

Norsk Hydros Pensjonskasse
A/S Norske Shells Pensjonskasse
Telenor Pensjonskasse

FINANSDEPARTEMENTET	
30. OKT. 2006	
Saksnr.	06/356-25
Arkivnr.	

Finansdepartementet
PB 8008 Dep.,
0030 Oslo

30. oktober 2006

HØRING - FORSLAG TIL NY KAPITALFORVALTNINGSFORSKRIFT FOR FORSIKRINGSSELSKAP OG PENSJONSFORETAK OG FORSLAG TIL ENDRING AV LOV OM FORETAKSPENSJON OG LOV OM INNSKUDDSPENSJON

Vi viser til Finansdepartementets høringsbrev av 27. juli 2006 og utkast til ny kapitalforvaltningsforskrift, og oversender med dette våre merknader til enkelte av de foreslåtte endringene, begrenset til de endringer som gjelder for forvaltning av kollektivporteføljen.

1. Innledende kommentar

Kredittilsynet har i sitt forslag lagt opp til at ny kapitalforvaltningsforskrift i større grad enn i dag harmoniseres med minstekravene i de relevante forsikringsdirektivene. Tilnærmingen innebærer at en del kvantitative begrensninger som finnes i dagens regelverk erstattes med forsvarlighetsnormer. Dette er en tilnærming vi støtter fullt ut. Vi kan ikke se at det foreligger hensyn som skulle tilsi norsk særregulering.

Særlig dagens kvantitative grense for aksjebeholdning virker etter vår oppfatning imot sin hensikt. For forsikringsselskaper med kortsiktig horisont for likviditetsbehov vil dagens grense for aksjeinnehav etter omstendighetene kunne representere en for høy eksponering, mens det for livselskaper og pensjonskasser kan være motsatt. Vi deler Kredittilsynets oppfatning om at slike kvantitative begrensninger normalt får for stort fokus. Grensen vil kunne oppfattes som et forskriftsbestemt uttrykk for hva som anses som en forsvarlig andel, noe som kan virke dempende på selskapenes egen risikostyring. Med kvantitative krav er det en betydelig risiko for at kvalitative krav vil bli vurdert i lys av de kvantitative. Slik vi vurderer det er kvantitative krav for sjablonmessige, og treffer dermed ikke sitt formål.

I høringsbrevet har Finansdepartementet bedt om kommentarer til mulige nivåer dersom dagens system med et betydelig innslag av kvantitative begrensninger opprettholdes. Slik vi vurderer det fremstår Kredittilsynets forslag som helhetlig, en helhet som vil forrykkes dersom det på enkelte områder gjøres innstramninger i Kredittilsynets forslag. Vi vil derfor fraråde en slik innstramning.

Vi vil dermed sterkt anmode om at Kredittilsynets forslag om oppheving av kvantitative investeringsbegrensninger følges fullt ut.

For så vidt gjelder de områder hvor Kredittilsynet har foreslått en videreføring av investeringsbegrensninger, har vi enkelte kommentarer. Vi har valgt å begrense våre kommentarer til de områder der forslaget, slik det foreligger, etter vår oppfatning vil føre til suboptimal forvaltning, og følgelig kun kommentert de justeringer vi mener må foretas for å oppnå et forsvarlig nivå på reguleringen.

2. Forskriftens generelle virkeområde (utkastet § 1-1)

Kapitalforskriftens virkeområde for plasseringsbegrensninger vil etter utkastet omfatte kollektivporteføljen inklusive kursreserver, mens de eksisterende plasseringsbegrensningene dekker forsikringstekniske avsetninger eksklusive kursreserver.

Forslaget er ment å gi en lempning i dagens plasseringsregler, men innebærer i realiteten en vesentlig innskrenkning og skjerpelse for virksomheter med betydelige kursreserver, herunder flere pensjonskasser. Vi kan ikke se at det i forslaget er tatt inn drøftelser som viser at det er vurdert hensiktsmessigheten av, og behovet for en innstramning i forvaltningen av slike midler. Endringen er beskrevet som en begrepsmessig endring, jf. høringsnotatet pkt. 4.2.

Slik Kredittilsynets utkast er lagt opp, med en vesentlig lempning av kvantitative begrensninger, vil utkastet med noen justeringer knyttet til non-UCITS fond kunne gjennomføres uten at de store omplasseringer av porteføljene blir nødvendig.

