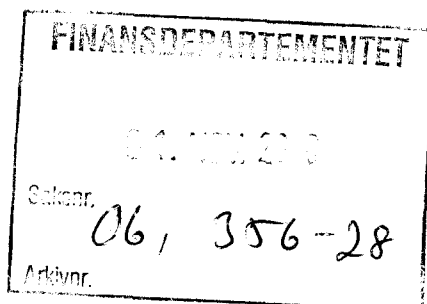


Finansdepartementet
Postboks 8008 - Dep.
0030 OSLO



30.10.2006

Vår ref: 2006/00442 – FJA/TH og LPA/FH

Deres ref: 06/356 FM AG

Høringsuttalelse - Forslag til ny kapitalforvaltningsforskrift for forsikringsselskap og pensjonsforetak og forslag til endring av lov om foretakspensjon og lov om innskuddspensjon

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) viser til høringsbrev fra Finansdepartementet av 27.07.06 med vedlagt høringsnotat og regelverksforslag utarbeidet av Kredittilsynet. Forslaget til ny kapitalforvaltningsforskrift er tilpasset bestemmelsene i den nye forsikringsloven ved at det i forskriften er angitt egne regler for forvaltning av kollektivporteføljen i et livsforsikringsselskap og de forsikringsmessige avsetninger i skadeforsikringsselskap (kapittel 3), særlige regler for pensjonskasser og innskuddspensjonsforetak – heretter omtalt som pensjonsforetak (kapittel 4), og regler for forvaltning av midler i investeringsvalgporteføljen i livsforsikringsselskap (kapittel 5).

Sammendrag

FNH støtter i hovedsak Kredittilsynets forslag til nye kapitalforvaltningsregler for forsikringsselskaper og pensjonsforetak. Vi mener Kredittilsynets overordnede tilnærming til utformingen av regelverket for kollektivporteføljen, hvor det foreslås innført nye bestemmelser om forsvarlig styring og kontroll av forvaltningen og nye strenge krav til måling og overvåking av risiko, samtidig som det på flere punkter lempes på detaljerte kvantitative begrensninger i regelverket som avviker fra EUs minstekrav, representerer et vesentlig mer moderne og tidsriktig forslag til regulering av selskapenes kapitalforvaltning enn gjeldende regelverk. FNHs syn på regelverket for kollektivporteføljen avviker kun på noen få områder fra det Kredittilsynet har foreslått. Dette gjelder primært de nye reglene for plasseringer i fonds- eller selskapsandeler knyttet til fast eiendom som ikke er lånefinansiert og reglene for valutasikring. I forhold til regelverket for investeringsvalgporteføljen slutter FNH seg med ett unntak til forslaget om hvilke plasseringsalternativ som skal kunne tilbys. Unntaket gjelder den foreslåtte begrensningen knyttet til bruk av visse typer non-UCITS fond som plasseringsalternativ. Når det gjelder reglene for sammensetning av særskilte investeringsporteføljer, mener FNH at Kredittilsynets forslag er unødig begrensende på flere områder, og at endringer er nødvendig av hensyn til norske forsikringsselskapers konkurransekraft vis a vis utenlandske selskaper.

1. Generelle merknader

1.1 Generelt om betydningen av forsikringsselskapers kapitalforvaltning og om forslaget
Regelverket for forsikringsselskapers og pensjonsforetaks kapitalforvaltning har stor samfunnsmessig betydning. For det første skal forvaltningen av forsikringsmidlene skje på en trygg

og forsvarlig måte for å forebygge tap av forsikringsmidler. På den annen side fastsetter regelverket også hvilket mulighetsområde livsforsikringsselskaper og pensjonsforetak har for plassering av langsiktige forsikringsmidler, som pensjonsmidler, i ulike aktivaklasser og i ulike finansielle instrumenter. Hvilke eiendeler midlene plasseres i, er sammen med risikonivået i porteføljene bestemmende for hvor stor avkastning man kan oppnå på de innbetalte midler over tid. For kollektive tjenestepensjonsordninger vil denne avkastningen igjen bestemme størrelsen på pensjonsutbetalingene til arbeidstakere i innskuddspensjonsordninger og hvilke premier arbeidsgivere må betale inn i ytelsesbaserte pensjonsordninger for å sikre sine ansatte den avtalte pensjon.

