
6.2 Særskilt om alternativet verdipapirfond	37
6.3 Den særskilt investeringsporteføljen	39
6.3.1 Bør det åpnes adgang til å opprette individuelle særskilte investeringsporteføljer hvor kunden treffer beslutningen om enkeltinvesteringer i porteføljen	39
6.3.2 Nærmere om reglene for sammensetning av den særskilte investeringsporteføljen	41
6.4 Krav til forsvarlig kapitalforvaltning i forsikring med særskilt investeringsportefølje.	45
6.5 Nærmere om rådgivnings- og informasjonsplikten overfor kunden	46
7. MERKNADER TIL BESTEMMELSENE	48

1. INNLEDNING - BAKGRUNNEN FOR FORSLAGET

1.1 Gjeldende regler om forsikringsselskapers og pensjonskassers kapitalforvaltning

Hovedbestemmelsen om forsikringsselskapers kapitalforvaltning fantes før i lov 10. juni 1988 nr. 39 om forsikringsvirksomhet § 7-4. Nærmere regler er gitt i forskrift 23. april 1997 nr. 337 om forsikringsselskapers kapitalforvaltning (heretter kapitalforvaltningsforskriften). Dette regelverket gjennomfører kapitalforvaltningsreglene i direktiv 2002/83 EU (heretter livdirektivet) og i direktiv 92/83 EU (heretter skadeforsikringsdirektivet) i norsk rett, men inneholder samtidig en del regler som gir snevrere plasseringsgrenser for de norske selskapene enn de to direktivenes minimumsregeler.

For pensjonskasser gis det regler i forskrift 19. februar 1993 nr. 117 om forsikringsvirksomhetslovens anvendelse på pensjonskasser og pensjonsfond § 9. Forskriften fastslår at forsikringsvirksomhetsloven § 7-4 gjelder for pensjonskasser. I tillegg er enkelte av bestemmelsene i kapitalforvaltningsforskriften gjort gjeldende. Endelig inneholder forskriften regler om pensjonskassens plasseringer i det foretaket den er opprettet for. I rundskriv 7/98 har Kredittilsynet omtalt pensjonskassers kapitalforvaltning. Her er det uttalt at pensjonskassenes styrer bør anse de begrensningsreglene i kapitalforvaltningsforskriften §§ 7-9 som ikke er gitt direkte anvendelse for pensjonskasser, som veiledende.

Forskrift 3. juni 2002 nr. 515 om bruk av derivater i forsikring og forskrift 3. august 1999 nr. 0878 om lokalisering av eiendeler som skal dekke forsikringsmessige avsetninger, gjelder for både forsikringsselskap og pensjonskasser.

Pensjonskasser har inntil direktiv 2003/41 EU (heretter pensjonskassedirektivet) ikke vært underlagt EU bestemte regler. Direktivet anses gjennomført i norsk rett, idet direktivet er lagt til grunn ved utforming av den nye forsikringsloven, som er gjort gjeldende for alle pensjonsinnretninger. Direktivets kapitalforvaltningsregler skal imidlertid gjennomføres ved utarbeidelse av denne forskriften.

Hovedbestemmelsen om forsikringsselskapers kapitalforvaltning i forsikringsvirksomhetsloven § 7-4 er direkte videreført i ny forsikringslov § 6-6. Bestemmelsen er gjort gjeldende for både forsikringsselskap og pensjonskasser, jf. § 7-10 første ledd. Bestemmelsen er imidlertid ikke gjort gjeldende for innskuddspensjonsforetak etter kapittel 8 i den nye forsikringsloven. Finansdepartementet har i sitt forslag til forskrifter til ny forsikringslov, sendt på høring 3. april 2006, i § 3-1 foreslått å gjøre kapitalforvaltningsforskriften gjeldende for pensjonsforetak. Begrepet pensjonsforetak benyttes som fellesbetegnelse for pensjonskasser og innskuddspensjonsforetak. Pensjonskassedirektivet omfatter for øvrig også disse institusjonene. Kredittilsynet antar at Finansdepartementet legger opp til at forsikringsloven § 8-3 endres, slik at § 6-6 tas med i oppregningen av de bestemmelser som gjelder for innskuddspensjonsforetak.

1.2 *Behovet for endringer*

Sentrale deler av dagens kapitalforvaltningsforskrift ble fastsatt for over 10 år siden. Enkelte bestemmelser er tilføyd eller endret underveis, men noen bred gjennomgang av regelverket er ikke foretatt. Samtidig har det skjedd betydelige endringer både innen kapitalforvaltningsfaget, i finansmarkedene og på tilsynssiden. Utviklingen av nye finansielle instrumenter, tilsynsenhetenes økte risikostyringskompetanse, mer effektive tilsynsmetoder og større fokus på solvens er forhold som må tas i betraktning når regelverket skal vurderes på nytt. Fra bransjehold er det anført at regelverket oppleves som lite tidsmessig. Både FNH og NPF fremholder at regelverket for kapitalforvaltning bør endres slik at de kvantitative rammer blir betydelig romsligere og at tilsynsmyndighetene i større grad må fokusere på forsvarligheten i forvaltningen. Den nye forsikringslovgivningen, samt vedtagelse av pensjonskassedirektivet endrer i tillegg rammebetingelsene for pensjonsinnretningene på sentrale områder.

Da regelverket ble utformet var det lite innslag av grensekryssende virksomhet i det norske markedet. Det er et faktum at norske aktører opplever en helt annen konkurranse fra utenlandske aktører i dag. Det er grunn til å tro at denne utviklingen vil fortsette. De kvantitative rammene i det norske regelverket bygger dels på investeringsrammene som er gitt i livdirektivet, men gir på flere områder strengere regler enn det EU-regelverket åpner for. Samtidig tenderer den internasjonale utviklingen i retning av økt vektlegging av forsvarlighet i kapitalforvaltningen, fremfor detaljregler. Pensjonskassedirektivet legger således hovedvekt på prinsippet om "prudent person rule". En opprettholdelse av særnorske plasseringsregler kan i lys av en slik utvikling gi utenlandske aktører som opererer under regimer med færre kvantitative begrensninger, muligheten til å benytte hjemlandets regelverk for kapitalforvaltning til å skape konkurransefordeler i det norske markedet.

Det er ved gjennomgangen av regelverket lagt stor vekt på at de norske aktørene skal gis samme konkurransemessige betingelser som sine utenlandske konkurrenter. Dette er nødvendig hvis en på sikt skal opprettholde bredden i den norske næringen. Dette innebærer at generelle plasseringsbegrensninger som ikke følger av direktivene, foreslås fjernet og at rammene i plasseringsbegrensningsreglene gjennomgående heves opp på direktivenes minimumsnivå. Det er for øvrig Kredittilsynets inntrykk at enkelte av de kvantitative plasseringsreglene har fått for mye oppmerksomhet og bidrar til å bringe fokus bort fra den overordnede målsetningen om forsvarlighet i kapitalforvaltningen. Kvantitative grenser, som kommer i tillegg til normen, kan således lett oppfattes som rammer som under enhver omstendighet oppfyller forsvarlighetskravet. Slik sett kan vide kvantitative rammer virke mot sin hensikt. Kredittilsynet har som en viktig premiss i sitt strategidokument at tilsynet skal bygge på at ansvaret for den forretningsmessige driften ligger hos styre og ledelse i foretakene selv. Kredittilsynet skal påse at foretak under tilsyn har betryggende soliditet og har etablert

tilfredsstillende systemer for styring og kontroll med virksomheten. Kvantitative begrensninger kan oppfattes som en hindring for utøvelse av det ansvaret som selskapene er pålagt, og som Kredittilsynet forutsetter at de fullt og helt har. Også ut fra denne synsvinkelen synes tiden moden for revisjon. Forslaget innebærer at det i større grad etableres generelle regler for kapitalforvaltningen som vektlegger styring og kontroll med virksomheten, samt at risikonivået til enhver tid skal være forsvarlig sett i forhold til selskapets risikobærende evne.

Flere aktører har påpekt at regelverket på kapitalforvaltningsområdet oppleves som vanskelig tilgjengelig. Ved gjennomgangen er blant annet derivatforskriften og lokaliseringsforskriften tatt inn i forslaget til ny kapitalforvaltningsforskrift, slik at selskapene får færre regelsett å forholde seg til. Enkelte bestemmelser er fjernet ut fra at reglene uansett følger av annet regelverk er fjernet. Dette gjelder for eksempel konsolideringsbestemmelsen i gjeldende kapitalforvaltningsforskrift § 2 om konsolidering. Det er også foreslått ett felles regelverk for forsikringsselskap og pensjonsforetak.

Lovgiver har ved flere korsveier påpekt viktigheten av like rammebetingelser for alle aktører i pensjonsmarkedet. Likevel er det slik at det finnes faktiske forskjeller mellom pensjonskasser og forsikringsselskap, blant annet størrelsen, som kan tilsi ulikheter i kapitalforvaltningen. Idet forslaget til nye regler gir større fleksibilitet, samtidig som de overordnede kravene til styring og kontroll ytterligere presiserer at kapitalforvaltningen skal tilpasses det enkelte selskaps kompetanse og risikobærende evne, legges det til grunn at behovet for unntak er vesentlig redusert.

1.3 Særskilt om pensjonskassedirektivet

Pensjonskassedirektivet¹ ble vedtatt 3. juni 2003. Direktivet gjelder pensjonsinnretninger hvis virksomhet er begrenset til å forvalte tjenstepensjonsordninger i arbeidsforhold. I Norge vil direktivet omfatte private og kommunale pensjonskasser og eventuelle innskuddspensjonsforetak som opprettes iht. kapittel 8 i ny forsikringslov. Det vises til beskrivelsen og redegjørelsen som er gitt for pensjonskassedirektivet i kapittel 5 i NOU 2004:24 "Pensjonskasselovgivningen. Konsolidert forsikringslov". I avsnitt 5.5.2 gis det en redegjørelse for innholdet i direktivets regler om kapitalforvaltning.

Vedlagte utkast til forskrift inneholder forslag til gjennomføring av direktivets kapitalforvaltningsregler. Finansdepartementet har i sitt forslag til forskrifter til ny forsikringslov, sendt på høring 3. april 2006, foreslått bestemmelser som tar sikte på å gjennomføre deler av artikkel 18 i pensjonskassedirektivet. Finansdepartementet forslag er innarbeidet i vedlagte utkast til ny kapitalforvaltningsforskrift.

¹ Europa-parlamentets og Rådets direktiv 2003/41/EF «on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision»

Direktivets hovedprinsipp er at kapitalforvaltningen i pensjonskasser skal være basert på et alminnelig forsvarlighets- eller aktsomhetsprinsipp og spesielt være i samsvar med visse nærmere beskrevne aktsomhetsprinsipper i artikkel 18 nr. 1. Direktivet åpner likevel i artikkel 18 nr 5 for at hjemlandet kan fastsette mer detaljerte regler for pensjonsinnretninger som har sitt hovedforretningssted i staten. Forutsetningen er at reglene er i samsvar med prinsippet om forsvarlig kapitalforvaltning, slik dette kommer til uttrykk i artikkel 18. Det sies spesielt at hjemstaten kan gi kapitalforvaltningsreglene i direktivet om livsforsikring (2002/83/EF) artikkel 22 til 26 tilsvarende anvendelse. Det må kunne forutsettes at de kvantitative begrensningsregler i forsikringsdirektivet ikke går utover hva som kan forsvares ut fra et forsvarlighetsprinsipp, når pensjonskassedirektivet ikke uttrykkelig sier noe annet.

Direktivet gir imidlertid begrensninger med hensyn til hvilke kvantitative grenser hjemstaten kan fastsette for hvor mye aksjer, industriobligasjoner etc. pensjonskassen kan plassere i. Det foreslås ikke generelle begrensningsregler for plasseringer i aksjer, industriobligasjoner mv. i vedlagte utkast til forskrift. Det er derfor ikke behov for å gå nærmere inn på direktivets bestemmelser på dette punkt.

Bestemmelsene i utkastet § 3-1 gjennomfører artikkel 18 punkt 1 bokstav a), b) c) og e) i pensjonskassedirektivet. Det vises til omtalen under avsnitt 4.1.

Artikkel 18 nr. 1 bokstav d og f, samt nr. 2 inneholder konkrete forbud mot:

- investering i derivater med mindre derivatene bidrar til å redusere investeringsrisiko eller muliggjør effektiv porteføljeforvaltning,
- investering i foretak som har pensjonsordning i pensjonsinnretningen som går ut over en samlet grense på 5 prosent av forvaltningskapitalen. Hvis foretaket inngår i et konsern, kan ikke mer enn 10 prosent av forvaltningskapitalen investeres i konsernforetakene sett under ett.
- opptak av lån, unntatt for å dekke kortsiktig likviditetsbehov, og
- garanti til fordel for tredjemann

Bestemmelsen om derivater er omtalt under avsnitt 3.3. De øvrige punktene er omtalt under kapittel 5 om særregler for pensjonsforetak.

Pensjonskassedirektivet artikkel 18 nr 7 åpner for at det kan settes visse konkret angitte krav til forvaltningen av midler i pensjonsordninger for foretak hjemmehørende i staten når disse forvaltes i pensjonskasser i andre stater enn hjemstaten. Direktivet åpner for at Norge kan stille krav om at ikke mer enn 30 prosent av eiendelene skal plasseres i unoterte finansielle instrumenter og ikke mer enn 5 prosent av eiendelene i aksjer, obligasjoner mv. utstedt av samme virksomhet, og ikke mer enn 10 prosent i flere virksomheter som inngår i samme gruppe (konsern). Videre kan det stilles krav om at pensjonskassen ikke plasserer mer enn 30

prosent av midlene tilknyttet de relevante pensjonsordninger i eiendeler denominert i andre valutaer enn den forpliktelsen er denominert i. Grensene som kan settes på plasseringer i unoterte verdipapirer er så høye at en slik Kredittilsynet ser det, er bedre hjulpet uten regulering. Det anses således mer betryggende å la plasseringene bero på alminnelig forsvarlighetsstandard.

Artikkel 5 nr. 7 åpner for at forsikringsdirektivenes kvantitative begrensningsregler på plasseringer i ett foretak, som er lagt til grunn i vedlagte utkast § 3-5 kan gjøres gjeldende for midler knyttet til norske foretaks pensjonsordninger som forvaltes av pensjonskasser i andre EØS stater. Kredittilsynet har imidlertid ikke foreslått en slik regel da Kredittilsynet vil ha liten mulighet til å følge opp en slik regel overfor utenlandske pensjonsforetak. Det anses også tvilsomt om en slik enkeltstående risikobegrensningsregel er egnet til å gi en reell økt sikkerhet for pensjonskapitalen. Kredittilsynet legger til grunn at foretak som velger en pensjonsleverandør som ikke er hjemmehørende her i rike vil ha et selvstendig ansvar for å påse at reglene for forvaltning av pensjonskapitalen er betryggende.

1.4 Kort om pensjons- og forsikringsordninger med investeringsvalg

Kapitalforvaltningsreglene for forsikringsordninger med investeringsvalg finnes i dag i kapitalforvaltningsforskriften kapittel 3. I tillegg finnes regler om pensjonsordninger med investeringsvalg både i foretakspensjonsloven og innskuddspensjonsloven. I en forsikring og/eller pensjonsordning med investeringsvalg har *kunden* investeringsrisikoen og ikke selskapet. Reglene om sammensetning av investeringsporteføljen er således basert på *kundevern hensyn* og ikke på *soliditetshensyn*. Reglene har således karakter av produktregler og skiller seg slik sett fra kapitalforvaltningsreglene for øvrig. Etter dagens regler er så vel kapitalforvaltningsforskriftens som pensjonslovenes regler for investeringsvalgsløsninger basert på spredningsreglene i verdipapirfondloven. FNH har imidlertid fremmet forslag om at kapitalforvaltningsreglene for investeringsvalgsløsningene i størst mulig grad bør være de samme som for den kollektive porteføljen. Kredittilsynet er enig med FNH i at målsetningen med forvaltningen av midlene langt på vei vil være den samme selv om det ene regelsettet er tuftet på soliditetshensyn og det andre er begrunnet ut fra sikkerhet for kunden. Kredittilsynet har også gjennom forvaltningspraksis erfart at dagens regler gir for snevre plasseringsmuligheter for investeringsvalgsløsningene. Kredittilsynet foreslår på denne bakgrunn vesentlige endringer i regelverket også for disse ordningene. Det vises til utredningens kapittel 6.

Nedenfor følger en gjennomgang av de endringer Kredittilsynet foreslår i kapitalforvaltningsforskriften. Bestemmelser som videreføres uendret kommenteres ikke særskilt, selv om de har fått ny plassering, med mindre videreføringen innebærer at det ikke er

tatt hensyn til skriftlige innspill Kredittilsynet har mottatt, eller Kredittilsynet er kjent med at det foreligger behov for avklaring vedrørende forståelsen av regelverket.

2. VIRKEOMRÅDE MV.

Forskriften gjelder for forsikringsselskap som har tillatelse til å drive direkte forsikringsvirksomhet her i riket, samt pensjonsforetak.

Den nye forsikringsloven krever at et livsforsikringsselskaps forvaltningskapital skal deles i kollektivporteføljen, investeringsporteføljen og selskapsporteføljen.

- Kollektivporteføljen skal bestå av eiendeler som motsvarer de forsikringsmessige avsetninger til dekning av kontraktsfastsatte forpliktelser.
- Investeringsporteføljen skal bestå av eiendeler som motsvarer de forsikringsmessige forpliktelser knyttet til verdien av særskilt investeringsportefølje.
- Selskapsporteføljen skal bestå av eiendeler som motsvarer selskapets ansvarlige kapital og eventuell annen gjeld enn forsikringsforpliktelsene.

Den reviderte kapitalforvaltningsforskriften skal primært dekke forvaltning av eiendeler i kollektivporteføljen og eiendeler i investeringsporteføljen. Imidlertid gjelder forsikringslovens § 6-6 forvaltning av hele selskapskapitalen. Som en forlengelse av dette, gjøres de generelle reglene om styring og kontroll av kapitalforvaltningen samt reglene om måling og overvåkning av risiko gjeldende for hele selskapskapitalen. Det samme gjelder reglene for bruk av derivater.

Etter forsikringslovens § 9-3 skal livsforsikringsselskapet fastsette en pris for forvaltning av midler knyttet til forsikringskontraktene (kollektivporteføljen), herunder for selskapets risiko for avkastningsresultatet. Tilsvarende gjelder for investeringsporteføljen, der selskapet også skal fastsette en pris for forvaltning av midler i de særskilte investeringsporteføljer med investeringsvalg og for eventuelle vederlag for avkastningsgarantier knyttet til porteføljene. Midler som avsettes til å dekke slik avkastingsgaranti, vil i alle tilfelle falle inn under det regelsettet som gjelder for forvaltning av kollektivporteføljen.