Finansdepartementet indikerer i høringsbrevet innskrenkninger i forvaltningen i forhold til Kredittilsynets forslag. Konsekvensen av Finansdepartementets eventuelle innskrenkninger vil være en betydelig innskjerping av dagens kapitalplasseringsregler for pensjonskasser med gode kursreserver. En slik skjerpelse synes ikke å tjene noe definert formål og har heller ikke vært bakgrunnen for utkastet til ny kapitalforvaltningsforskrift.

En gjennomgang av lovforarbeidene (NOU 2001: 24 pkt. 11.3, Ot.prp. nr. 74 (2003-2004) pkt. 7.4 og Ot.prp. nr. 68 (2004-2005) kapittel 9) viser at eventuelle konsekvenser knyttet til kapitalforvaltning, som følge av at kursreserven underlegges samme kapitalforvaltningskrav som for midler som skal dekke andre forsikringsmessige avsetninger neppe har vært gjenstand for vurdering. Før det vedtas endringer i regelverket som medfører at kursreserven må forvaltes etter de samme regler som midler som tjener til dekning av øvrige forsikringsmessige avsetninger, bør det etter vår oppfatning gjennomføres en konsekvensanalyse. Det bør foretas en vurdering av hvordan dette vil påvirke forvaltningen av de enkelte pensjonskasser, hvorvidt det foreligger reelle reguleringsmessige hensyn som tilsier at kursreserven underlegges disse reglene, og hvordan disse hensynene eventuelt må vurderes sett hen til den kostnad en slik reallokering vil medføre.

Kursreserver utgjør differansen mellom kostpris og markedsverdi på investeringene (ikke-realiserte kursgevinster) og representerer en "buffer" mot fremtidige kursendringer på samme måte som egenkapitalen, og spiller ingen kontraktmessig forpliktelse. Derfor behandles kursreserver i dag på samme måte som egenkapital i forhold til plasseringsbegrensningene.

Behandlingen av kursreserver etter dagens regler er for øvrig i tråd med den grunnleggende sammenhengen mellom risikobærende evne og plasseringsbegrensninger som

direktivforpliktelsene bygger på. Dersom kursreserver inntas, innebærer dette at midler som reelt sett utgjør en buffer, blir underlagt begrensninger for forvaltning som er begrunnet i hvordan midler som skal dekke kontraktsmessige forpliktelser bør forvaltes. Etter hva vi er kjent med foreligger det ingen historikk som skulle tilsi at det er noe behov for en endring av rammevilkårene for forvaltning av slike midler.

Slik vi vurderer det er det ingen grunn til at disse kursreservene skal måtte underlegges like strikte restriksjoner som det som gjelder for øvrige forsikringsmessige avsetninger.

3. Andeler i non-UCITS fonds (utkastet §§ 3-3 og 3-4, jf § 3-2 nr 11)

3.1 Innledning

Non-UCITS fond omfattes i dag av kapitalforskriften § 6 nr 14. Kredittilsynet har foreslått å utvide anvendelsesområdet for non-UCITS fond ved å lage en egen kategori for disse fondene som skal være underlagt en separat totalgrense på 10 prosent, samt en særskilt begrensning på 1 prosent per enkeltinvestering.

Finansdepartementet vurderer det slik at det kan bli vanskelig for virksomhetene å løpende kontrollere om de er innenfor grensen på 1 prosent, og at det kan være umulig for virksomhetene å innløse andelene dersom de er over 1 prosent på grunn av begrensninger i innløsningsretten. Finansdepartementet vurderer derfor innstramminger i Kredittilsynets forslag på dette punkt.

Problemet med å kontrollere størrelsen på spesialfond knytter seg spesielt til investeringer som er lite likvide. Dette gjelder særlig fond innenfor eiendom, infrastruktur og ”private equity”. Slike investeringer kan imidlertid være svært godt egnet for å kunne avdekke risiko. En pensjonskasses forpliktelser (og også livselskapers) er utpreget langsiktige. I motsetning til f.eks. verdipapirfond, som vil være avhengig av å kunne innløse midler, og dermed realisere aktiva på kort varsel, vil en pensjonskasse ha større forutberegnelighet i forhold til likviditetsbehov. Det bør, slik vi vurderer det, ikke etableres investeringsrammer som er så snevre at det ikke er mulig å gjøre en ellers forsvarlig og fornuftig investering fordi relativt små kursendringer vil kunne medføre at investeringsgrenser brytes. Den enkelte institusjon må, for slike som for andre investeringer, uansett være bevisst i forhold til å holde denne eksponeringen innenfor enhetens risikobærende evne.