Forskriftens kapittel 2 inneholder generelle regler om kapitalforvaltningen, mens kapittel 3 inneholder spesielle regler for kollektivporteføljen. Kredittilsynet har lagt til grunn at disse bestemmelsene også kommer til anvendelse for pensjonsmidlene i innskuddspensjonsforetak når midlene skal forvaltes med alminnelig forvaltning av pensjonskapitalen etter innskuddspensjonsloven § 3-2 første ledd jf. § 3-1 a, jf. lovens § 8-4. Dette er, slik Kredittilsynet ser det, den beste og mest nærliggende løsningen når midlene etter innskuddspensjonsloven § 3-1 a skal forvaltes ”som kollektivordning i samsvar med de regler for felles kapitalforvaltning som gjelder for den institusjonen der ordningen er opprettet”.

Kapittel 4 inneholder særregler for pensjonskasser og kapittel 5 inneholder regler for investeringsvalgporteføljen. Forskriften gjelder også for skadeforsikringsselskaper. For skadeforsikringsselskaper og reassuranseselskapers vedkommende vil kollektivporteføljen i det følgende svare til porteføljen av de eiendeler som dekker de forsikringsmessige avsetninger i selskapet.

3. ALMINNELIGE KRAV TIL SELSKAPETS KAPITALFORVALTNING

3.1 Måling og overvåking av risiko

Hovedbestemmelsen om kapitalforvaltning står i § 6-6 i forsikringsloven. Den har følgende ordlyd:

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

Hovedbestemmelsens generelle grunnforutsetning er således at et forsikringsselskap skal sørge for forsvarlig kapitalforvaltning. Når det gjelder de eiendeler som skal dekke de forsikringsmessige avsetninger gir hovedbestemmelsen ytterligere presiseringer av hva som forstås med forsvarlig kapitalforvaltning:

- Eiendelene skal til enhver tid være plassert på en hensiktsmessig og betryggende måte sett i forhold til arten av forsikringsforpliktelsene og
- at eiendelene er plassert slik at hensynet til sikkerhet, risikospredning, likviditet og avkastning er ivaretatt.

Hovedbestemmelsen må forstås slik at begge disse underpunktene må være oppfylt samtidig.

For avtaler med kontraktsfastsatte ytelser i livsforsikring består forsikringsforpliktelsene i at de kontraktsfastsatte ytelser skal utbetales når forsikringstilfellet inntreffer enten som et engangsbeløp eller som årlige ytelser. Det er likevel slik at noen kontrakter har gjenkjøpsrett. For disse avtalene må selskapet på kort varsel utbetale gjenkjøpsverdien dersom forsikringstakeren sier opp kontrakten. Dessuten har alle forsikringstakerne i livsforsikring i henhold til det norske regelverket rett til å flytte sin avtale til et annet selskap. I samsvar med regelverket må selskapet overføre midler tilknyttet livsforsikringskontrakten i kontanter til mottakende selskap innenfor korte frister. Det må forutsettes at selskapet i relasjon til de overordnede kapitalforvaltningsreglene, bl.a. den foreslåtte bestemmelsen i § 2-2 om måling

og overvåkning av risiko, må se retten til flytting og gjenkjøp som en integrert del av forsikringsforpliktelsene og ta hensyn til disse på en aktsom måte.

Eksisterende forskrift har regler som tar hensyn til sikkerhet, risikospredning, likviditet og avkastning. Disse bør videreføres i ny forskrift.

Når det gjelder delkravet om forsvarlighet, som fastslår at en skal ta hensyn til arten av forsikringsforpliktelsene, er dette ikke tilfredsstillende tatt hensyn til i eksisterende regelverk. Mulige krav om flytting eller gjenkjøp kan oppfattes som en kortsiktig forpliktelse mens de ordinære forsikringsforpliktelsene kan ha lang varighet. Delkravet forutsetter derfor at en tar hensyn til varigheten av og størrelsen på forsikringsforpliktelsene, samt de biometriske usikkerheter som ligger i disse.

Krav til kapitaldekning (§ 6-3) og krav til solvensmarginkapital (§ 6-4) i forsikringsloven samt gjeldende § 5a om oppfølging av markedsrisiko i kapitalforvaltningsforskriften inneholder sentrale soliditetskrav i det norske regelverket. Ingen av disse lovbestemte soliditetskravene tar imidlertid hensyn til hvordan forsikringsforpliktelsene er sammensatt med hensyn til varighet og rentegarantirisikoen på forpliktelsene inngår ikke i beregningen av de nevnte soliditetskrav på en adekvat måte. At et selskap oppfyller lovkravene betyr derfor ikke nødvendigvis at forvaltningen er betryggende.

Arbeidet i regi av EU Kommisjonen med "Solvency II"-prosjektet har pågått siden årsskiftet 1999/2000, men har blitt vesentlig intensivert i løpet av de siste to år, bl.a. gjennom arbeidet med prinsipper og beregningsmetoder for kravene til tekniske avsetninger og de nye kapitalkravene.

Målsettingen med "Solvency II"-prosjektet kan kort oppsummeres på følgende måte:

- Det nye regelverket skal bygge på en 3 pilar løsning tilsvarende "Basel II"-regelverket.
- Det skal etableres solvensstandarder som fanger opp de ulike former for risiko som forsikringsselskapene er eksponert for, og anvendelsen av disse standardene skal være i samsvar med standarder og veiledninger utarbeidet av IAIS.
- Standardene for både kravene til tekniske avsetninger og kapitalkravene innenfor EU/EØS skal samordnes med sikte på en (tilnærmet) full harmonisering.
- Det forventes at det nye solvenskapitalkravet kan bli høyere enn kapitalkravet som følger av gjeldende regelverk. Samtidig åpnes det for at tilsynsmyndighetene skal kunne intervenere på et tidligere tidspunkt gjennom innføring av såkalte solvenskontrollnivåer.

- Både aktivasiden og passivasiden av forsikringsselskapenes balanse skal verdivurderes etter "fair value"-prinsippet (realistisk verdivurdering). Prinsippene nedfelt i IASBs regnskapsstandard for forsikringskontrakter (IFRS 4) skal – så langt dette er praktisk mulig – legges til grunn for verdivurderingen av de tekniske avsetninger.

Når det gjelder innholdet av de tre pilarer i solvensregimet for forsikringsområdet, kan disse kort skisseres som følger:

- Pilar 1 vil inneholde kvantitative regler vedrørende kravene til tekniske avsetninger, solvenskapitalkravet (SCR) og kravet til minimumskapital (MCR). Det vil bli åpnet for bruk av interne modeller for beregning av SCR. Videre vil pilar 1 omfatte kvantitative og kvalitative krav vedrørende selskapenes plassering av eiendeler.
- Pilar 2 vil inneholde regler for en utvidet tilsynsmessig kontroll og overvåking, noe som bl.a. vil gjøre det mulig å fastsette individuelle kapitalkrav som er bedre tilpasset de risikofaktorer som det aktuelle selskapet er eksponert for. Pilar 2 vil dessuten omfatte kvalitative krav til bl.a. selskapenes internkontroll og risikohåndtering.
- Pilar 3 vil inneholde regler for markedsdisiplin, herunder regler om selskapenes informasjons- og opplysningsplikt vis-à-vis både offentligheten og tilsynsmyndighetene.

Solvency II antas, når det blir implementert i norsk regelverk, å legge forholdene til rette for at samtlige delkrav om forsvarlighet kan ivaretas.

Det er i utgangspunktet mulig å utvide § 5a i kapitalforvaltningsforskriften til også å ta hensyn til rentegarantirisikoen på forsikringsforpliktelsene. Kredittilsynet har også foreslått dette i brev om *Forslag til midlertidige kapitalkrav for norske forsikringsselskaper i perioden 2007-2009* til Finansdepartementet datert 9. desember 2005. Kredittilsynets oppfatning er at dersom § 5a i kapitalforvaltningsforskriften skal utvides til eksplisitt å omfatte rentegarantirisikoen må bl.a. forsikringsforpliktelsene verdivurderes etter de samme prinsipper som eiendelene på aktivasiden. Det er også nødvendig med andre regelverksendringer i lov og forskrift før bestemmelsen om målig og overvåking av risiko kan utvides slik at selskapet også må ta (konsekvent) hensyn til rentegarantirisikoen på forsikringsforpliktelsene.

En utvidelse av § 5a til å omfatte rentegarantirisikoen uten samtidig å endre verdivurderingsprinsippene for forsikringsforpliktelsene, vil bety at en kapitalforvaltningsstrategi som gir en høy sannsynlighet for oppfyllelse av forsikringsforpliktelser når de forfaller til utbetaling, vil resultere i økt sannsynlighet for negative regnskapsresultater. Dette vil øke behovet for bufferkapital kraftig. De problemer som oppstår ved at eiendelene verdivurderes etter

markedsverdi og forpliktelsene verdivurderes ved at grunnlagsrenten benyttes som diskonteringsrente er det redegjort for i kapittel 7 i den rapporten som fulgte som vedlegg til Kredittilsynets brev til Finansdepartementet datert 9. desember 2005.

Med bakgrunn i de problemer som følger av ulike verdivurderingsprinsipper på aktiva- og passivasiden, vil ikke Kredittilsynet foreslå at rentegarantirisikoen eksplisitt inkluderes i § 5a i kapitalforvaltningsforskriften utover at bestemmelsen stiller krav om at selskapet løpende må vurdere i hvilken utstrekning bufferkapitalen er forsvarlig i forhold til alle risikoer selskapet er eksponert for. Hensikten er i første rekke å gjøre bestemmelsen mer generell slik at den også vil være tilpasset de endringer som vil komme knyttet til blant annet nye vurderingsprinsipper for forpliktelsene. Kredittilsynet presiserer at så lenge verdivurderingsreglene på aktiva- og passivasiden ikke er konsistente, vil Kredittilsynet i sitt tilsyn måtte fokusere sterkere på at eiendelene i større grad bør samsvare med arten av forsikringsforpliktelsene, jf. avsnitt 3.2 om utvikling av tilsynsmetodikk (risikomoduler).

Dagens § 5a ("oppfølging av markedsrisiko") foreslås endret. Endringen medfører imidlertid ikke noen endring av realitetene i forhold til dagens bestemmelse. Hensikten er som nevnt å gjøre bestemmelsen mer generell slik at den også vil være tilpasset de endringer som vil komme knyttet til blant annet nye vurderingsprinsipper for forpliktelsene. Bestemmelsen nedfeller krav til selskapenes systemer for risikomåling og prosedyrer for oppfølging av porteføljens risikonivå relativt til porteføljens bufferkapital. Selv med dagens regelverk hvor det er en statisk verdsettelse av forpliktelsene vil Kredittilsynet forvente at den reelle risikoen knyttet til forpliktelsene blir målt og synliggjort gjennom rapporteringen til selskapenes styre.

Kredittilsynets forslag til bestemmelse om måling og overvåking av risiko er tatt inn i utkastet § 2-2.

3.2 Krav til styring og kontroll av kapitalforvaltningen

Internkontrollforskriften er sentral i reguleringen av selskapenes internkontrollprosesser. Videre stiller § 4 i dagens kapitalforvaltningsforskrift og § 3 i derivatforskriften krav til selskapenes etablerte systemer for styring og kontroll av kapitalforvaltningen. Etter Kredittilsynets oppfatning bør de formelle kravene til styring og kontroll av kapitalforvaltningen være på et overordnet nivå og være så generelle at de får anvendelse for alle selskaper. Kravene bør dessuten formuleres slik at de ikke må endres ved justeringer i det øvrige regelverket. I dette høringsnotatet foreslår Kredittilsynet å fjerne enkelte kvantitative plasseringsbegrensninger og i større grad vektlegge selskapenes ansvar for gjennomføring av en forsvarlig kapitalforvaltning. I et slikt reguleringsregime vil kravene til selskapenes systemer for styring og kontroll av kapitalforvaltningen måtte vektlegges ytterligere.

Kredittilsynet vil gjennom utvikling av sin tilsynsmetodikk tydeliggjøre hva som vektlegges i vurderingen av institusjonenes systemer for styring og kontroll. Det vises i denne sammenheng til de risikomoduler som er utarbeidet på bakgrunn av kravene som følger av Basel 2 (pilar 2).

Hver modul består av en veiledning for vurdering av institusjonens *risikonivå* og en veiledning for vurdering av institusjonens system for *styring og kontroll* av den aktuelle risikoen. Vurderingsmomentene i modulene bygger i hovedsak på internasjonale standarder for beste praksis og tilsvarende opplegg fra andre lands tilsynsmyndigheter. Mest sentrale har Basel-anbefalingene på de aktuelle områdene vært. Ut over dette bygger vurderingsmomentene på erfaringer fra tilsynsarbeidet.

Moduler tilpasset forsikringsselskapenes virksomhet er under utvikling, men Kredittilsynet antar at del-modulen for vurdering av bankenes systemer for styring og kontroll av markedsrisiko vil være relevant også i forhold til forsikringsselskapene og pensjonskassene. I Finansinspektionens tolkning av "aktsamhetsprincippet" følger det at: "Processerna för institutets riskkontroll skal uppfylla en viss nivå. Denne kommer att härledas från dagens allmänna råd FFFS 2000:10 [...*allmänna råd om hantering av marknads- och likviditetsrisker i kreditinstitut och värdepappersbolag*] och FFFS 2005:1 [...*allmänna råd om styrning og kontroll av finansielle företag*]." Av ovennevnte modul for markedsrisiko følger derfor nærmere veiledning om hva tilsynet anser som beste praksis knyttet til styring og kontroll av markedsrisiko.

Som nevnt vil det bli utarbeidet risikomoduler som er nærmere tilpasset forsikringsselskapenes virksomhet. I arbeidet med å utarbeide slike risikomoduler for forsikring vil Kredittilsynet, i tillegg til arbeidet som er gjort på bakgrunn av kravene som følger av Basel 2, se hen til internasjonale standarder utarbeidet av blant annet IAIS (International Association of Insurance Supervisors). Videre vil eventuelle CEIOPS dokumenter om pilar 2 i Solvency 2 måtte legges til grunn for arbeidet.

Kredittilsynets forslag til bestemmelse om styring og kontroll er tatt inn i forskriftens § 2-1. Det overordnede generelle kravet er at selskapet skal etablere et system for styring og kontroll av kapitalforvaltningen som er forsvarlig i forhold til virksomhetens kompleksitet og risikonivå. Styret skal ha vedtatt en strategi for kapitalforvaltningen. Et sentralt element i en slik strategi vil være å etablere styrets risikotoleranse. Strategien skal være dokumentert og skal minst årlig oppdateres. Selskapet skal til enhver tid ha dokumenterte retningslinjer for kapitalforvaltningen. Særlig sentralt er det at det etableres en rammestruktur som sikrer at alle vesentlige risikoer er styrt. Overordnede retningslinjer skal vedtas av styret og jevnlig og minst årlig revurderes. Styret skal sikre at det er etablert et tilfredsstillende system for løpende

måling, overvåking og rapportering av risiko. Kravet vil måtte ses i forhold til virksomhetens kompleksitet og risikonivå. Nærmere krav til måling og overvåking av risiko er gitt i utkastet § 2-2. Selskapet skal til enhver tid besitte kompetanse som er tilpasset virksomhetens kompleksitet og risikonivå. For eksempel vil bruk av derivater og investeringer i spesialfond kreve særskilt kompetanse i styret og administrasjonen. Selskapet skal gjennom organiseringen av kapitalforvaltningen sikre at det er tilstrekkelig uavhengighet mellom enheter som har resultatansvar og enheter som har kontrollansvar.

3.3 *Bruk av derivater*

Kredittilsynet forslår å integrere derivatforskriftens bestemmelser i kapitalforvaltningsforskriften. Derivatforskriftens bestemmelser om krav til styring og kontroll (§ 3 Styrets ansvar) foreslås integrert i kapitalforskriften § 2-1 (se avsnitt 3.2 i høringsnotatet). Nedenfor følger en vurdering av behovet for endringer i derivatforskriften §§ 4 til 7 særlig basert på innspill mottatt fra FNH. Fordi investeringer av selskapsporteføljen i derivater utover de rammer reglene om bruk av derivater setter vil kunne innebære risiko for tap utover verdien av selskapsporteføljen legger Kredittilsynet til grunn at reglene om bruk av derivater fortsatt må gjøres gjeldende for selskapenes frie midler (selskapsporteføljen) i tillegg til de midler som dekker de forsikringsmessige forpliktelsene (kollektivporteføljen).

Pensjonskassedirektivets artikkel 18 nr 1 d) anses gjennomført ved disse bestemmelsene. Det er lagt til grunn at direktivets bestemmelse om motpartsrisiko er dekket ved de bestemmelser i utkastet som gjelder for motpartsrisiko generelt. Det er også lagt til grunn at direktivets forbud mot at det stilles garanti til fordel for tredjemenn ikke er til hinder for at også pensjonskasser kan gjøre bruk av kredittderivater innenfor de begrensninger som vedlagte utkast til kapitalforvaltningsforskrift setter, se nedenfor.

3.3.1 *Risikoøkende strategier*

FNH ønsker at forståelsen av derivatforskriften § 4 fjerde ledd oppdateres slik at det åpnes for at den "nominelle eksponeringen" i porteføljen kan overstige den korresponderende forvaltningskapitalen gitt at risikoen ikke blir høyere enn hva som kan oppnås gjennom plasseringer i underliggende instrumenter. FNH viser til følgende avsnitt i Kredittilsynets høringsnotat av 13. juli 1999: "*Bruk av derivater med formål å øke posisjoner kan i relasjon til lovens § 7-4 første ledd første punktum jfr § 7-1 derfor bare aksepteres dersom selskapet holder tilbake de kapitalutlegg som spares ved å benytte derivater som substitutt for underliggende verdipapirer, og plasserer disse midlene i eiendeler med høy likviditet og lav risiko.*" Dette kravet var også tatt inn forslaget til forskrift, men ble endret av departementet til gjeldende bestemmelse i § 4 fjerde ledd. FNH fremfører, slik Kredittilsynet tolker det, at denne uttalelsen er til hinder for at forsikringsselskaper forfølger enkelte hensiktsmessige investeringsstrategier i rentemarkedet som har til formål å effektivisere forvaltningen. Det

anføres at nominell eksponering er et lite relevant risikomål da det ikke sier noe om renterisikoen knyttet til posisjonen.

Etter Kredittilsynets oppfatning synes det klart at nominell eksponering (en omregning av derivatposisjoner til tilsvarende posisjon i de underliggende aktiva) ikke sikrer en begrensning av renterisikoen ved investering i rentederivater. FNHs ønske om presisering synes uproblematisk og i tråd med Kredittilsynets tolkning av "effektivisering" av forvaltningen. Kriteriet for vurdering av risikoøkende strategier ved bruk av derivater ("gearing") bør således være risikonivået i porteføljen og ikke "nominell eksponering".

I derivatforskriften § 4 fjerde ledd heter det at: "*Derivater kan anvendes i den utstrekning de gjør det mulig å forvalte selskapets eiendeler og forpliktelser mer effektivt uten at selskapets risiko økes merkbart.*" FNHs primære synspunkt er at en begrensning av risikoøkende strategier ved bruk av derivater bør være unødvendig dersom det fokuseres på forsvarlighet i forvaltningen. Kredittilsynet deler dette synspunktet og foreslår at passusen "...uten at selskapets risiko økes merkbart" strykes. Det bør være tilstrekkelig at selskapet er underlagt forskriftens krav til styring og kontroll samt kravet om at risikonivået i totalporteføljen må være forsvarlig sett i forhold til selskapets risikobærende evne. Sistnevnte krav er nedfelt i § 5a i gjeldende forskrift og i utkastet §§ 2-1 og 2-2. Dette er for øvrig også mest i samsvar med teksten i pensjonskassedirektivet hvor det kun fremgår at derivater kan anvendes når det muliggjør en effektiv forvaltning.

Forsvarlighet i forvaltningen er ikke kun knyttet til løpende å sikre et forsvarlig markeds- og kredittrisikonivå. For å begrense den operasjonelle risikoen som virksomheten innebærer, må det stilles krav til at det etableres systemer for styring og kontroll av forvaltningen som korresponderer med kompleksiteten og omfanget av virksomheten. Slike krav følger blant annet av derivatforskriften § 3. Kredittilsynet foreslår at generelle krav til styring og kontroll innarbeides i § 2-1 i ny kapitalforvaltningsforskrift. Bestemmelsen fastslår herunder at selskapet til enhver tid skal besitte kompetanse som er tilpasset virksomhetens kompleksitet og risikonivå. I forslag til bestemmelse nevnes ikke bruk av derivater særskilt. Kredittilsynet vil understreke at dette ikke innebærer en realitetsendring i forhold til dagens bestemmelse.

Nærmere om gjenkjøpsavtaler

Etter anmodning fra Finansdepartementet tok Kredittilsynet stilling til om forsikringsselskaper kunne inngå gjenkjøpsavtaler i høringsnotat datert 1. mars 2000 ("Forsikringsselskapers adgang til å inngå gjenkjøpsavtaler"). Departementet la til grunn som et krav at eiendomsretten måtte overdras fullstendig (jf. parallellen til låneopptak). Kredittilsynet fremhevet muligheten til å øke risikoen i porteføljen gjennom slike forretninger, men antok at denne risikoen var tilstrekkelig regulert gjennom kravet til hvordan derivater kan anvendes. I lys av at det er ønskelig å etablere mer generelle bestemmelser i

forskriften foreslår Kredittilsynet å fjerne derivatforskriften § 7. Denne endringen innebærer imidlertid ikke noen realitetsendring i forhold til dagens bestemmelse.

3.3.2 Udekkede posisjoner

FNH fremfører at det er ønskelig at det eksplisitt åpnes for at forsikringsselskaper kan foreta ”dekket shortsalg” av finansielle instrumenter. Med dekket shortsalg mener FNH salg hvor selskapet kun har tilgang til de underliggende instrumentene gjennom låneavtale. En slik adgang vil indirekte følge av muligheten til å anvende derivater til effektivisering av forvaltningen. Adgangen vil begrenses av kravet til å etablere et forsvarlig risikonivå i totalporteføljen og muligheten til å avdekke risikoen i markedet ved behov.

Kredittilsynet foreslo opprinnelig en bestemmelse som hadde til hensikt å hindre selskapet å ta ”ubegrenset risiko”. I derivatforskriften § 5 kreves det imidlertid ikke at selskapet eier eller har rett til å eie underliggende instrument, men kun at selskapet har ”tilgang” til derivatets underliggende. Som det fremgår av Kredittilsynets høringsnotat av 5. desember 2003 med forslag til regler om bruk av derivater i pensjonsordninger, innebærer dette at kun leveringsforpliktelsen og ikke markedsrisikoen er avdekket. Bakgrunnen for at det ikke stilles krav om dekning av markedsrisiko er trolig at bruk av derivater er begrenset til sikring og effektivisering.

Etter nærmere vurdering har Kredittilsynets kommet til at det ikke er nødvendig å stille krav om at selskapet eier eller har rett til å eie underliggende instrument så lenge det foreligger krav til omsettelighet. Etter Kredittilsynets oppfatning synes det heller ikke å foreligge behov for en bestemmelse som sikrer ”leveringsplikten” så lenge det foreligger krav til omsettelighet i derivatets underliggende.

Kravet til omsettelighet følger av derivatforskriften § 6. Dette kravet skal sikre at selskapet til enhver tid har mulighet til å avdekke risikoen i markedet. En slik avdekning av risiko kan enten skje gjennom å ta en posisjon i underliggende instrument eller ved å inngå en motforretning i derivatmarkedet. Ved utstedelse av kjøpsopsjoner og salg på termin vil en i teorien være eksponert for ’ubegrensede’ kursendringer. Etter Kredittilsynets oppfatning bør en imidlertid vektlegge risiko (sannsynligheten for kursendringer), muligheten til å avdekke denne risikoen i markedet, og kvaliteten på selskapets system for styring og kontroll som gjør at denne risikoen er tilstrekkelig styrt. De generelle kravene om at derivater kun kan benyttes til sikring og effektivisering og kravet til omsettelighet er etter Kredittilsynets oppfatning en tilstrekkelig regulering av slike forretninger. Kredittilsynet foreslår derfor at regelen i derivatforskriftens § 5 ikke videreføres.

3.3.3 Nærmere om kreditderivater

Finansdepartementet har i brev av 17. september 2004 lagt til grunn at det ikke vil være i strid med virksomhetsbegrensningsregelen om forsikringsselskaper anvender kredittderivater som innebærer salg av beskyttelse når slikt salg er i samsvar med § 4 i forskrift om bruk av derivater. Finansdepartementet legger videre til grunn at en adgang til å ta på seg kredittrisiko gjennom salg av beskyttelse ikke vil føre til noen vesentlig økning av selskapets samlede risiko dersom selskapet overholder de kvalitative begrensninger for eksponering fastsatt i forskriften § 4. Kredittilsynet er enig med departementet i at derivatforskriftens bestemmelser i tilstrekkelig grad sikrer en forsvarlig regulering av bruk av kredittderivater. Det gjelder også i forhold til Kredittilsynets forslag til nye regler om effektivisering hvor de kvalitative begrensninger knyttes direkte opp mot krav om forsvarlig risikonivå samt krav til styring og kontroll.

Kredittilsynet har i utkast til høringsnotat om "Behandling av garantier og kredittderivater ved beregning av kapitaldekning og store engasjementer" (jf. vedlegg til brev av 13.10.2005 til Finansdepartementet) gjort oppmerksom på at § 6 i derivatforskriften vil begrense et forsikringsselskaps adgang til å benytte kredittderivater fordi en liten andel av underliggende (utlån) i Norge vil tilfredsstille kravet. Denne bestemmelsen skal som tidligere nevnt sikre at risikoen kan avdekkes i markedet. Kredittilsynet legger til grunn at risikoavdekning i relasjon til § 6 enten kan skje ved å investere i derivatets underliggende eller ved å inngå en motforretning i derivatmarkedet. Kredittilsynet antar at det sistnevnte vil kunne være mulig selv om underliggende ikke direkte omsettes i markedet. Kredittilsynet er uansett av den oppfatning at de samme krav til likviditet (muligheten for risikoavdekning) må stilles til kredittderivater som for øvrige derivater.

Forslag til endring:

Kredittderivater inkluderes i forskriftens definisjon av derivater.

4. PLASSERINGSBEGRENSNINGER VED FORVALTNING AV KOLLEKTIVPORTEFØLJEN

4.1 De generelle forsvarlighetskravene i forskriftens kapittel 3

Dagens kapitalforvaltningsforskrift har i § 5 en generell bestemmelse som gir overordnede krav til forsvarlig forvaltning av midlene som skal dekke de forsikringsmessige avsetningene. Regelen videreføres i utkastet § 3-1, men i endret og noe utbygget stand. Bestemmelsene gjennomfører samtidig artikkel 18 punkt 1 bokstav a), b) c) og e) i pensjonskassedirektivet. Som nevnt innledningsvis er en hovedtanke ved oppbygging av de nye plasseringsbegrensningene å fokusere sterkere på at de generelle forsvarlighetskravene må være utgangspunktet for selskapets plasseringer. Det er ikke tilstrekkelig for å oppfylle forsvarlighetskravet å ukritisk legge seg på de kvantitative bestemmelsenes nivå.

Plasseringene må ut fra en konkret vurdering av selskapets totale situasjon veies mot hovedbestemmelsen. Om bakgrunnen for dette veivalget vises det til kapittel 1.

Bestemmelsens første og annet ledd svarer innholdsmessig til dagens regler, men har fått ny språkdrakt. For så vidt gjelder derivater, inneholder gjeldende forskrift en eksplisitt adgang til å ta hensyn til slike instrumenter. Bestemmelsen er fjernet idet den synes overflødig da Kredittilsynet legger til grunn at selskapet vil måtte ta hensyn til derivater på lik linje med investeringer i andre finansielle instrumenter.

4.2 Dagens plasseringsbegrensningsregler

Dagens kapitalforvaltningsforskrift § 6 gir regler om *hvilke eiendeler* som kan tjene til dekning av forsikringsmessige avsetningene. §§ 7-9 gir *kvantitative* begrensninger knyttet til grupper av aktiva, enkeltmotparter og enkeltrisikoer. § 10 gir særlige plasseringsregler for nærmere angitte selskaper. Reglene gjelder for selskapenes kollektivportefølje, det vil si de eiendeler som dekker selskapets forsikringsmessige avsetninger. Både FNH og NPF har forslått en rekke endringer av disse bestemmelsene. Nedenfor følger en gjennomgang av de endringer som foreslås i utkastet. Reglene gjenfinnes i forskriftsforslaget kapittel 3.

4.3 Enkelte begrepsmessige endringer

Begrepet *forsikringsmessige avsetninger* er for livsforsikringsvirksomhet definert i forsikringsloven kapittel 9. Kursreguleringsfondet knyttet til kollektivporteføljen er nå omfattet av de forsikringsmessige avsetninger for forsikringsavtaler med avkastningsgaranti. Dette innebærer en endring i forhold til gjeldende regelverket, som medfører at plasseringsbegrensningsreglene får et videre anvendelsesområde. Etter gjeldende forskrift blir midler tilsvarende kursreguleringsfondet likestilt med midler tilsvarende den ansvarlig kapital, som ikke er underlagt plasseringsbegrensningene i kapitalforvaltningsforskriften. Definisjonen av forsikringsmessige avsetninger er inntatt i forslaget § 1-2.

Dagens kapitalforvaltningsforskrift omhandler papirer *notert på børs* i stat i sone A. Kredittilsynet foreslår å endre begrepsbruken til investeringer *"notert på regulert marked"*. Kredittilsynet forslår å ta inn en definisjon av regulert marked i forskriften § 1-2. Definisjonen svarer til definisjonen av regulert marked i livdirektivet artikkel 1 bokstav m). Livdirektivet henviser, i likhet med andre direktiver hvor regulert marked defineres, igjen til definisjonen i direktiv 98/22 EU (ISD) artikkel 13. I plasseringsreglene i pensjonskassedirektivet artikkel 18 benyttes også betegnelsen *"regulert marked"*. I pensjonskassedirektivet er det imidlertid ikke tatt inn noen egen definisjon. Det synes imidlertid rimelig å legge til grunn at samme definisjon som i livdirektivet, og øvrige direktiv som definerer regulert marked, skal legges til grunn. De fleste nyere direktiver henviser til ISDs definisjon.

Kredittilsynet har valgt å foreslå en definisjon hvor det henvises direkte til ISD og til børslovens definisjon av regulert marked, som gir den norske hovedbestemmelsen på området. Etter dette vil et regulert marked være et *marked som definert i direktiv 93/22/EØF artikkel 1 nr. 13 (Investeringsstjenedirektivet) og lov om børsvirksomhet av 17. november 2000 nr. 80 § 2-1 fjerde ledd og § 1-3, samt børs i øvrige stater i sone A*. Kredittilsynet har lagt til grunn at en henvisning til børsloven sikrer enhetlig forståelse av begrepet regulert marked i alle sammenhenger begrepet benyttes. Tilsvarende ordlyd finnes for øvrig i verdipapirfondloven § 4-6 nr. 1.

Kredittilsynet bemerker at endringen per i dag ikke innebærer noen vesentlig realitetsendring. Dagens krav til børsnotering tilfredsstiller således også kravene som stilles i ISD artikkel 1 nr. 13. I Norge er det pr. i dag kun Oslo Børs som omfattes av definisjonen av et regulert marked.

Såkalte MHFer (Multilaterale Handelsfasiliteter) faller utenfor definisjonen. Dette gjelder for eksempel Oslo Børs' Alternative Bond Market. Både FNH og pensjonskasseforeningen har bedt om at kravet om børsnotering i kapitalforvaltningsforskriften § 6 erstattes med et krav om regulert marked ut fra ønske om at "Alternative Bond Market" skal omfattes av definisjonen. En slik endring kan imidlertid ikke gjøres uten at det norske regelverket kommer i strid med livdirektivets bestemmelser. Det bemerkes at "Alternative Bond Market" ikke omfattes av definisjonen i ISD artikkel 13. På denne bakgrunn har Kredittilsynet ikke funnet å kunne imøtekomme dette ønsket fra foreningene.

Gjeldende forskrift har i samsvar med direktivenes krav mer liberale regler for plasseringer innen sone A enn de utenfor sone A. Definisjonen av stater innen sone A er den samme i forsikringsdirektivene som i bankdirektivet. Definisjonen er gitt i artikkel 1 i Rdir 2000/12/EF av 20. mars 2000 om adgang til å starte og utøve virksomhet som kredittinstitusjon. Artikkel 1 punkt 14 i sistnevnte direktiv har denne definisjonen. Kredittilsynet foreslår at definisjonen av sone A i bankdirektivet tas inn i forskriften.

4.4 Særskilt om plasseringer i fast eiendom

Midler til dekning av forsikringmessige avsetninger kan etter dagens kapitalforvaltningsregler plasseres i omsettelig bolig- og forretningseiendom (§ 6 nr. 9) og annen fast eiendom (§ 6 nr. 10). I tillegg til direkte eid eiendom, hvor forsikringsselskapet er registrert som eier i grunnboken, er det lagt til grunn at sameieandeler i fast eiendom, hvor selskapet eier en ideell andel av fast eiendom, omfattes. Eiendomsplasseringer kan også foretas gjennom kjøp av aksjer eller andre former for eierandeler i eiendomsselskap eller ved opprettelse av egne eiendomsselskap. Endelig anses eiendom eid gjennom aksjeselskap hvor selskapet regnes som datterselskap, eller holdingsselskap, som kun har til formål å eie aksjeselskapet som eier eiendommen, som direkte investering, jfr § 6 annet ledd.

Både FNH og pensjonskasseforeningen har fremholdt at dagens regler om plassering i fast eiendom ikke fungerer optimalt. Flere andre aktører har gitt uttrykk for sammenfallende synspunkter, blant annet flere av de større advokatfirmaene. Forvaltningspraksis knyttet til eiendomsinvesteringer peker også i regning av behov for endringer. Problemene knytter seg særlig til mulighetene for diversifisering av eiendomsporteføljen. Minoritetsposter i unoterte eiendomsaksjeselskap er i dag underlagt begrensningsregelen på 35 prosent i aksjer og andre eierandeler samt begrensningsregelen på 5 prosent i unoterte verdipapirer og andre eiendeler som omfattes av § 6 nr. 14 i forskriften.

Store forsikringsselskap kan, i det norske markedet, oppnå diversifisering ved å kjøpe flere eiendommer. Store selskap kan også opprette eiendomsselskap som datterselskap. Dersom selskapet er 100 prosent eiet kan det også finansieres ved lån fra forsikringsselskapet.

For pensjonskasser og små/nystartede forsikringsselskap, vil det, ut fra størrelsen på forvaltningskapitalen, normalt ikke være mulig å spre investeringer i fast eiendom ved å kjøpe flere eiendommer av god kvalitet. Av samme grunn vil det heller ikke være mulig å opprette datterselskap som eier en portefølje av omsettelige kvalitetseiendommer. FNH fremhever at investeringer i større forretningseiendommer i utlandet, uten å gå veien om minoritetsposter i eiendomsaksjeselskap, er sterkt begrenset også for store selskap. De kvantitative plasseringsbegrensningene som gjelder for minoritetsposter fører således til at investeringer i større forretningseiendommer i utlandet i mange tilfelle ikke blir mulig fordi det fører til en for sterk konsentrasjon av investeringene i enkelte eiendommer og/eller regioner.

Dersom flere pensjonsinnretninger går sammen om å eie flere eiendommer vil de imidlertid kunne oppnå tilfredsstillende diversifisering. Etter dagens regler vil dette kunne gjøres via sameie. Sameieandeler i fast eiendom er imidlertid vanskelige å håndtere for den enkelte eieren i praksis. Det er også grunn til å tro at sameieandeler er mindre omsettelige enn ulike selskaps- og fondsandeler.