Et annet viktig moment er at enkelte fond, som risikomessig passer godt inn i institusjonens øvrige portefølje, kan ha krav til minstetegning som er så vidt høye at institusjonen med den foreslåtte rammen er avskåret fra å investere.

Slik vi vurderer det tilsier disse forhold snarere at den foreslåtte grense settes høyere enn hva som ligger i Kredittilsynets forslag. Etter vår oppfatning vil ytterligere innskrenkninger i forhold til Kredittilsynets forslag kunne få uheldige effekter og føre til suboptimale porteføljer, og selv med den grense Kredittilsynet foreslår vil det by på store utfordringer å benytte denne type finansielle instrumenter på en effektiv måte.

Vårt forslag er at rammen for investering i non-UCITS fond bør økes ut over Kredittilsynets forslag. Som Kredittilsynet påpeker, er det eneste direktivkravet at plasseringsgrensene skal være strengere enn for UCITS. Noen øvre total kvantitativ begrensning for UCITS-fond er

ikke foreslått. Vi støtter dette. For non-UCITS fond foreslår vi at rammen økes fra det foreslåtte nivå på 10 prosent til totalt 20 prosent, alternativt at det settes en egen ramme for norske nasjonale fond. Det forhold at norske nasjonale fond er underlagt strenge krav til transparens gjør slike fond velegnet som investeringsobjekter. Institusjonenes styrer og tilsynsmyndigheten vil ha god mulighet til å etterprøve godheten i slike investeringer.

Videre mener vi at grensen for enkeltinvesteringer i non-UCITS fond bør økes fra det foreslåtte nivå på 1 prosent til minimum 3 prosent.

3.2 Utvidelse av anvendelsesområdet for non-UCITS fond

Non-UCITS fond omfatter alle typer fond som avviker fra plasseringsbegrensningene i UCITS-direktivet (UCITS-fond). Det kan være fond etablert innenfor EØS som ikke følger plasseringsreglene i direktivet, samt fond som er etablert utenfor EØS-området.

Det er flere grunner til at anvendelsesområdet for non-UCITS fond bør utvides.

For det første er det uheldig å fokusere regelverket på enkeltfond i stedet for å vurdere hele totalporteføljen. Generelt er det vanskelig å lage regler som skal begrense risikoen i porteføljen ut fra "overskriften" på instrumentet (UCITS, non-UCITS) når det er store variasjoner i risikonivået på ulike investeringer innenfor disse to gruppene. Det er mulig å lage en meget konservativ portefølje med 100 prosent non-UCITS fond, samtidig som det er mulig å lage svært risikable og ensidige porteføljer med 100 prosent UCITS-fond.

For det andre er det viktig å legge til rette for at virksomheter kan bruke spesialiserte forvaltere for deler av den samlede porteføljen. Med spesialiserte forvaltere mener vi forvaltere som benytter seg av sine *fortrinn* og investerer annerledes enn børsindeksen. De besitter for eksempel særlige egenskaper eller fortrinn til å forvalte innenfor sitt område eller sin spesifikke metode eller investeringsfilosofi. Bruk av spesialiserte forvaltere kan gi en større konsentrasjon i den enkelte portefølje enn det som følger av UCITS-reglene, men ved å ha et relativt stort antall forvaltere av denne typen blir porteføljen veldiversifisert (som eksempel har Norsk Hydros Pensjonskasse fordelt forvaltningen av børsnoterte aksjer på ca 20 ulike fond).

Denne form for forvaltningsstrategi har historisk gitt en god risikojustert avkastning sammenlignet med forvaltere som legger seg nær en ren indeksforvaltning. Dersom alle forvalterne hver for seg skulle ha en spredning av porteføljen som tilsvarer UCITS-reglene er det vår oppfatning at forvaltningen samlet sett ville bli for nær en indeksforvaltning og dermed gi en lavere samlet avkastning, men med de samme forvaltningshonorarene som vi har i dag. Kredittilsynets foreslåtte rammer for bruk av non-UCITS fond er således for restriktive i forhold til denne form for forvaltningsstrategi.

Forvalternes *geografiske* plassering medfører større begrensninger dersom forvalteren er etablert utenfor EØS. Fond med investeringsmandater som innenfor EØS kunne vært organisert som UCITS vil, dersom de er investert utenfor EØS, nødvendigvis måtte karakteriseres som non-UCITS.

Dersom rammen for non-UCITS fond er for lav, vil norske pensjonskasser vært nødt til å investere gjennom (unødvendige) mellomledd, selv om den underliggende forvaltningen er identisk med et EØS-basert UCITS fond. Mellomleddets eneste funksjon vil være å

muliggjøre investeringen ved at den ”pakkes” inn i et investeringsobjekt som klassifiseres som noe annet enn non-UCITS (for eksempel et UCITS eller et børsnotert selskap)

Slike mellomledd vil normalt øke kostnaden. I tillegg vil mellomleddet kunne skape en lite ønskelig avstand mellom investor og den underliggende forvaltningsorganisasjon, som vil vanskeliggjøre den løpende oppfølging.

Vi vil også bemerke at de generelle krav til risikostyring vil medføre at institusjoner som ikke har tilstrekkelig risikostyringsverktøy og kompetanse til å styre på porteføljenivå, selv vil ha et ansvar for å tilpasse sin forvaltningsprofil deretter. De generelle aktsomhetskravene bør være en tilstrekkelig regulering for å sikre at ulike miljøer forvalter i henhold til sin egen kompetanse og sine egne styringsmodeller. Det bør ikke legges opp til et regelverk som medfører restriksjoner på profesjonelle investeringsmiljøer ut over minstekravene i direktivet, med mindre begrunnelsen for slike nasjonale krav treffer alle forvaltningsmiljøer, uavhengig av kompetanse og evne til å styre risiko, like godt.

Basert på ovennevnte ber vi som nevnt innledningsvis Finansdepartementet vurdere å generelt øke maksimal andel av non-UCITS fond i totalporteføljen, samt å øke grensen for hvert enkelt fond til minimum 3 prosent.

Avslutningsvis vil vi bemerke at eventuelle begrensninger knyttet til non-UCITS fond også kan reduseres ved å definere en egen ramme for non-UCITS fond som lovlig kan markedsføres i Norge, hvilket vil omfatte norske nasjonale fond samt fond som er tillatt markedsført i Norge i medhold av lov om verdipapirfond § 6-13.

4. **Spesialfond/unoterte investeringer (jf utkastets § 3-2 nr. 14)**

Kredittilsynet foreslår å øke rammen for andre omsettelige finansielle instrumenter (”sekkeposten”) fra 5 prosent til 10 prosent.

Vi mener at det er viktig at denne rammen ikke settes lavere enn 10 prosent. For å oppnå en god samlet diversifisering av porteføljen er det viktig å gi tilstrekkelig rom for unoterte aksjer, kommandittselskaper og tilsvarende utenlandske strukturer, private equity, investeringer i infrastruktur med mer. Denne posten vil også fange opp nye typer finansielle instrumenter, samt utenlandske strukturer som ikke er direkte sammenlignbare med norske selskapsstrukturer.

For ordens skyld vil vi nevne at ”verdipapirfond” er nevnt som et mulig instrument også i denne kategorien (§ 3-2 nr. 14), hvilket vel er en lapsus. Vi antar at denne betegnelsen henger igjen fra nåværende ordlyd, hvor bare UCITS-fond var egen aktivaklasse. Vi antar at alle typer verdipapirfond (altså norske verdipapirfond og utenlandske innretninger med tilsvarende karakteristika), herunder hedgefond, vil falle innenfor de særskilte rammer som er foreslått for fond, altså henholdsvis forslag til ny kapitalforvaltningsforskrift § 3-2 nr. 9, 10 og 11.

Imidlertid vil fond som investerer direkte i realaktiva, eksempelvis i fast eiendom eller i infrastruktur, falle innenfor dette alternativet. Vi foreslår derfor at betegnelsen ”verdipapirfond” erstattes med ”fond”.

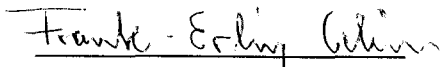
5. Avsluttende merknader

Vi er positiv til Kredittilsynets tilnærming til plasseringsregler for kapitalforvaltning, men i forhold til kursreserver og non-UCITS fond er vi av den oppfatning at Finansdepartementet som et minimum enten må

- 1) følge Kredittilsynets forslag, men med de beskrevne justeringer for non-UCITS fond, eller
- 2) fravike Kredittilsynets forslag slik at kursreserven forvaltes sammen med selskapsporteføljen, evt. med de særlige tilpasninger som etter direktivforpliktelsene måtte anses å følge av at kursreserven formelt er definert som en forsikringsmessige avsetninger/endre loven slik at kursreserven ikke inkluderes i forsikringsmessige avsetninger.

Med vennlig hilsen og på vegne av alle pensjonskassene

Norsk Hydros Pensjonskasse


Frank E Celius