Kredittilsynet bemerker at plassering i fast eiendom har avkastnings- og risikoegenskaper som gjør dem til velegnede plasseringsalternativer for midler til dekning av forsikringstekniske avsetninger. For å legge bedre til rette for at pensjonskasser og mindre livsselskap skal kunne foreta en hensiktsmessig diversifisering i eiendomsmarkedet, og for å legge til rette for hensiktsmessige eiendomsplasseringer i utlandet, foreslår Kredittilsynet å ta inn to nye kategorier av direkte eiendomsinvesteringer, nemlig eierandeler i eiendomsselskap og eierandeler i eiendomsfond. Det innebærer at slike plasseringer ikke lenger vil falle inn under den kvantitative plasseringsgrensen på 10 prosent i unoterte verdipapirer, og heller ikke den nye grensen på 10 prosent i non- UCITS fond, se avsnitt. 4.9 nedenfor. Reglene er formulert slik at de kun omfatter eiendomsinvesteringer som ligger innenfor virksomhetsbegrensningene i forsikringsloven §§ 6-1 og 6-2, det vil si i eiendomsselskap

som er egenkapitalfinansiert og fond som utelukkende plasserer midler i egenkapitalfinansierte eiendomsselskaper. Reglene vil likestille investeringer i eiendomsaksjeselskap som driver den type eiendomsinvesteringer som forsikringsselskapene selv har adgang til og som ikke har gjeld, med direkte investering i fast eiendom/sameieandeler.

Dagens kapitalforvaltningsforskrift fastsetter ingen eksplisitt ramme for hvor stor del av de forsikringsmessige avsetningene som kan plasseres direkte i fast eiendom. Grensen ligger dermed i den generelle forsvarlighetsnormen. Forskriftens § 9 gir imidlertid plasseringsbegrensninger på enkeltrisikoen. Reglene skiller mellom plasseringer som faller inn under § 6 nr. 9 (bolig- og forretningseiendom), hvor grensen er satt til 5 prosent av selskapets forsikringsmessige avsetninger, og eiendom som faller inn under § 6 nr. 10 (annen eiendom), hvor grensen er satt til henholdsvis 2 prosent for livselskap og 4 prosent for skadeselskap. I liv- og skadedirektivene er grensen satt til 10 prosent for begge kategorier. Kredittilsynet foreslår å legge seg på direktivenes maksimumsnivå. Det legges til grunn at styrene i selskapene har ansvar for at kapitalforvaltningen er forsvarlig, herunder å etablere rammer for maksimal eksponering på enkeltinvesteringer. Kredittilsynet antar at en ved å heve grensen legger til rette for at også små pensjonskasser kan investere i kvalitetseiendom.

4.5 Kvantitative plasseringsregler for aksjer og obligasjoner

Kapitalforvaltningsforskriften § 7 første til femte ledd gir kvantitative plasseringsbegrensninger på 35 prosent for aksjer og 30 prosent for blant annet industriobligasjoner og fast eiendom som ikke er omsettelig bolig/forretningseiendom, og unntak fra disse begrensningene. Forsikringsdirektivene inneholder ikke tilsvarende regler. I tråd med den overordnede målsetningen om å fjerne regler som kan gi norske foretak andre rammebetingelser enn EU-baserte konkurrenter, foreslår Kredittilsynet at bestemmelsene oppheves.

Kredittilsynet bemerker at slike kvantitative plasseringsregler det her er tale om erfaringsmessig får for mye oppmerksomhet i forhold til den overordnede normen om at kapitalforvaltningen skal være forsvarlig. Et selskaps evne til å ta risiko bør være utgangspunktet for en vurdering av om sammensetningen av aktivaporteføljen er forsvarlig. Kvantitative plasseringsregler, som for eksempel 35 prosent for aksjer, vil for noen selskaper med liten bufferkapital være uforsvarlig høyt, mens andre selskaper med stor bufferkapital må suboptimere sammensetningen av aktiva med en slik kvantitativ regel.

Kapitalforvaltningsforskriften § 5 annet ledd gir i dag regler som stiller krav om spredning av risiko i kapitalforvaltningen. Tilsvarende regel videreføres i utkastet § 3-1. De generelle rammene setter i seg selv begrensninger i forhold til ensidig satsing på ett marked eller en bestemt kategori aktiva. Heising av prinsippene en slik generell bestemmelse representerer fremstår som mer tidsmessig og gir selskapene bedre mulighet til å innrette

kapitalforvaltningen etter arten av de forpliktelser som skal dekkes og den bufferkapital selskapet har til rådighet. Det er sentralt for Kredittilsynet å klargjøre at ansvaret for styring og kontroll ligger hos styret i selskapet. En endring fra kvantitative begrensninger til et økt fokus på generelle forsvarlighetsnormer vil stille større krav til styrets kompetanse og engasjement.

4.6 Største eksponering mot én enkelt utsteder

Kapitalforvaltningsforskriften § 8 første ledd fastsetter rammer for hvor stor eksponering et livsselskap og et skadeselskap kan ha mot én enkelt utsteder. Grensen er satt til henholdsvis 3 og 4 prosent. Parallelle bestemmelser finnes i livdirektivet artikkel 24 1. b) og i tredje skadeforsikringsdirektiv artikkel 22 1. b), men grensene er i begge tilfelle 5 prosent. Kredittilsynet foreslår derfor at grensen heves til 5 prosent, jf. argumentasjonen i avsnitt 4.5.

FNH har bedt om en klargjøring av om engasjementer knyttet til valutahandel og verdipapirhandel omfattes av bestemmelsen om samlet eksponering når en befinner seg innenfor alminnelige oppgjørsfrister. Forskrift 23.04. 1997 om tilsyn og kontroll med kredittinstitusjoner og verdipapirforetaks store engasjementer inneholder en bestemmelse om hva som inngår i "samlet engasjement". Her fremkommer det at slike engasjementer ikke skal medregnes. FNH har videre pekt på at plasseringsgrensene i denne bestemmelsen skaper problemer i forhold til eksponering på hovedbankforbindelser når disse er en del av et børsnotert konsern. I slike tilfeller vil selskapet ut fra rene forvaltningsbehov kunne ønske å foreta plasseringer i bankkonsernets aksjer og rentebærende verdipapirer mv. I tillegg vil selskapet, ut fra driftsmessige behov, kunne ha likvide midler inntående på konti i banken. For bankinnskudd i samme konsern er det finansieringsvirksomhetsloven § 2a-8 og de dispensasjoner som er gitt fra denne bestemmelse som gjelder. Er hovedbankforbindelsen en bank som ikke inngår i samme konsern som forsikringsselskapet gjelder imidlertid begrensningsreglen i kapitalforvaltningsforskriften. Hovedbankforbindelsen benyttes gjerne også til å foreta handler i ulike typer sikringsinstrumenter (derivater). Banken blir normalt motpart i slike derivathandler i rente- og valutamarkedet. Etter det FNH kjenner til er det ikke uvanlig at summen av de nevnte aktivitetene medfører at selskaper må overføre eksponeringer til andre banker for ikke å komme i konflikt med bestemmelsen. FNH peker på at en slik løsning ikke nødvendigvis virker risikoreduserende. Tvert i mot kan den i enkelte tilfeller 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 selskapet tvinges til å redusere sin eksponering mot denne banken med lav risiko, og i stedet øke eksponeringen overfor én eller flere banker med lavere kredittverdighet og dermed høyere risiko. Kredittilsynet bemerker at oppgjørsrelaterte problemstillinger neppe stiller seg vesentlig forskjellig i bank og forsikring. I tråd med dette foreslår Kredittilsynet at det i forskriften tas inn et unntak fra største eksponering mot én enkelt utsteder for verdipapirhandel og valutahandel innefor alminnelige oppgjørsfrister.

4.7 Plasseringsbegrensninger i usikrede lån

Samlet ramme for usikrede lån er i henhold til dagens kapitalforvaltningsforskrift § 7 siste ledd én prosent. FNH har fremholdt at samlet ramme for usikrede lån er for trang. FNH peker på at obligasjonslån ofte er usikrede, slik at denne klassen omfatter vesentlige deler av markedet for industriobligasjoner i sone A. I tillegg til de børsnoterte obligasjonsmarkedene eksisterer det betydelige bankdrevne markeder for industriobligasjoner i Europa og OECD-land, som har god likviditet. Herunder obligasjoner notert på såkalte MTF (multilaterale handelsfasiliteter), inklusive Oslo Børs Alternative Bond Market.

Begrepet usikret lån er tvetydig. Riktig nok er det formelt sett korrekt at industriobligasjoner normalt er usikrede. Imidlertid sonderer *livdirektivet* mellom obligasjonslån og andre utlån idet de er omtalt som to ulike investeringsalternativer artikkel 23. Kredittilsynet har også i rundskriv 7/98 lagt til grunn at *rentebærende verdipapirer* faller inn under grensene i § 7 tredje og sjette ledd jfr § 6 nr 14. Dagens regler er således tolket slik at obligasjonslån *ikke* faller inn under reglene for usikrede lån. Dette innebærer at bestemmelsen som omhandler usikrede lån har et snevert anvendelsesområde, og begrenser seg til å gjelde ikke-standardiserte lån basert på konkrete kredittvurderinger. Dette synes å være i samsvar med direktivets intensjon, idet artikkel 23 nr. 3 pkt iii) fastslår at utlån kun kan benyttes til dekning av forsikringsmessige avsetninger dersom det foreligger tilstrekkelig sikkerhet, uansett om sikkerheten bygger på låntagers betalingsevne, på pantebrev, bankgarantier eller andre former for sikkerhet. Kredittilsynet fastholder i utkastet til ny forskrift at unoterte obligasjonslån faller utenfor kategorien usikrede lån, men faller inn under 10 prosent grensen for unoterte papirer. Kredittilsynet bemerker at denne løsningen harmonerer med direktivforpliktelsene. For å klargjøre bestemmelsens endres imidlertid ordlyden slik at kategorien benevnes "ikke-standardiserte usikrede lån".

Direktivets maksimumsramme for disse lånene er 5 prosent. Idet anvendelsesområdet for bestemmelsen antas å være meget snevert, er det imidlertid tvilsomt om det foreligger noe reelt behov for en heving til 5 prosent. I lys av den overordnede målsetningen om å plassere ansvaret for forsvarlighet i kapitalforvaltningen hos selskapets styre, ser imidlertid ikke Kredittilsynet noe behov for å opprettholde den norske regelen. Kredittilsynet understreker imidlertid at denne rammen er så vid at en full utnyttelse neppe vil oppfylle forsvarlighetskravet.

Dagens kapitalforvaltningsforskrift § 7 siste ledd fastsetter at ett enkelt usikret lån ikke kan utgjøre mer enn 0,5 prosent av de forsikringsmessige avtettingene. *Livdirektivets*

maksimumsgrense er 1 prosent. Her, som i det øvrige endringsforslaget, foreslår Kredittilsynet å heve grensen opp til direktivets maksimumsnivå.

4.8 *"Sekkeposten" i dagens kapitalforvaltningsforskrift § 6 nr. 14 – Andre omsettelige finansielle instrumenter*

Gjeldende kapitalforvaltningsforskrift § 6 nr. 14 omfatter omsettelige aksjer, eierandeler, andeler i verdipapirfond og fordringer som ikke omfattes av nr. 1 til og med nr. 13. Det er et vilkår at de finansielle instrumentene kan realiseres på kort sikt. Bestemmelsen i § 6 nr. 14 omfatter blant annet investeringer i:

- omsettelige aksjer og eierandeler i selskap notert på regulert marked utenfor sone A
- omrettelige aksjer og eierandeler i unoterte selskap med begrenset ansvar
- eierandeler/aksjer i investeringsselskap som ikke er datterselskap
- minoritetsandeler i eiendomsselskap som ikke driver forsikringsfremmed virksomhet
- andeler i non-Ucits fond som investerer i fast eiendom
- andeler i nasjonale fond, dvs. fond med enkelte unntak fra investeringsbegrensningene i lov om verdipapirfond
- andeler i non-Ucits fond som benytter alternative investeringsteknikker, herunder spesialfond som hedgefond og private equity fond.
- Obligasjoner og sertifikater som ikke er utstedt av offentlige låntagere eller finansinstitusjoner som ikke er sikret med pant i fast eiendom og som ikke er notert på regulert marked.
- Obligasjoner og sertifikater utstedt eller garantert av stat utenfor sone A
- Obligasjoner og sertifikater utstedt eller garantert av finans- eller kredittinstitusjon med hovedkontor utenfor sone A, samt slike lån garantert av forsikringsselskap med hovedkontor utenfor stat i sone A
- Industriobligasjoner og sertifikater utenfor sone A

Dagens kapitalforvaltningsforskrift § 7 sjette ledd fastslår at inntil 5 prosent av de forsikringsmessige avsetingene kan plasseres i finansielle instrumenter som omfattes av § 6 nr. 14. FNH har foreslått å utvide grensen i § 7 sjette ledd fra 5 til 10 prosent. Det er fremholdt at posten rommer en rekke investeringer og at en ramme på 5 prosent i realiteten hindrer selskapene i å foreta en effektiv diversifisering. Kredittilsynets inntrykk fra forvaltningspraksis er i overensstemmelse med FNHs på dette punktet. Forskriftens grense avviker også fra direktivets minstekrav, som er 10 prosent. Kredittilsynet foreslår å endre rammen til 10 prosent, som er i tråd med livdirektivets maksimumsregel.

Bestemmelsen i § 6 nr 14 har for øvrig erfaringsmessig vært gjenstand for en del tolkningstvil. For det første har det vært reist enkelte spørsmål knyttet til hvilke investeringsobjekter som faller inn under bestemmelsen. Disse spørsmålene knytter seg særlig

til nye investeringsobjekter, for eksempel en del sammensatte produkter. Kredittilsynet har i forvaltningspraksis lagt til grunn at investeringsalternativet rekkes videre enn til instrumenter som faller inn under verdipapirhandellovens definisjon av et finansielt instrument, idet den på gitte vilkår blant annet kan omfatte eierandeler i ansvarlig selskap uten gjeld. Det er også andre hensyn som gjør seg gjeldende i vurderingen av om et instrument skal kunne tjene til dekning av forsikringsmessige avsetninger, enn i vurderingen av om et investeringsobjekt er av en slik art at det bør omfattes av de reglene som gjelder for handel i verdipapirmarkedet. Kredittilsynet bemerker for øvrig at det neppe er mulig å definere "sekkeposten" på en måte som på sikt er både helt presis og tilstrekkelig fleksibel til å ta opp nye produkter det er ønskelig skal kunne tjene til dekning av avsetningene. Selv om dagens ordlyd avstedkommer en del tolkningsuttalelser har Kredittilsynet derfor foreslått å beholde ordlyden, om enn med enkelte språklige endringer.

Kredittilsynet har også mottatt en del tolkningsspørsmål vedrørende vilkåret om at verdipapirene skal kunne omsettes på kort sikt. Vilkåret er direktivbasert, se livdirektivet artikkel 23 v). Kredittilsynet har i tolkningspraksis lagt til grunn at vilkåret ikke innebærer at det skal foretas noen generell vurdering av likviditeten i markedet for de aktuelle papirene. Vilkåret stiller imidlertid begrensninger for så vidt gjelder kontraktsmessige omsetningshindringer, for eksempel klausuler som gir utsteder ubetinget rett til å nekte eierskifte. Kredittilsynet foreslår regelen videreført, og bemerker at en står overfor en rettslig standard hvor utvikling av nye produkter uvegerlig vil avstedkomme enkelte tolkningsspørsmål.

4.9 Andeler i non-UCITS fond

Andeler i verdipapirfond i non-UCITS fond faller i dag inn under § 6 nr 14 jf. § 7 sjette ledd som fastslår at inntil 5 prosent av et forsikringsselskaps forsikringsmessige avsetninger kan investeres i omsettelige aksjer, eierandeler, andeler i verdipapirfond og fordringer som ikke omfattes av § 6 nr. 1- 13. Non-UCITS fond har ikke noen klar definisjon, men omfatter alle typer fond som avviker fra plasseringsbegrensingsreglene i UCITS-direktivet. Det er således tale om nasjonale fond opprettet i medhold av verdipapirhandelloven, men med enkelte unntak fra plasseringsbegrensningene, tradisjonelle verdipapirfond fra andre områder enn EØS-området, samt ulike typer spesialfond, som hedgefond.

Bestemmelsen i § 6 nr 14 er gitt videre anvendelsesområde enn liv- og skadedirektivenes risikobegrensningsregler, som kun fastslår at inntil 10 prosent av de forsikringsmessige avsetningene kan investeres i aksjer, verdipapirer som kan sidestilles med aksjer, samt obligasjoner som ikke omsettes på et regulert marked (artikkel 24 punkt l e) i livdirektivet). Den direktivbestemte 10 prosent regelen omfatter dermed ikke plasseringer i non-UCITS fond. For disse investeringsalternativene fastsetter direktivet kun at det skal gis plasseringsbegrensningsregler som er strengere enn dem som gjelder for UCITS fond.

Direktivet fastslår også at hjemstaten plikter å fastsette begrensningsregler som sikrer forsvarlighet i kapitalforvaltningen, og som innebærer at investeringer med høy risiko skal holdes på et forsiktig nivå.

FNH har fremholdt at "sekkeposten" i § 6 nr. 14 er for trang, selv med en økning av rammene i § 7 sjette ledd til 10 prosent. Kredittilsynet har som nevnt også inntrykk av at bestemmelsen gir for lite handlingsrom. Det fremmes på denne bakgrunn forslag om å løfte non-UCITS fond ut av § 6 nr. 14, og lage en egen kategori investeringer med egne plasseringsbegrensninger. Denne løsningen gir selskapene økt mulighet til diversifisering, dvs. økt mulighet til å optimalisere porteføljens forventede avkastning med basis i et gitt risikonivå. For eksempel vil de fleste hedgefond ha lav volatilitet sammenlignet med investeringer i aksjer, og avkastningen samvarierer ofte i liten grad med utviklingen i andre aktivaklasser. Denne lave samvariasjon (korrelasjon) gjør hedgefond til en attraktiv aktivaklasse med tanke på diversifisering. Idet non-UCITS fond kan være attraktive for diversifisering av porteføljer foreslår Kredittilsynet i utkastet § 3-3 en totalgrense på 10 prosent for slike fond. Dette representerer en betydelig lemping av regelverket, men Kredittilsynet antar likevel at det på sikt vil være aktuelt å vurdere å utvide denne grensen ytterligere. Kredittilsynet ber høringsinstansene særskilt ta stilling til nivået på denne begrensningsregelen.

Når det åpnes for økt handlingsrom innenfor dette segmentet må det imidlertid understrekes at de generelle krav til forsvarlighet i kapitalforvaltningen medfører krav til kompetanse og kontrollsystemer innenfor alle områder hvor den enkelte institusjon er investert. Hvorvidt den enkelte institusjon kan investere innenfor ulike segmenter forskriften åpner for, beror dermed ikke utelukkende på hvilke muligheter *regelverket* åpner for, men også på *den enkelte institusjons* evne til å foreta relevante risikovurderinger og føre tilfredsstillende kontroll med investeringene.

De fleste investorer velger å plassere en relativ lav andel av totalporteføljen i ett enkelt hedgefond. Den viktigste årsaken er antagelig den risikoen som er forbundet med at investorer og tilsynsmyndigheter ofte har lite innsyn i hvordan disse fondene blir forvaltet. Manglende innsyn har gjort det mulig for forvaltere å ta betydelig større risiko enn det som har vært forelagt investor, og det finnes også eksempler på kriminalitet hvor forvalter har tatt fondets midler til egen berikelse. De krav til styring og kontroll av kapitalforvaltningen som følger av kapitalforvaltningsforskriften og derivatforskriften vil i utgangspunktet også gjelde ved investeringer i spesialfond. Kredittilsynet ser imidlertid at det i praksis vil kunne være vanskelig å løpende overvåke posisjonene i slike fond. På bakgrunn av denne potensielle mangelen på innsyn og risikoen dette medfører forslår Kredittilsynet i utkastet § 3-4 at det for non-UCITS fond bør være en begrensning på 1 prosent per enkeltinvestering.

4.10 Plasseringsbegrensningsreglene for ett enkelt UCITS- fond

I henhold til dagens kapitalforvaltningsforskrift § 8 (3) kan et forsikringsselskap ikke investere mer enn til sammen 10 prosent av selskapets forsikringsmessige avsetninger i ett enkelt UCITS-fond. Det eksisterer ikke noen parallell bestemmelse i EUs regelverk.

FNH påpeker at det er uklart hva formålet med denne bestemmelsen er da de øvrige bestemmelsene i § 8 gjelder begrensning av kredittrisiko på enkeltnavn/utsteder, mens det for UCITS-fond ikke finnes slik konsentrasjon av kredittrisiko, ettersom UCITS-fond har krav til spredning av sine investeringer.

FNH påpeker i tillegg at 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 porteføljene 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 av andeler fra de ulike verdipapirfond 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.

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 én og samme forvalter. Dette vil ikke bryte med EØS-forpliktelsene etter livsforsikringsdirektivet eller tredje skadedirektiv.

Kredittilsynet bemerker at alle UCITS fond er under tilsyn. I reguleringen av UCITS-fond er det 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 liten. Kredittilsynet er ikke kjent med at det i dette segment har forekommet kriminell virksomhet som har påført andelseiere betydelige tap. Markedsrisikoen i fondet vil avhenge av type fond, og vil ikke være relatert til hvor mange enkeltfond som selskapet er eksponert i. Da Kredittilsynet antar at risikoen for investeringer i strid med mandatet og kriminelle handlinger som påfører andelseiere betydelige tap er liten, finner Kredittilsynet det forsvarlig å fjerne kravet om at maksimalt 10 prosent av kollektivporteføljen kan investeres i ett enkelt fond. I denne vurderingen vektlegger

Kredittilsynet at det kan være effektivt og kostnadsbesparende å redusere antall fond. Her, som ellers, vil imidlertid styret i det enkelte selskap ha ansvar for å sette forsvarlige rammer for kapitalforvaltningen. Kredittilsynet legger for eksempel til grunn at styret vil være forpliktet til å sørge for at selskapskapitalen ikke blir for sterkt eksponert mot et bestemt marked eller en bestemt bransje gjennom investeringer i verdipapirfond.

4.11 Valutaposisjonsgrenser

Dagens § 13 annet ledd krever at et selskaps netto tilgodehavende i en valuta minst skal motsvare 80 prosent av de forsikringsmessige avsetningene i samme valuta. Dette kravet kan utledes av forsikringsdirektivene. Forskriftens § 13 inneholder videre et forbud mot at selskap har negative netto finansielle tilgodehavende i en valuta. Denne bestemmelsen er særnorsk. Kredittilsynet tolker § 13 slik at den skal begrense eksponeringen mot valutarisiko. Nedenfor følger en vurdering av behovet for å endre bestemmelsen. Kredittilsynets forslag til endret bestemmelse er tatt inn i utkastet § 3-3 fjerde ledd.

4.11.1 Minstekrav til sikring

Fra forsikringsdirektivene kan det utledes at et forsikringsselskaps netto tilgodehavende i en valuta minst skal motsvare 80 prosent av de forsikringsmessige avsetningene i samme valuta. Videre følger det av pensjonskassedirektivet artikkel 18 punkt 5 bokstav b) og reassuransedirektivet artikkel 34 punkt 4 bokstav a) at myndighetene maksimalt kan kreve at 70 prosent av eiendelene til dekning av de forsikringsmessige avsetningene skal være i samme valuta. Direktivbestemmelsene er således uforenlige med tanke på å forankre et generelt minstekrav til valutasikring. Kredittilsynet ser det imidlertid som uheldig å etablere separate krav for institusjoner som i stor grad utfører samme type virksomhet. Kredittilsynet antar at det mest naturlige i så måte vil være å legge de nyeste direktivene til grunn for et generelt minstekrav til sikring, dvs. kreve at 70 prosent av eiendelene som skal dekke de forsikringstekniske avsetningene skal være i samme valuta.

På den annen side skriver IMF i forbindelse med vurderingen av Norges etterlevelse av *Core Principle 21 (Investment)* i sin sluttrapport³ etter FSAP (Financial System Stability Assessment) høsten 2004 at: *"Currency mismatches are limited by regulation, although this regulation is the most generous permissible under EU Directive."* IMF fremhever videre at norske selskaper er spesielt eksponert mot valutarisiko. Kredittilsynet tolker IMF slik at en er noe kritisk til at Norge på dette punktet har valgt å legge seg på EUs minstekrav. Det fremgår imidlertid ikke av de tiltakene IMF anbefaler at en mener Norge bør stramme inn den reguleringen som følger av dagens § 13. De hensyn IMF trekker frem taler mot å liberalisere kvantitative plasseringsbegrensinger på valutaeksponering for forsikringsselskapene. Det

³ "Norway - Financial System Stability Assessment", IMF mai 2005.

forslås derfor at det fortsatt bør kreves at minst 80 prosent av eiendelene som skal dekke de forsikringsmessige avsetningene i forsikringsselskapene skal være i samme valuta.

De kvantitative plasseringsbegrensninger som reassuransedirektivet åpner for og som pensjonskassedirektivet maksimalt tillater kan gjennomgående vanskelig sies å være forenelig med hensynet til forsvarlig kapitalforvaltning. For å ikke komme i klar motstrid med pensjonskasse- og reassuransedirektivet er det likevel foreslått en kvantitativ plasseringsbegrensning på maksimal valutaeksponering for pensjonskasser og reassuranseselskaper på 70 prosent. Det forutsettes imidlertid at disse institusjoner i likhet med forsikringsselskapene etablerer en forsvarlig sikringsgrad, og anvender adekvate systemer for målig og oppfølging av risiko slik at valutarisikoen holdes på et forsvarlig nivå.

4.11.2 Om forbudet mot negative netto posisjoner i valuta

FNH legger til grunn at § 13 fjerde ledd har sitt utgangspunkt i forbudet mot forsikringsfremmed virksomhet, og et ønske om å begrense selskapenes mulighet til å ta rene valuta-posisjoner i forvaltningen. FNH ser at det kan finnes argumenter for å videreføre et forbud mot at forsikringsselskaper skal påta seg netto gjeld i utenlandsk valuta ut over det som følger av forsikringsforpliktelsene. FNH fremhever imidlertid at et slikt forbud i praksis gjør det umulig for selskapene å legge opp til en strategi om å være 100 prosent valutasikret. FNH foreslår derfor følgende ordlyd:

”Et forsikringsselskap (...) kan ikke foreta aktive disposisjoner som medfører (...) 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.”

Med tanke på valutarisikoeksponering synes det etter Kredittilsynets oppfatning å være uten betydning om selskapene undersikrer eller oversikrer. I så måte er det logisk at bestemmelsen gjøres symmetrisk med henhold til å begrense under- og oversikring. På den annen side vil oversikring medføre at selskapet tar rene valutaposisjoner, og valutaspekulasjon må kunne kategoriseres som forsikringsfremmed virksomhet. Etter Kredittilsynets oppfatning vil imidlertid begrensningene som følger av bestemmelsene om bruk av derivater i utkastet § 2-3 være en tilstrekkelig regulering av muligheten til oversikring. Kredittilsynet foreslår derfor at dagens eksplisitte forbud mot oversikring ikke videreføres i ny forskrift. Dette forslaget er videre forankret i ønsket om i størst mulig grad å fjerne særnorske bestemmelser.

FNH har videre fremført ønske om at bestemmelsen hensyntar behovet for å kunne foreta avdekning av den ”reelle” valutarisikoen knyttet til en investering, og ikke kun den ”nominelle” (f.eks. en investering i et verdipapirfond hvor fondsandelene er denominert i norske kroner, men hvor fondet investerer i andre valutaer uten å valutasikre). FNH ønsker at

selskapet i de tilfelle der fondet selv ikke foretar en avdekning av valutarisiko som samsvarer med de krav som fremkommer i § 13, skal ha anledning til selv å foreta en hensiktsmessig valutasikring knyttet til plasseringen i fondsandeler uten at dette anses som brudd på forbudet mot å ha negative netto finansielle tilgodehavende i en valuta. FNH foreslår derfor at det i denne bestemmelsen benyttes begrepet ”*reelle*” finansielle tilgodehavende. Kredittilsynet anser at dette behovet er ivaretatt gjennom ovennevnte forslag om ikke å videreføre det eksplisitte forbudet mot oversikring.

4.12 Særlige plasseringsbegrensninger for særskilte typer selskaper

Det er i § 10 i gjeldende forskrift fastsatt utvidede plasseringsbegrensninger for særskilt type selskaper. Det er de norske P & I selskapene, Gard og Skuld, selskaper som bare driver forsikring av krigsrisiko til sjøs (Den Norske Krigsforsikring for Skib og Statens Varekrigsforsikring. Disse har det til felles at de ble underlagt forsikringsvirksomhetsloven som følge av EØS avtalen og skadeforsikringsdirektivene. Fordi selskapene tidligere var uregulert fant man å kunne sette de kvantitative begrensningsreglene opp til direktivets minstekrav. I vedlagte utkast til forskrift har Kredittilsynet foreslått at de kvantitative begrensningsregler skal ligge på samme nivå som direktivet og grunnlaget for å ha særregler for de nevnte selskapstyper faller dermed bort forutsatt at Kredittilsynets forslag til begrensningsregler følges opp av Finansdepartementet. På et punkt som gjelder plasseringsbegrensninger på enkeltrisikoe - utsteder/låntaker (forslaget § 3-4) innebærer forslaget isolert sett likevel en innstramning. Kredittilsynet har ikke foreslått å gjennomføre en bestemmelse i direktivet som går ut på at grensen for engasjement med enkeltkunde på gitte vilkår heves til 10 prosent. På den annen side foreslår Kredittilsynet at sikkerhetsavsetningene utover oppfyllelse av minstekravene ikke skal regnes som forsikringsmessige avsetninger i relasjon til kapitalforvaltningsforskriften. Videre foreslås det regler som innebærer at en rekke sentrale eiendelskategorier ikke lenger skal underlegges samme begrensningsregler som den som gjelder for unoterte verdipapirer. På denne bakgrunn ser ikke Kredittilsynet at det er behov for å videreføre særregler for Gard og Skuld og de øvrige selskapene som omfattes av § 10 i gjeldende forskrift.

4.13 Regler for rene reassuranseselskaper

Rådets og Parlamentets direktiv om reassuransevirksomhet ble vedtatt 16. november 2005 (Reassuransedirektivet). Frist for gjennomføring av direktivet er satt til 10. desember 2007. Forsikringsdirektivene og gjeldende kapitalforvaltningsforskrift gjelder ikke for denne type forsikringsselskap forutsatt at selskapene kun driver reassuransevirksomhet. Det er i dag kun to rene norske reassuranseselskaper og de er begge under avvikling. Det er likevel hensiktsmessig å hensynta reassuransedirektivets kapitalforvaltningsregler i forbindelse med revisjon av kapitalforvaltningsregelverket for andre forsikringsselskaper.

Reassuransedirektivets plasseringsregler er gitt i artikkel 34. Artikkel 34 nr. 1 stiller opp en rekke alminnelige forsvarlighets- eller aktsomhetsprinsipper i bokstav a) til e). Prinsippene i bokstav a) til c) og e er dekket av § 3-1 (generelle forsvarlighetskrav) i vedlagte utkast til forskrift. Prinsippet i bokstav b) som stiller et generelt krav til risikospredning inneholder også et krav til måling og overvåkning av risiko. Direktivet fastslår at selskapet skal ha eiendeler som tillater selskapet å treffe egnede tiltak ved endringer i finans og eiendomsmarkedet, eller ved større katastrofer. Videre stilles det krav til at selskapet skal måle virkningen av et irregulært marked, og spre eiendelene slik at risikoen reduseres. Bokstav d) gjelder bruk av derivater. Det er her som i pensjonskassedirektivet, presisert at institusjonen ikke må ta uforholdsmessig stor risiko på motparten, eller uforholdsmessig stor risiko på annen måte ved bruk av derivater. Det legges til grunn at disse krav er dekket ved de bestemmelser i utkastet som gjelder for overvåkning og begrensning av risiko generelt, jf. §§ 2-2 og 3-1 i vedlagte utkast til forskrift.

Reassuransedirektivets hovedprinsipp er at kapitalforvaltningen skal være basert på et alminnelig forsvarlighets- eller aktsomhetsprinsipp (prudent man). Direktivet åpner i artikkel 34 nr. 4 for at hjemlandet kan fastsette tre nærmere angitte kvantitative begrensningsregler gjeldende for reassuranseselskapene. Forutsetningen er også her at reglene er i samsvar med prinsippet om forsvarlig kapitalforvaltning. Kredittilsynet vil foreslå at adgangen til å fastsette rammer for hvor stor eksponering reassuranseselskapet kan ha mot en enkelt utsteder benyttes. Direktivet åpner for en regel om at maksimalt 5 prosent av eiendelene kan være eksponert mot én og samme utsteder, og ikke mer enn 10 pst i flere utstedere som er med i samme gruppe (konsern). Det foreslås at § 3-4 første og annet ledd gjøres gjeldende for reassuranseselskaper. Når det gjelder begrensningsreglen for enkeltrisikoe, har reassuransedirektivet en særregel for plasseringer i flere foretak i samme konsern som de tradisjonelle forsikringsdirektivene ikke har. De regler som er gitt i gjeldende forskrift og utkastet for plasseringer i flere foretak i samme konsern kan derfor ikke gjøres gjeldende for reassuranseforetak.

Direktivet åpner også for at det kan settes begrensning på eksponering i valuta og unoterte verdipapirer. Det vises til de vurderinger som er gjort i forhold til pensjonskassedirektivets tilsvarende regler. Det foreslås etter dette at reassuranseselskapene underlegges bestemmelsene i kapittel 2, de generelle forsvarlighetskrav i § 3-1, § 3-3 fjerde ledd og begrensningen på eksponering på ett og samme foretak § 3-4 første ledd og annet ledd.

4.14 Regler om lokalisering av eiendelene

Regler om lokalisering er fastsatt i forskrift av 2. august 1999 gitt med hjemmel i § 11 i kapitalforvaltningsforskriften. Det følger av forskriften at eiendeler som skal dekke forsikringsmessige avsetninger for risikoer/forpliktelser som består innenfor EØS skal være lokalisert innen EØS. Forskriften gjennomfører artikkel 20 (3) i livsforsikringsdirektivet og

artikkel 17 i tredje skadeforsikringsdirektiv (ny art. 15 nr. 2 i første skadeforsikringsdirektiv).

Kredittilsynets rundskriv nr. 22/99 gir nærmere retningslinjer for hva kravet til lokalisering innebærer. I rundskrivet er det lagt til grunn at lokaliseringskravet må ses på bakgrunn av myndighetenes adgang til og behov for å frata selskapene råderetten over eiendelene når dette er nødvendig for å beskytte forsikringstakernes interesser. Denne adgangen kan bli illusorisk dersom råderetten over eiendelene som skal dekke forsikringsmessige avsetninger befinner seg utenfor jurisdiksjonen til den myndighet som ønsker å gripe inn. Krav til lokalisering må ses i sammenheng med muligheten for en effektiv gjennomføring av sikringslovens regler om offentlig administrasjon, jf. særlig §§ 4–6 og 4–10. Utgangspunktet for tolkning av kravet om lokalisering innen EØS, må være at selskapet og eventuelle rettsetterfølgere (suksessorer) kan realisere eiendelene. Det er lagt til grunn at lokaliseringskravet innebærer at eiendelene må ha tinglig verneting innen EU/EØS, slik at en eventuell tvist om tinglige rettigheter kan avgjøres og gjennomføres for en domstol innen EØS. Kredittilsynet viser til lov 8. januar 1993 nr. 21 om gjennomføring av Luganokonvensjonen om domsmyndighet og fullbyrding av dommer i sivile og kommersielle saker i norsk rett. Artikkel 60 synes å begrense partene til nåværende og fremtidige medlemmer av EØS samt Sveits. USA, Canada, og Australia faller dermed utenfor.

FNH bemerker at lokaliseringskravet rammer, eller skaper usikkerhet rundt, lovligheten av enkelte investeringer som er aktuelle for selskaper, bl.a. eiendoms- og fondsinvesteringer i land som USA, Canada, Sveits og Australia. Det vises til at de aller fleste hedge fond og private equity fond er etablert utenfor EØS-området.

FNH reiser spørsmål om lokaliseringskravet innebærer at eiendomsfond, hedgefond og andre spesialfond må ha forretningssted innenfor EØS, eller om det vil være tilstrekkelig at eiendelseiers bevis/-brev er deponert hos depotmottaker innenfor EØS området. Kredittilsynet bemerker at det ved tolkning av gjeldende lokaliseringsregler er lagt til grunn at "aksjer og andre eierandeler, konvertible obligasjoner, gjeldsbrev, obligasjoner og grunnfondsbevis" tilfredstilte lokaliseringskravet, dersom "verdipapiret er deponert i en finans- eller oppbevaringsinstitusjon i EØS-området, forsikringsselskapet/pensjonskassen har en ubetinget rett til å få de deponerte papirer frigitt og Kredittilsynet kan sperre rådigheten dersom eier av verdipapirene er i økonomiske vanskeligheter. Videre er tilsvarende deponering hos en underdepotmottaker (sub-custodian) utenfor EØS-området ansett tilstrekkelig, dersom hoveddepotmottaker er en finans- eller oppbevaringsinstitusjon i EØS-området. Andeler i fond er ikke spesielt nevnt i Kredittilsynets rundskriv. Det legges imidlertid til grunn at ulike fondsandeler behandles på samme måte som andre finansielle instrumenter.

FNH reiser videre spørsmål ved om lokaliseringskravet innebærer et absolutt forbud mot innskudd i bank uten forretningssted innen EØS, for eksempel en lokal bank i Japan. FNH anfører at det bør være tilstrekkelig at et innskuddsbevis er deponert hos en finansinstitusjon innenfor EØS området. For ordens skyld bemerker Kredittilsynet at lokaliseringskravet kun gjelder for de eiendeler som dekker de forsikringsmessige avsetninger, og bare der risikoen eller forpliktelsen består innenfor EØS. Det fremgår på den annen side klart av rundskrivet at innskudd i bank (eller tilsvarende kredittinstitusjon) bare kan anses lokalisert innenfor EØS dersom banken har forretningssted innen EØS-området. Ut fra formålet med reglene er imidlertid Kredittilsynet enig med FNH i at det bør være tilstrekkelig at innskuddsbeviset er deponert innenfor EØS-området, på en slik måte at innskuddet er tilgjengelig for myndighetene dersom det skulle være behov for å gripe inn overfor selskapet.

For så vidt gjelder fast eiendom fastslår dagens lokaliseringsregler at en fast eiendom må anses lokalisert i den stat eiendommen fysisk befinner seg. FNH reiser spørsmål om hensynet til at selskapet, eller dets rettsetterfølgere skal kunne realisere eiendeler medfører at eiendommen som sådan må befinne seg innenfor EØS. FNH mener det bør vurderes om det er tilstrekkelig med en sikring av tilgang til de dokumenter som gir hjemmel til eiendommen, gjennom deponering hos en finansinstitusjon innenfor EØS-området. FNH viser til det danske regelverk for lokalisering, hvor eiendeler lokalisert utenfor EØS kan anses lokalisert innenfor EØS dersom Finanstilsynet er sikret adgang til å begrense, eller forby selskapet fri rådighet over eiendelen.

Kredittilsynet forutsetter generelt at selskapet oppbevarer hjemmelsdokumenter til de eiendommer selskapet eier på en betryggende måte, og at skjøtet tinglyses eller at tilsvarende registrering gjennomføres. Det må forutsettes at slike rutiner og prosedyrer er på plass uavhengig av i hvilket land eiendommen befinner seg i. Det bemerkes også at investeringer i fast eiendom i utlandet fordrer stor aktsomhet fra selskapets side, uavhengig av om eiendommen ligger innenfor eller utenfor EØS.

Direktivene åpner for at det enkelte land kan lempe på lokaliseringskravet. Med forskriftens økte fokus på at styret i det enkelte selskap er ansvarlig for kapitalforvaltningen kan det reises spørsmål ved om det kan være grunnlag for å åpne for investering i fast eiendom utenfor EØS. Kredittilsynet kan på den annen side ikke se hvordan deponering av skjøte til eiendommen innen EØS, eller en avtale mellom selskapet og Kredittilsynet kan avhjelpe eventuelle jurisdiksjonsbaserte problemer knyttet til salg av eiendommen, eller pålegg som tar sikte på å begrense eller forby selskapets rådighet over eiendommen. Kredittilsynet vil derfor ikke foreslå en lempning av lokaliseringskravet hva fast eiendom angår.

5. SÆRREGLER FOR PENSJONSKASSER

5.1 Plasseringer i det/de foretak som har pensjonsordning i pensjonskassen

Finansdepartementet har i sitt forslag til forskrifter til ny forsikringslov, sendt på høring 3. april 2006, foreslått bestemmelser som tar sikte på å gjennomføre begrensningen i artikkel 18 nr 1 bokstav f) av plasseringer i det eller de foretak som har pensjonsordning i pensjonskassen. Finansdepartementet foreslår også supplerende regler for pensjonskassers adgang til å leie ut en fast eiendom til foretak som har pensjonsordning i pensjonskassen. Forslaget må ses i sammenheng med gjeldende pensjonskasseforskrift som stiller slike begrensninger i § 9. Forslagene er tatt inn i § 4-1 i vedlagte utkast.

Gjeldende pensjonskasseforskrift inneholder langt mer liberale kvantitative begrensninger på pensjonskassens engasjement med foretak som har pensjonsordning i pensjonskassen. Pensjonskassedirektivet åpner for at direktivets regler på dette punkt kan gjøres gjeldende først i 2010. Finansdepartementets forslag er tatt inn i kapittel 4 i vedlagte utkastet til ny kapitalforvaltningsforskrift. Det følger av bestemmelsen at pensjonskassene senest 1. januar 2010 skal ha oppfylt de krav og grenser for en pensjonskasses investeringer i foretak eller annen arbeidsgiver som har pensjonsordning i pensjonskassen. Kredittilsynet foreslår en overgangsregel i § 6-1 slik at begrensningsbestemmelsen som gjelder pensjonskassens engasjement med foretaket i pensjonskasseforskriften § 9 nr. 3 og 4 blir videreført for pensjonskassene i overgangsperioden.

5.2 Forbud mot å oppta lån mv

Artikkel 18 nr 2 inneholder i forlengelsen av virksomhetsbegrensningen i artikkel 7 et forbud mot at en pensjonsinnretning foretar låneopptak. Det er fastsatt et unntak for lån for å dekke midlertidige likviditetsbehov, og et forbud mot at pensjonsinnretningen gir garanti til fordel for tredjemann. Det kan reises spørsmål om forbudet mot låneopptak også stenger for opptak av ansvarlig lån slik som mange norske pensjonskasser har i dag. EU-kommisjonen har lagt dette til grunn. Banklovkommisjonen og også Finansdepartementet har i utkast til forskrifter til forsikringsvirksomhetsloven lagt til grunn at en slik tolking ikke kan være holdbar. Det vises i denne sammenheng til følgende uttalelse i Banklovkommisjonens utredning:

Direktivet artikkel 17, som fastsetter kapitalkrav for pensjonsinnretninger (krav til «own funds»), viser til livsforsikringsdirektivets bestemmelser om beregning av solvensmargin og hvilke eiendeler som kan benyttes til å dekke kravet til solvensmarginkapital. Forbudet mot låneopptak kan imidlertid neppe omgås ved opptak av ansvarlig lån i større utstrekning enn det som er naturlig av hensyn til kapitalkravet for pensjonsinnretningen. Opptak av ansvarlig lån krever dessuten samtykke fra Kredittilsynet

Kredittilsynet er enig i det standpunkt Finansdepartementet har tatt, og har lagt bestemmelsen i høringsutkastet inn som § 4-2 i vedlagte utkastet til ny kapitalforvaltningsforskrift.

6. FORVALTNING AV MIDLER I INVESTERINGSVALGSPORTEFØLJEN

6.1 Dagens kapitalforvaltningsregler for investeringsvalgsløsninger

Kravene til investeringsporteføljen i *livsforsikring med investeringsvalg* (Unit-linked forsikringer) finnes i dag i kapitalforvaltningsforskriften kapittel 3. Forskriften § 15 fastslår at forsikringskontrakter og pensjonskonti med investeringsvalg kan tilordnes følgende eiendeler som forsikringsselskapet eier:

- Andeler i verdipapirfond
- Andeler i en særskilt investeringsportefølje
- Bankinnskudd, kontanter og andre likvider

For så vidt gjelder den særskilte investeringsporteføljen fastslår § 16 at den skal være satt sammen etter spredningsreglene i verdipapirfondloven så langt de passer.

I tillegg til kapitalforvaltningsforskriften inneholder både lov 24.11.2000 nr. 81 om innskuddspensjon i arbeidsforhold (innskuddspensjonsloven) § 3-4 og lov 24.3.2000 nr. 16 om foretakspensjon i arbeidsforhold (foretakspensjonsloven) § 11-4 regler om sammensetning av investeringsporteføljen i pensjonsordninger med investeringsvalg. Disse bestemmelsene har følgende likelydende ordlyd:

(1) En investeringsportefølje kan bestå av

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

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

Reglene for sammensetning av investeringsporteføljen for disse ordningene er således i det alt vesentlige identiske med kapitalforvaltningsforskriftens regler, og er laget etter mønster fra denne.

I en rendyrket forsikring og/eller pensjonsordning med investeringsvalg har *kunden* investeringsrisikoen og ikke selskapet. Regler om sammensetning av investeringsporteføljen, må derfor, i alle tre regelverk, sies å være basert på *kundevernhensyn* og ikke på soliditetshensyn. Det må derfor med rette kunne sies at reglene har karakter av å være *produktregler*, som dermed ikke faller inn under den enerett hjemstaten har til å regulere

finansielle forhold etter livsforsikringsdirektivet og pensjonskassedirektivet. Mens *pensjonslovene* gjelder for både for norske og utenlandske pensjonstilbydere, gjelder imidlertid kapitalforvaltningsforskriftens regler kun for norske livsforsikringsselskap og pensjonsforetak. Kredittilsynet reiser spørsmål om det, i hvert fall for de skattefavouriserte ordningene, hadde vært mer hensiktsmessig å fastsette produktkravene i skatteforskriften slik at de kunne gjøres gjeldende for alle tilbydere i markedet. En slik endring ligger imidlertid utenfor mandatet for denne utredningen og behandles ikke ytterligere.

Kredittilsynet har også vurdert om regelverket for investeringsvalg i kapitalforvaltningsforskriften, ut fra konkurransesituasjonen for norske foretak, bør være mer liberalt enn de regler som gjelder for investeringsvalget i pensjonslovgivningen. Kredittilsynet har imidlertid kommet til at det ikke foreligger grunn til å ha ulike regler for pensjonsordninger som reguleres av pensjonslovene, og forsikringer med egen investeringsportefølje som reguleres av kapitalforvaltningsforskriften. Kredittilsynet kan ikke se annet enn at de samme kundevern hensyn vil gjøre seg gjeldende i begge regelsett. Dette hensynet må veie tyngst. Kredittilsynet har på denne bakgrunn ikke funnet grunnlag for å foreslå løsninger som innebærer at reguleringen av investeringsvalgløsninger etter kapitalforvaltningsforskriften og pensjonslovene skiller lag. Kredittilsynet antar imidlertid at de endringer som foreslås for sammensetningen av den særskilte investeringsporteføljen vil lette konkurransesituasjonen for de norske selskapene. Det vises til behandlingen under avsnitt 6.3 nedenfor.

På grunn av den nære sammenheng mellom investeringsvalsreglene i pensjonslovene og i kapitalforvaltningsforskriften vil Kredittilsynet, selv om høringen ikke gjelder foretaks- og innskuddspensjonsloven, foreslå endringer i regelverket for sammensetning av porteføljene også i pensjonslovene. FNH har også understreket at de endringsbehov som kommer til uttrykk i deres innspill til arbeidet fremstår som vel så akutte for ordningene som følger pensjonslovgivningen. Dette gjelder blant annet behovet for å la eiendomsinvesteringer inngå som aktiva i porteføljen.

Det har vært reist spørsmål om reglene for sammensetning av investeringsporteføljen burde tas ut av pensjonslovene og isteden gjøres til gjenstand for forskriftsregulering, enten ved en henvisning til kapitalforvaltningsregelverket eller i en egen forskrift. FNH foreslår en løsning etter dette mønsteret, blant annet ut fra at kapitalforvaltningsfaget som sådan endrer seg suksessivt, slik at en relativt tungrodd lovendringsprosess er mindre egnet enn rammelovgivning med forskriftfastsettelse av nærmere regler. Kredittilsynet har i dette forslaget dels lagt opp til en slik løsning. Kredittilsynet er enig i at kapitalforvaltningsregelverket er av en slik karakter at det er påregnelig at en fra tid til annen vil se behov for å gjøre endringer. En oppdatering av reglene bør imidlertid legges opp slik at dynamikken knyttes til regelverket løsningene hviler på, nemlig regelverket knyttet til

forvaltningen av verdipapirfond og for sammensetningen av den særskilte investeringsporteføljen. Kredittilsynet ser likevel også fordeler forbundet med at sentrale regler for innskuddspensjon og ytelsespensjon kan gjenfinnes i disse to lovene selv.

De endringene Kredittilsynet foreslår krever imidlertid også endringer i pensjonslovene.

6.2 Særskilt om alternativet verdipapirfond

Etter dagens regler fastslår alle tre regelsett at en investeringsportefølje kan inneholde *andeler i verdipapirfond*. I praksis plukker institusjonen en portefølje av fond som kunden selv kan velge blant. Ordlyden i bestemmelsene inneholder ingen ytterligere spesifisering av hvilken type fond som kan inngå i ordningen. Det må imidlertid uten videre kunne legges til grunn at UCITS-fond kan tilordnes pensjonskapitalen. Dette må gjelde både norskbaserte fond, og UCITS-fond som er meldt grensekryssende inn til Norge. Et annet spørsmål er om fond som har avvikende investeringsbegrensninger, såkalt nasjonale fond, kan inngå i investeringsporteføljen. Etter dagens regler er løsningen på dette spørsmålet ikke åpenbart. For så vidt gjelder pensjonslovene gir ikke forarbeidene noe klart svar på dette spørsmålet. Mulige føringer ligger i forarbeidenes kommentarer til sammensetningen av den *særskilte investeringsporteføljen* hvor det i Ot.prp. nr. 71 (1999-2000) på s. 64 heter at:

"Bestemmelsen innebærer krav om diversifisering av investeringsporteføljer, og svarer til de regler som gjelder ved sammensetning av porteføljer i verdipapirfond, bl.a. sikrer henvisningen i verdipapirfondloven §§ 4-6 til 4-7 at porteføljen minimum vil bestå av syv [sic.] ulike plasseringer."

Uttalelsen kan tyde på at lovgiver ved forberedelsen til innskuddspensjonsloven hadde UCITS-fond for øyet. Det har således neppe vært meningen at ethvert fond skulle kunne inngå. Kredittilsynet legger imidlertid til grunn at så vel forskriftsteksten som lovteksten er klar, og at forarbeidenes uklare uttalelser samt reelle hensyn gir for dårlig legislativt grunnlag for en innskrenkende tolkning av bestemmelsene. På denne bakgrunn fremmer Kredittilsynet forslag om at bestemmelsene i alle tre regelsett endres, slik at det klart fremgår hvilke fond som kan benyttes i investeringsvalgsløsningene.

En rekke fond som tilbys i medhold av verdipapirfondloven, men som har enkelte unntak fra spredningsreglene, kan utgjøre naturlige fond i en investeringsportefølje. Pengemarkedsfond tilfredsstiller sjelden kravene til UCITS-fond, idet instrumentene i porteføljen sjelden er notert. Statsobligasjonsfond vil kunne være UCITS-fond selv om det kun er investert i obligasjoner utstedt av en og samme stat, under forutsetning at investeringen spres på minst seks ulike utstedelser, og maksimalt 30 prosent plasseres i en og samme utstedelse. En rekke obligasjonsfond vil imidlertid ikke være UCITS-fond, fordi det i den aktuelle staten fondet er investert i ikke finnes tilstrekkelig mange utstedelser til å oppfylle kravet. Slike fond er

imidlertid ansett som like ”trygge” som UCITS-fond, og burde kunne benyttes som underliggende fond. Uttalelsene i forarbeidene gir, slik Kredittilsynet ser det, ikke grunnlag for å anta at det har vært meningen å unnta denne typen fond.

Dersom det *verken* stilles krav om at fondet skal være tillatt markedsført i Norge, *eller* stilles krav om plasseringsbegrensninger som i UCITS-fond, vil imidlertid fondene som tilbys i realiteten kunne bli meget lite diversifisert. Spesialfond med sterkt avvikende investeringsstrategier, som hedgefond, vil videre kunne inngå i porteføljen uten at det samtidig stilles krav om minste antall fond i porteføljen, eller krav om maksimumsinvesteringer i ett fond. På bakgrunn av ovenstående legger Kredittilsynet til grunn at dette neppe har vært lovgivers hensikt. Kredittilsynet bemerker at spesialfond pr i dag ikke kan markedsføres i Norge. Det reiser seg dermed spørsmål om fond som på grunn av kompleksitet og potensielt risikonivå ikke tillates markedsført i det norske massemarkedet for fondsparings bør kunne inngå som et direkte valg når det legges under en pensjons- eller ”livforsikringsparaply”. Kredittilsynet har i dette forslaget lagt opp til at slike fond *ikke* bør tillates som et direktevalg for kunden. Dersom regulering knyttet til spesialfond innføres i verdipapirfondloven bør det i denne sammenheng vurderes å innføre adgang til å investere i slike fond også i investeringsvalgsløsninger. Slik Kredittilsynet ser det er det i så fall naturlig å lage regulering med egne plasseringsgrenser for slike fond etter mønster fra reglene for kollektivporteføljen. Det vises til avsnitt 4.9 ovenfor.

Etter forslaget vil fond som er opprettet i medhold av verdipapirfondloven, og fond som er tillatt markedsført i Norge, kunne benyttes i en investeringsportefølje. Dette vil omfatte norske og utenlandske UCITS-fond, samt norske nasjonale fond og utenlandske nasjonale fond som har fått tillatelse til markedsføring i Norge.

Kredittilsynet ble i 2003 bedt om å vurdere regelverket i pensjonslovene i lys av endringsdirektivene til UCITS-direktivet, som ga UCITS-fond økt mulighet for bruk av risikoøkende derivatstrategier. Forslag til regulering var på høring i 2004. Kredittilsynet har lagt til grunn at departementet etter høringsrunden ikke fant grunn til å fastsette ytterligere regulering på dette området. De aktuelle fondene har nå vært på markedet i flere år. Erfaringene tilsier heller ikke at det er grunnlag for å ta forslaget opp igjen. Kredittilsynet bemerker at UCITS-fond generelt er vurdert som fond som kan tilbys massemarkedet. Kredittilsynet legger til grunn at kunder i pensjons- og livsforsikringsordninger bør kunne tilbys fond beregnet på dette markedet. Kredittilsynet bemerker også at det er institusjonen som tilbyr de ulike investeringsvalgsløsningene, som treffer valg om hvilke fond kunden kan velge mellom innenfor ordningen. Slik Kredittilsynet ser det påhviler det institusjonen et ansvar for å tilby fond med en risikoprofil som er forsvarlig i forhold til at det er pensjons- og livsforsikringsmidler det er tale om. Risikoen ved bruk av derivater er en av mange risikoer ved fondsforvaltning. For eksempel vil et bransjefond kunne være vesentlig mer risikopreget

enn et fond med en derivatstrategi som følger endringsdirektivene til UCITS. Å legge ytterligere regulering på fond som innenfor UCITS-paraplyen benytter derivater kan således synes som noe tilfeldig regulering.

6.3 *Den særskilt investeringsporteføljen*

I alle tre regelsett fremgår det at selskapet kan tilby andeler i en særskilt investeringsportefølje satt sammen etter retningslinjer fastsatt av selskapet/institusjonen, og i samsvar med verdipapirfondlovens spredningsregler så langt de passer. Kredittilsynet har i tokningspraksis tatt utgangspunkt i de aktuelle reglene i verdipapirfondloven. Det er lagt til grunn at de særskilte investeringsporteføljene er å betrakte som "interne verdipapirfond" og at reglene i verdipapirfondloven gir rammer for hvilke retningslinjer som kan fastsettes av selskapet. Kredittilsynet har imidlertid ikke noen totaloversikt over hvordan selskapene har satt sammen disse porteføljene, herunder i hvilken grad verdipapirfondlovens regler er fraveket. Det bemerkes at "så langt det passer" regulering erfaringsmessig er beheftet med stor usikkerhet.

Bestemmelsen har imidlertid vist seg å reise spørsmål i to retninger. For det første er det reist spørsmål om verdipapirfondlovens spredningsregler er de mest hensiktsmessige plasseringsreglene som kan anvendes ved plassering av pensjonsmidler og midler i livsforsikringskontrakter. For det annet er det reist spørsmål om hvilken adgang den enkelte kunde skal ha til å bestemme innholdet i den særskilte investeringsporteføljen. Det siste spørsmålet behandles først.

6.3.1 *Bør det åpnes adgang til å opprette individuelle særskilte investeringsporteføljer hvor kunden treffer beslutningen om enkeltinvesteringer i porteføljen*

Kredittilsynet har både i tilknytning til innskuddspensjonsloven og i forbindelse med kapitalforvaltningsforskriften §§ 15 og 16 mottatt en rekke henvendelser som indikerer at flere aktører legger til grunn at bestemmelsene om den særskilte investeringsporteføljen ikke er til hinder for at slike porteføljer opprettes på individuelt nivå og slik at den enkelte kunden velger enkeltplasseringene, så lenge selskapet oppretter retningslinjer for plasseringene som tilfredsstiller spredningskravene i verdipapirfondloven, samt tekniske løsninger som sikrer at nødvendig diversifisering opprettholdes.

Lov/forskriftsteksten er så langt Kredittilsynet kan se ikke entydig til hinder for en slik løsning. I kapitalforvaltningsforskriften § 16 heter det således at "Forsikringsselskapet skal ha retningslinjer for sammensetning og forvaltning av den enkelte investeringsportefølje". I pensjonslovene heter det at "En særskilt investeringsportefølje sammensettes etter retningslinjer fastsatt av institusjonen".

For så vidt gjelder innskuddspensjonsloven og foretakspensjonsloven mener imidlertid Kredittilsynet at forarbeidene gir klare indikasjoner på at det ikke har vært meningen at

kunden fritt skal kunne velge enkeltplasseringer i den særskilte investeringsporteføljen. I Ot. pr. 71 (1999-2000) på s. 55 fremgår det således at utvalget ser det "som grunnleggende at alderspensjonskapitalen ikke skal forvaltes av det enkelte medlem i pensjonsordningen, men av en ansvarlig institusjon."

På s. 63 i proposisjonen heter det videre at:

"En investeringsportefølje etter utkastet § 3-5 bokstav b vil i praksis tilsvare andeler i verdipapirfond tilbud av forsikringsselskaper. Slike porteføljer vil også ha mye til felles med andeler i de verdipapirfond som tilbys av forsikringsselskaper under IPA-ordningen, jf. forskrift om forsikringsselskapers kapitalforvaltning av 23. april 1997 nr. 377 § 15. Utvalget mener at slike investeringsporteføljer også bør kunne inngå i innskuddsordninger. Et forsikringsselskap med investeringsvalg kan ha en eller flere investeringsporteføljer, og skal ha retningslinjer for sammensetning og forvaltning av den enkelte investeringsportefølje. ... Bestemmelsene om forvaltning av verdipapirfond i verdipapirfondloven skal gjelde så langt de passer for investeringsporteføljer. Regler for diversifisering skal også være som følger av lover og forskrifter som gjelder for institusjonen, for eksempel knyttet til minste antall investeringsobjekter i et enkelt fond mv. "

Slik Kredittilsynet ser det fremgår det av disse forarbeidene at det, i hvert fall i pensjonslovene, ikke har vært lovgivers hensikt at valg av enkeltinvesteringer i en særskilt investeringsportefølje kan overlates til den enkelte kunde. Kredittilsynet bemerker at også reelle hensyn taler mot en slik løsning. Riktig nok er det slik at dagens tekniske løsninger vil kunne håndtere diversifiseringskravene på individuelt nivå. Kredittilsynet antar imidlertid at reglene har et videre siktemål enn kun å sikre at spredningskravene oppfylles, nemlig å sikre et minimum av investeringskompetanse hos den som setter sammen porteføljen. Både forvaltningsselskap for verdipapirfond og forsikringsselskap driver konsesjonspliktig virksomhet hvor sentrale elementer er at selskapet skal besitte kompetanse som setter dem i stand til å utføre forvaltningsoppdraget på en betryggende måte. Overlates utvelgelsen av enkeltinvesteringer til kunden, altså arbeidstager/arbeidsgiver/forsikringstager forlates det sentrale utgangspunktet som er gitt i at kun utvalgte ansvarlige institusjoner tiltros forvaltningen av pensjonsmidlene.

For så vidt gjelder investeringsvalgsordningene som følger kapitalforvaltningsforskriftens kapittel 3, har det i den senere tid dukket opp utenlandske aktører som tilbyr løsninger hvor kunden i individuelle livsforsikringskontrakter på fritt grunnlag velger sammensetningen av den særskilte investeringsporteføljen. Ordningene markedsføres som sparing i verdipapirmarkedet hvor det fremtredende elementet er at kunden innenfor rammen av unit-likedløsningen "slipper" realisasjonsgevinster ved endring av sin individuelle portefølje, men har full frihet med hensyn til valg av investeringer som inngår i porteføljen. Det stilles heller

ikke spredningskrav. I realiteten tilbys kunden å "ta med seg" egen verdipapirportefølje inn i forsikringsordningen, og selv forvalte denne eventuelt med rådgivning fra selskapet. Kredittilsynet har fått opplyst at de norske selskapene, som ikke har adgang til å tilby tilsvarende ordninger, i betydelig grad mister store og formuende kunder til de aktuelle utenlandske aktørene. Kredittilsynet bemerker imidlertid at reglene for sammensetning og forvaltning av midler i livsforsikring med investeringsvalg er motivert ut fra ønske om å skape sikkerhet for kundens midler, altså kundevern hensyn. De hviler således på et annet fundament enn soliditetsbetraktningene som ligger til grunn for kapitalforvaltningsreglene i ordinære forsikringsløsninger. Riktignok vil det også innenfor disse ordningene være kunder med betydelig investeringskompetanse, slik tilfelle også er for eksempel ved sparing i verdipapirfond. Dette er imidlertid primært produkter for massemarkedet, med og uten skattefavorisering, og slik at personer som ellers ikke har pensjons- og forsikringsordninger gjennom arbeidsgiver får tilgang på slike. Dette gjelder for eksempel IPA ordningene. Kredittilsynet bemerker at en løsning der kunden gis adgang til å sette sammen og forvalte egen investeringsportefølje bryter med den opprinnelige forutsetningen, som var å gi forsikringsselskapene adgang til å tilby "interne fond". En løsning som gir adgang til å overlate den konkrete utvelgelsen av enkeltpapirer til kunden selv, og som ikke stiller krav om risikospredning, bryter med den grunnleggende tankegangen ved utforming av reglene, og vil gå på bekostning av å sikre et fornuftig gulv for så vidt gjelder sikkerheten i ordningen for det store flertall av kunder. Kredittilsynet vil ut fra ovennevnte ikke legge opp til at kunden på individuelt grunnlag skal kunne sette sammen og forvalte den særskilte investeringsporteføljen.

Hvorvidt det ut fra konkurransemessige aspekter skal lages særregler som er spesialtilpasset mer profesjonelle kunder som ut fra ønske om å slippe realisasjonsbeskatning velger å flytte verdipapirporteføljen sin inn i et forsikringsselskap er et spørsmål som eventuelt må gjøres til gjenstand for en egen vurdering.

6.3.2 Nærmere om reglene for sammensetning av den særskilte investeringsporteføljen

Ytelsesbasert pensjonsordning kan kun opprettes i forsikringsselskap eller pensjonskasse, mens en innskuddsordning kan opprettes i bank, forsikringsselskap, pensjonskasse eller forvaltningsselskap for verdipapirfond. At flere institusjoner har adgang til å tilby innskuddsordninger innebærer imidlertid ikke at alle institusjonene kan tilby alle typer forvaltning eller produkter som ligger i ordningen. Kredittilsynet antar at bare forsikringsselskap og pensjonskasser har adgang til å tilby en særskilt investeringsportefølje satt sammen av institusjonen. Dette beror på at forvaltningen skjer for regning av kunden, og dermed krever konsesjon som verdipapirforetak for å drive aktiv forvaltning etter verdipapirhandellovens regler. Verdipapirforetak er ikke blant de foretak som kan tilby tjenestepensjonsordninger. Reglene om sammensetning av den særskilte investeringsporteføljen har således pr. i dag størst betydning for forsikringsselskap.

FNH har tatt til orde for at reglene for sammensetning av den særskilte investeringsporteføljen i størst mulig grad bør samsvare med reglene som gjelder for forvaltningen av kollektivporteføljen. Kredittilsynet tar ved drøftelsen av dette spørsmålet utgangspunkt i pensjonsordninger med investeringsvalg, og hensynene som kan tenkes å begrunne veivalg i dette regelverket. En slik løsning innebærer at den særskilte investeringsporteføljen vil kunne inneholde flere investeringsalternativer enn for eksempel verdipapirfond. Løsningen vil slik sett kunne sette forsikringsselskap og pensjonsforetak i en heldigere konkurransemessig situasjon enn forvaltningsselskap og banker. Kredittilsynet er imidlertid enig med FNH i at hensynet til konkurransen mellom de ulike tilbyderne av pensjonsordninger med investeringsvalg ikke bør tillegges slik vekt at det blir til hinder for at reglene for forvaltning av midlene utformes på en måte som ivaretar den pensjonsberettigetes interesser på en best mulig måte. Det overordnede hensyn må således være å skape et regelverk som på best mulig måte sikrer hensiktsmessig forvaltning av pensjonsmidlene tatt hensyn til så vel risiko i forvaltningen som avkastning.

Fra FNHs innspill til kapitalforvaltningsregelverket hitsettes:

”FNH mener det er behov for å endre og tilpasse rammene for hvilke typer investeringsvalg som kan foretas i investeringsvalgporteføljen, slik [at] 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 risikoreducerende 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 investeringsvalgløsninger 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 konkursrisiko 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 fluktuasjoner i avkastningen for at dette skal bli et attraktivt produkt. For å kunne unngå slike store fluktuasjoner 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 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.”

Kredittilsynet er enig med FNH i at målsetningen for forvaltningen av pensjonsmidler uavhengig av pensjonsordningens nærmere beskaffenhet til syvende og sist vil være den samme; nemlig å forvalte midlene på en sikker og god måte. Dagens regler for forvaltning av den særskilte investeringsporteføljen skal følge spredningsreglene i verdipapirhandeloven ”så langt de passer”. Begrunnelsen for dette valget fremgår av forarbeidene til innskuddspensjonsloven. I Ot. prp. 71 (1999-2000) s. 63 heter det således at ”Hensikten med kravet om at det er andeler i ulike fond m.v. som skal inngå i porteføljen, er å oppnå en obligatorisk mistegrad av spredning av risiko, dvs. diversifisering, i den enkelte portefølje”. Tilsvarende diversifisering av den særskilte investeringsporteføljen oppnås imidlertid også hvis regelverket for kollektivporteføljen legges til grunn. Det vises til utkastet § 3-4 som fastslår at et selskap ikke kan eie verdipapirer utstedt av en enkelt utsteder, eller ha fordringer på en enkelt debitor som til sammen utgjør mer enn 5 prosent av selskapets forsikringsmessige avsetninger. I motsetning til regelverket for kollektivporteføljen gir imidlertid *ikke* spredningsreglene i verdipapirfondloven noe vern mot markedsrisiko. Etter disse spredningsreglene vil det således være fullt mulig å plassere alle midler i mer eller mindre smale bransjefond, for eksempel teknologifond, så lenge kravene om minste antall utstedere er fulgt. Det må således legges til grunn at plasseringsreglene i verdipapirhandeloven gir et svakere vern av pensjonskapitalen enn reglene for forvaltning av kollektivporteføljen. I motsetning til spredningsreglene i verdipapirfondloven er plasseringsreglene som gjelder for kollektivporteføljen laget særlig med tanke på å forvalte kapital som skal dekke langsiktige pensjonsforpliktelser. En investeringsportefølje satt sammen etter disse reglene vil kunne innholde flere typer investeringer som i utgangspunktet ikke kan inngå i en portefølje satt sammen etter verdipapirfondlovens regler, blant annet fast eiendom.

For så vidt gjelder eiendomsplasseringer har både FNH, NPF og Banklovkommisjonen uttalt at fast eiendom er et investeringsalternativ som bør kunne inngå også i en særskilt investeringsportefølje i innskuddsbaserte pensjonsordninger. Slike investeringer har egenskaper som gjør dem godt egnet til å inngå i en portefølje som er myntet på langsiktig pensjonssparing. Det er selvsagt mulig å lage en løsning som hviler på verdipapirfondlovens spredningsregler hvor eiendom tas inn som en egen investeringskategori. Omtrent de samme argumentene som kan anføres for å tillate fast eiendom i en særskilt investeringsportefølje kan imidlertid anføres for å tillate andre investeringsalternativer som er tillatt i kollektivporteføljen også i en særskilt investeringsportefølje.

Som utredningen over viser vil særskilte investeringsporteføljer bare kunne tilbys av forsikringsselskap og pensjonsforetak. Det vil være selskapet, og ikke den enkelte kunde som har ansvaret for å sette sammen og forvalte porteføljen. Det legges til grunn at den investeringskompetanse og de risikostyringssystemer som er tilgjengelige i selskapet også vil være tilgjengelig ved sammensetningen av en særskilt investeringsportefølje i investeringsvalgløsningene. Selskapet vil dessuten være underlagt alminnelige krav til forsvarlig kapitalforvaltning. Dette innebærer at selskapet ved sammensetning av de særskilte investeringsporteføljene vil måtte ta hensyn til egen kompetanse og evne til å analysere og styre risiko. Kunden vil innenfor denne rammen kunne velge mellom særskilte investeringsporteføljer satt sammen av selskapet, men vil ikke kunne velge enkeltinvesteringer i porteføljen. Slik Kredittilsynet ser det vil en løsning der den særskilte investeringsporteføljen forvaltes etter reglene som gjelder for kollektivporteføljen gi mulighet for forvaltning av pensjonsmidlene som er både bedre, sikrere og mer velegnet enn spredningsreglene i verdipapirfondloven. Reglene for forvaltning av kollektivporteføljen er imidlertid skrevet for å utgjøre en helhet. En løsning der enkeltelementer tas inn som et supplement til spredningsreglene i verdipapirfondloven vil neppe utgjøre en bedre løsning sett fra kundens side enn om mulighetene som ligger i at hele regelverket tas i bruk.

Selv om *selskapets* forpliktelse i en investeringsvalgløsning kun er å levere resultatet av kapitalforvaltningen slik det til enhver tid foreligger, og selskapskapitalen slik sett ikke utsettes for risiko, er det vanskelig å se at en ved forvaltning av særskilte investeringsporteføljer for pensjonsordninger med investeringsvalg ikke har behov for samme aktivaklasser som ved ordinær forvaltning.

Kredittilsynet fremmer på denne bakgrunn forslag om at den særskilte investeringsporteføljen i pensjonslovene skal settes sammen etter de reglene i kapitalforvaltningsforskriften som gjelder for sammensetningen av kollektivporteføljen.

Som nevnt under avsnitt 6.1 har Kredittilsynet vurdert om plasseringsreglene for pensjonsordninger med investeringsvalg etter pensjonslovene og investeringsvalgløsningene etter kapitalforvaltningsforskriften bør skille lag. Selv om formålet med sparingen i unit-linked forsikringer er mindre tydelig enn i pensjonslovene mener Kredittilsynet at det er mer som forener enn som skiller. Kredittilsynet kan ikke se klare grunner til å avskjære selskapene mulighet for å tilby særskilte investeringsporteføljer etter tilsvarende mønster også etter kapitalforvaltningsforskriftens regler.

6.4 Krav til forsvarlig kapitalforvaltning i forsikring med særskilt investeringsportefølje.

Kredittilsynet har i tolkningspraksis lagt til grunn at det alminnelige krav til forsvarlig kapitalforvaltning i loven også gjelder for *livsforsikring med investeringsvalg*. Innholdet i

kravet må imidlertid bli noe annerledes i forsikring der forsikringsselskapet ikke har investeringsrisikoen.

For så vidt gjelder fondsalternativene er det som nevnt institusjonen som tilbyr investeringsvalgsordningen som plukker ut den portefølje av fond som kan inngå i ordningen, mens kunden igjen kan velge blant de fondene institusjonen har plukket ut. Kredittilsynet legger til grunn at den enkelte institusjon har et ansvar for å vurdere hvilke fond som er egnet til å inngå i ordningen og treffer valg som ut fra denne vurderingen er forsvarlig.

For så vidt gjelder de særskilte investeringsporteføljene vil det være selskapet, og ikke den enkelte kunde, som har ansvaret for å sette sammen og forvalte porteføljen. Det legges til grunn at den investeringskompetanse og de risikostyringssystemer som er tilgjengelige i selskapet også vil anvendes ved sammensetningen av en særskilt investeringsportefølje i investeringsvalgløsningene. Det alminnelige krav til forsvarlig kapitalforvaltning innebærer at selskapet ved sammensetning av de særskilte investeringsporteføljene må ta hensyn til egen kompetanse og evne til å analysere og styre risiko.

I tillegg til kravet til forsvarlig kapitalforvaltning i lovens § 6-6 vil Kredittilsynet trekke frem en viktig bestemmelse i lovens § 9-7 om inndeling av forvaltningskapitalen. Loven presiserer således at ved valg av eiendeler til de forskjellige porteføljer, og ved endring av sammensetningen av porteføljer, skal selskapet overholde krav til god forretningsskikk og sørge for at det ikke skjer urimelig forskjellsbehandling av kunder. Selskapet skal ha retningslinjer for valg av eiendeler og endring av porteføljer for å unngå at det oppstår interessekonflikter mellom kunder og kunde grupper, eller mellom kunder og selskapet. I tilfelle av interessekonflikt mellom kunder og selskapet skal hensynet til kundene gå foran.

6.5 Nærmere om rådgivnings- og informasjonsplikten overfor kunden

En adekvat og aktsom rådgivning overfor kunden må også sies å være et viktig aspekt av forsvarlighetskravet. Etter gjeldende forskrift plikter selskapet som et minimum å gi kunden tilstrekkelige opplysninger om forsikringskontrakten til at forsikringstakeren skal kunne foreta en velfundert vurdering av avtalen. Det kreves bl.a. at det på en tydelig måte må fremgå av forsikringsavtalen at forsikringens ytelser avhenger av verdi og avkastning på de tilordnede eiendelene, og at 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. Det må kunne forventes at selskapet gir råd som er tilpasset kundens behov herunder om kunden faller innenfor massemarkedet, eller må kunne anses som en profesjonell kunde.

Kredittilsynet foreslår at selskapets plikt til å gi kunden opplysninger etter forskrift 28. juli 1994 nr. 750 om prospekt for verdipapirfond § 3 nr. 2 for fond som inngår i porteføljen

videreføres. Bestemmelsen forutsettes å få anvendelse på de verdipapirfond kunden kan velge skal inkluderes i kundens investeringsportefølje, og dessuten for de særskilte investeringsporteføljer som selskapet selv setter sammen. I sistnevnte tilfelle må forskriften anvendes så langt det er mulig. Kredittilsynet foreslår at det presiseres at selskapet kan begrense seg til å gi disse detaljerte opplysninger etter anmodning fra kunden forutsatt at selskapet gir kunden informasjon om retten til å be om forenklet prospekt. Det vises bl.a. til at selskapet minst skal gi forsikringstaker halvårlig opplysninger om forsikringskontraktens verdiutvikling. Kredittilsynet ser ikke behov for at selskapet skal gi mer detaljerte prospektopplysninger til andre enn dem som ønsker å få denne informasjon. Det foreslås også at opplysningene om forenklet prospekt kan gis på engelsk.

Kapittel 11 i FAL med tilhørende forskrift av 5. mai 1995 (§ 3 og § 5) om opplysningsplikt for avtaler om livsforsikring, inneholder også rådgivnings- og opplysningspliktsbestemmelser som gjelder for livsforsikringsavtaler med særskilt investeringsportefølje. Begrepsbruk og innfallsvinkel er noe annerledes i dette regelverk som gjennomfører artikkel 36 og vedlegg III til livsforsikringsdirektivet, men Kredittilsynet legger til grunn at de krav som er satt i FAL med tilhørende forskrift, i hovedsak også er dekket av § 5-3 i vedlagte forskrift.

Kapitalforvaltningsforskriftens informasjonskrav må imidlertid antas å kreve en del mer detaljerte opplysninger enn de krav som følger av direktivet og FAL og det gjelder særlig gjennom henvisningen til forskriften om forenklet prospekt.

Kapitalforvaltningsforskriften gjelder bare norske forsikringsselskap. Kredittilsynet reiser spørsmål om § 5-3 helt eller delvis ikke bør gjøres gjeldende for utenlandske livsforsikringsselskap og pensjonsforetakene både av hensyn til kunder og ut fra konkurransehensyn. Det kan gjøres ved å ta inn bestemmelsen i forskrift om opplysningsplikt for avtaler om livsforsikring (fastsatt i medhold av FAL § 11-4) som gjelder norske og utenlandske livsforsikringsselskap og som må kunne gjøres gjeldende for norske og utenlandske pensjonskasser som driver livsforsikring. Et alternativ vil være å gjøre bestemmelsen gjeldende gjennom forskriften om utenlandske forsikringsselskap og pensjonsforetak med hovedsete innen EØS. Tilsvarende spørsmålstillings kan reises i forhold til forvaltningsselskap mv som kan tilby innskuddspensjonsordninger med investeringsvalg.

FAL med tilhørende forskrift gjennomfører artikkel 36 og vedlegg III i livsforsikringsdirektivet. Livsforsikringsdirektivet setter en skjønnsbestemt begrensning på adgangen til å gjøre informasjonspliktsregler som ikke direkte følger av artikkel 36 og vedlegg III til direktivet, som gjelder i forhold til så vel norske som utenlandske livsforsikringsselskaper med hovedsete innen EØS. Det heter i artikkel 36 at medlemsstaten hvor forpliktelsen består ikke kan kreve at selskapene gir opplysninger utover de som er anført i bilag III i direktivet med mindre slike opplysninger er nødvendig for at forsikringstakeren skal kunne forstå de vesentlige elementer i den forsikringsavtale han/hun

har inngått. Kredittilsynet vil anta at § 5-3 i vedlagte utkast vil kunne oppfylle dette kriteriet. Det vises til at kravene som stilles er sammenfallende med krav satt for forvaltningsselskap som tilbyr verdipapirfond til massemarkedet. De detaljerte informasjonskravene dessuten kan gis på engelsk til de kunder som ber om det.

Kredittilsynet ser behov for å tilpasse og samordne §§ 3 og 5 relatert til forsikring med særskilt investeringsportefølje i forskrift 5. mai 1995 om opplysningsplikt for avtaler om livsforsikring og § 5-3 i pensjonskasseforskriften. Kredittilsynet tar sikte på å se nærmere på hvordan dagens opplysningspliktsregler kan samordnes og forenkles bedre i løpet av inneværende år.

7. MERKNADER TIL BESTEMMELSENE

Til § 1-1 Forskriftens generelle virkeområde.

Bestemmelsen erstatter dagens kapitalforvaltningsforskrift § 1. Forskriftens anvendelsesområde er utvidet til å gjelde innskuddspensjonsforetak etter forsikringsloven kapittel 8. Samlebetegnelse for pensjonskasser og innskuddspensjonsforetak er, i tråd med terminologien i øvrig forskriftsverk, pensjonsforetak.

Til § 1-2 Definisjoner

Bestemmelsen erstatter dagens kapitalforvaltningsforskrift § 3.

I tråd med endringene i forsikringsloven, omfatter de forsikringsmessige avsetningene i livsforsikring nå også kursreguleringsfondet. Dette innebærer en utvidelse i forhold til gjeldende forskrift. Definisjonen av forsikringsmessige avsetninger i skadeforsikring er snevrere enn dagens hvor selskapets samlede forsikringsmessige avsetninger inngår i definisjonen. Skadeforsikringsdirektivets investeringsregler gjelder i utgangspunktet for selskapenes forsikringsmessige avsetninger. De ordinære skadeforsikringsselskapene har i liten grad sikkerhetsavsetninger utover minstekravet til denne avsetningskomponenten, uten at Kredittilsynet har hatt merknader til dette. Tilsvarende gjelder for disse selskapenes reassuranseavsetninger og administrasjonsavsetninger. P & I selskapene Gard og Skuld har på sin side ikke egenkapital da disse avsetter eventuelt overskudd som sikkerhetsavsetninger i sin helhet. Det er få land som opererer med eksplisitte minstekrav til sikkerhetsavsetninger mv. på tilsvarende måte som i det norske avsetningsregelverket, selv om enkelte land er åpner for at skadeforsikringsselskapene kan etablere såkalte utjevningsavsetninger. Kredittilsynet har derfor lagt til grunn at det ikke er i strid med skadeforsikringsdirektivet å avgrense definisjonen av forsikringsmessige avsetninger i kapitalforvaltningsforskriften på denne måten. Når det gjelder Gard og Skuld bemerkes det også at selskapene var unntatt forsikringsvirksomhetsloven frem til EØS avtalen ble gjennomført.

Definisjonen av regulert marked er ny. Endringen innebærer pr. i dag ikke noen endring i realitetene, men det antas at definisjonen er mer robust i forhold til endringer i direktiver og regelverk for øvrig enn det gamle kravet til børsnotering. For investeringer utenfor EØS-området er kravet til børsnotering opprettholdt, idet kravene som stilles til andre regulerte markeder varierer sterkt.

I definisjonen av stat i sone A er det gått bort fra å føre lister over hvilke land som omfattes. Definisjonen er den samme som i forsikringsdirektivene. Løsningen antas i gi mindre behov for endringer enn den eldre regelen.

Definisjonen av derivat videreføres, men kreditderivater er nå inkludert i definisjonen.

Til § 2-1 Krav til styring og kontroll av kapitalforvaltningen

Bestemmelsen erstatter dagens kapitalforvaltningsforskrift § 4 og derivatforskriften § 3. Det overordnede generelle kravet er at selskapet skal etablere et system for styring og kontroll av kapitalforvaltningen som er forsvarlig i forhold til virksomhetens kompleksitet og risikonivå. Videre følger bestemmelser som konkretiserer dette. Kravene er generelt utformet slik at de kan tilpasses alle typer selskaper.

Til § 2-2 Måling og overvåking av risiko

Bestemmelsen nedfeller krav til selskapenes systemer for risikomåling og prosedyrer for oppfølging av porteføljens risikonivå relativt til porteføljens bufferkapital. Bestemmelsen erstatter dagens kapitalforvaltningsforskrift § 5a. Bestemmelsen er endret, uten at dette umiddelbart medfører noen realitetsendringer i forhold til dagens bestemmelse. Hensikten med endringen er å gjøre bestemmelsen mer generell slik at den også vil være tilpasset de endringer som kommer knyttet til blant annet nye vurderingsprinsipper for forpliktelsene. Selv med dagens regelverk, hvor det er en statisk verdsettelse av forpliktelsene, vil Kredittilsynet forvente at den reelle risikoen knyttet til forpliktelsene blir målt og synliggjort gjennom rapporteringen til selskapenes styrer.

Til § 2-3 Anvendelse av derivater

Bestemmelsen fastsetter regler om bruk av derivater og gjelder for selskapsporteføljen og kollektivporteføljen. Bestemmelsen erstatter, sammen med §§ 2-1 og 2-2, gjeldende derivatforskrift. Det følger av bestemmelsen at derivater kun kan benyttes til sikring eller effektivisering. Ved sikring følger det av gjeldende derivatforskrift § 4 tredje ledd at: "Verdien av derivatene og verdien av de deler av selskapets eiendeler eller forpliktelser som derivatene skal redusere risikoen på, skal ha vesentlig negativ samvariasjon." Denne ordlyden er ikke videreført i utkastet, uten at dette innebærer noen realitetsendring i forhold til dagens regler. Muligheten til å benytte derivater til å effektivisere forvaltningen begrenses av forskriftens krav til styring og kontroll samt kravet om at risikonivået i totalporteføljen må

være forsvarlig i forhold til selskapets risikobærende evne. Bestemmelsen stiller videre krav til omsettelse for å sikre at selskapet til enhver tid har mulighet for å avdekke risikoen i markedet.

Til § 3-1 Generelle forsvarlighetskrav

Bestemmelsen fastslår at kapitalforvaltningen skal være forsvarlig. Bestemmelsen gir samtidig kriterier for hva som skal til for å oppfylle forsvarlighetskravet. Bestemmelsen gjennomfører, sammen med forsikringslovens regler, "prudent man" prinsippet og utgjør etter forslaget hovedbestemmelsen for forvaltning av midler i et selskaps kollektivportefølje.

Til § 3-2 Eiendeler til dekning av de forsikringsmessige avsetninger

Bestemmelsen erstatter dagens kapitalforvaltningsforskrift § 6 og gjelder for livsforsikringsselskaper og pensjonskassers kollektivportefølje samt pensjonskapitalen i innskuddspensjonsforetak. For skadeforsikringsselskaper og reassuranseselskaper gjelder bestemmelsen for selskapets forsikringsmessige avsetninger slik disse er definert i utkastet § 1-2.

For så vidt gjelder fordringer, videreføres dagens regler direkte, men enkelte kategorier er slått sammen.

Det er tatt inn en ny bestemmelse i punkt 2 om fordringer (tilgodehavende) på gjenforsikrer og fordringer på andre forsikringsselskaper når fordringen (tilgodehavende) er oppstått som ledd i koassurans. Bestemmelsen har som formål å presisere at forsikringsselskapets fordringer på reassurandør eller koassurandør ikke skal underlegges forskriftens kvantitative begrensningsregler. Det er behov for en slik presisering bl.a. fordi et forsikringsselskap som er hovedassurandør når flere selskap sammen forsikrer ett og samme objekt (koassurans), ofte vil ha store fordringer på de andre forsikringsselskapene. Ved gjenforsikring kan det også oppstå krav selskapene imellom som det er rimelig å likestille med krav på banker og andre kredittinstitusjoner eller krav på et annet livsforsikringsselskap i forbindelse med flytting.

Det er tatt inn en ny bestemmelse i punkt 3 om forfalte ikke-fakturerte premiekrav som presiserer at disse ikke skal være underlagt de kvantitative begrensningsreglene i kapittel 4. Premie anses i regnskapsreglene som forfalt når premien gjelder risiko som løper frem til neste hovedforfall. Det gjelder selv om kunden ikke plikter å betale alt med engang, for eksempel der premien skal betales hvert kvartal eller hver måned ved bruk av avtalegiro. Premien er for øvrig avhengig av tidspunktet i forsikringsperioden opptjent eller uopptjent. Det vises til § 4-14 i forsikringsårsregnskapsforskriften.

Siktemålet med ny formulering av § 3-2 annet ledd er dels å presisere at konsolidering av datterselskaper kun skal foretas når eierandeler eller ansvarlig kapital i datterselskapet inngår i eiendeler som dekker avsetningene. Bestemmelsen presiserer også at konsolideringsplikten i forhold til kapitalforvaltningsforskriftens regler i kapittel 3 etter finansieringsvirksomhetslovens § 2a-9 ikke gjelder i andre tilfeller, noe det foreligger hjemmel for i så vel § 2a-9 annet og siste ledd.

Har forsikringsselskapet et datterselskap med begrenset ansvar som eies gjennom de frie midler (selskapsporteføljen) ser ikke Kredittilsynet behov for at det skal kreves konsolidering. Det kan også stilles spørsmål ved om konsolidering i slike tilfelle vil være forenlig med forsikringsdirektivenes regler om at investeringer av de frie midler ikke skal reguleres.

Til § 3-3 Generelle plasseringsbegrensninger

Bestemmelsen erstatter dagens kapitalforvaltningsforskrift § 7, samt valutabestemmelsen i § 13. Bestemmelsen er vesentlig endret. De viktigste endringene er at de kvantitative plasseringsbegrensningsreglene på 35 prosent i aksjer 30 prosent i obligasjoner er fjernet. Generelt er de kvantitative grensene løftet opp på direktivenes maksimumsnivå. Det legges til grunn at selskapets styre er ansvarlig for å fastsette rammer for forvaltningen som er forsvarlige baser på selskapets risikobærende evne og selskapets etablerte system for styring og kontroll.

Fjerde ledd regulerer selskapenes valutaeksponering. Grensen er gjort videre for pensjonsforetak og reassuranseselskaper for ikke å komme i klar motstrid med pensjonskasse- og reassuransedirektivet, men det forutsettes at disse institusjonene i likhet med forsikringsselskapene etablerer en forsvarlig sikringsgrad og anvender adekvate systemer for måling og oppfølging av risiko slik at valutarisikoen holdes på et forsvarlig nivå.

Til § 3-4 Plasseringsbegrensninger på enkeltrisikoer - utsteder/låntaker

Bestemmelsen erstatter dagens kapitalforvaltningsforskrift § 8. Plasseringsgrensene er hevet opp på direktivenes maksimumsnivå. Unntakene i dagens § 8 er videreført. Det er gjort unntak for posisjoner knyttet til valutahandel og verdipapirhandel innefor de alminnelige oppgjørsfrister. Plasseringsbegrensningen i ett enkelt UCITS fond er fjernet mens er opprettet egen plasseringsgrense for non-UCITS fond.

Til § 3-5 Plasseringsbegrensninger på enkeltrisikoer – fast eiendom

Bestemmelsen erstatter dagens kapitalforvaltningsforskrift § 9, men grensene heves opp på direktivenes maksimumsnivå.

Til § 3-6 Regler om lokalisering

Bestemmelsens viderefører dagens lokaliseringsforskrift.

Til § 3-7 Dispensasjon

Bestemmelsen gjennomfører livdirektivets artikkel 24 nr. 6 og er en direkte videreføring av dagens kapitalforvaltningsforskrift § 12.

Til § 4-1 Investeringer i selskap som har pensjonsordning i pensjonsforetaket

Bestemmelsen gjennomfører pensjonskassedirektivets artikkel 18 nr. 1 bokstav f) og må ses i sammenheng med dagens pensjonskasseforskrift § 9.

Til § 4-2 Forbud mot å oppta lån.

Bestemmelsen gjennomfører pensjonskassedirektivets artikkel 18 nr 2.

Til § 5-1 Livsforsikring med investeringsvalg

Bestemmelsen definerer livsforsikring med investeringsvalg og er en videreføring av tidligere kapitalforvaltningsforskrift § 14.

Til § 5-2 Plassering av midler i livsforsikring med investeringsvalg

Bestemmelsens første ledd angir hvilke eiendeler som kan inngå i en livsforsikring med investeringsvalg. Bestemmelsen er vesentlig endret idet den i punkt 1 og 2 konkret angir hvilke verdipapirfond som kan inngå i ordningen. Punkt 4 omhandler kontanter og tilsvarende likvider. Ordlyden er endret i forhold til tidligere kapitalforvaltningsforskrift og følger nå mønsteret i pensjonslovene. I begrepet kontanter og tilsvarende likvider inngår kortsiktige plasseringer som sertifikater.

Den særskilte investeringsporteføljen skal den etter forslaget settes sammen etter reglene for kollektivporteføljen.

Til § 5-3 Informasjonsplikt

Bestemmelsen viderefører i hovedsak dagens kapitalforvaltningsforskrift § 18, men plikten til å utlevere prospekt etter verdipapirfondloven § 3 nr. 2 er begrenset til tilfelle hvor forsikringstager ber om det.

Til § 6-1 Overgangsregler for pensjonskasser

Forslagets regler for investeringer i foretak eller annen arbeidsgiver som har pensjonsordning i pensjonskassen er strengere enn dem som i dag fremgår av pensjonskasseforskriften § 9. Bestemmelsen gir overgangsregler som gir pensjonskassene adgang til å innrette seg i tråd med de nye reglene.