Et regelverk som unødig begrenser selskapenes muligheter til å oppnå god avkastning innenfor en forsvarlig kapitalforvaltning, vil representere et samfunnsmessig effektivitetstap gjennom lavere avkastning på forsikringsmidler, herunder pensjonsmidler. Det er på denne bakgrunn viktig at regelverket ikke blir utformet slik at det unødig begrenser forsikringsselskapenes og pensjonsforetakenes handlingsrom. På grunn av at forsikringsloven § 6-6 med tilhørende utfyllende regelverk kun får anvendelse på norske selskaper og foretak, vil norske arbeidsplasser og kapitalinteresser også bli skadelidende dersom det norske regelverket skulle inneholde uhenksomme begrensninger som utenlandske aktører ikke er underlagt.

FNH ønsker å gi honnør til Kredittilsynet for å ha foretatt en bred og grundig gjennomgang av behovene for endringer i kapitalforvaltningsregelverket, hvor Kredittilsynet har lagt vesentlig vekt på hvilken betydning regelverket har for avkastningen på de store pensjonsmidlene norske livsforsikringsselskaper og pensjonskasser forvalter. Ved utgangen av 2. kvartal 2006 utgjorde forvaltningskapitalen i norske livsforsikringsselskaper om lag 605 milliarder kroner. FNH har respekt for at det å fastsette et utfyllende regelverk som skal gjelde for kapitalforvaltningen i alle forsikringsselskaper og pensjonsforetak, uavhengig av størrelse, risikoprofil, interne ressurser og kompetanse, representerer en betydelig utfordring. Regelverkets formål er nærmere nedfelt i forsikringsloven § 6-6 første ledd:

”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.”

FNH ser positivt på at man fortsatt opererer med en felles forskrift for alle forsikringsselskaper, som nå også vil omfatte pensjonsforetak. Gjennomgangen av kapitalforvaltningsregelverket er i denne omgang først og fremst initiert ut fra livsforsikringsselskapenes og pensjonskassenes behov. FNH vil i denne sammenheng peke på at Banklovkommisjonen i nær fremtid vil foreta en gjennomgang av virksomhetsreglene i skadeforsikring. I denne gjennomgangen er det naturlig også å vurdere om det er eventuelle særskilte behov i forhold til skadeforsikringsselskapenes kapitalforvaltning, som bør reflekteres i regelverket. FNH vil komme tilbake med eventuelle ytterligere synspunkter i tilknytning dette i forbindelse med høringen på Banklovkommisjonens utredning om skadeforsikring.

1.2 Nærmere om behovet for endringer og om innretning av regelverket

FNH deler Kredittilsynets oppfatning når det gjelder behov for å vurdere det over 10 år gamle kapitalforvaltningsregelverket. I perioden etter fastsettelsen av regelverket har det skjedd betydelige endringer i finansmarkedene, i kapitalforvaltningsfaget, i forsikringsnæringen og på tilsynssiden som tilsier at virkeligheten nå er en ganske annen enn da regelverket ble utviklet:

- Finansmarkedene har blitt ytterligere utviklet. Det har bl.a. blitt kommet til nye plasseringsinstrumenter, f.eks. ulike typer spesialfond og kredittderivater mv.. Nye markeds plasser er etablert og etablerte markeds plasser er videreutviklet. Likviditeten er bedret, og informasjonstilgangen fra markedene har økt.
- Det har skjedd en betydelig videreutvikling av kapitalforvaltningsfaget. Bl.a. har metoder for risikoanalyse og porteføljestyling blitt videreutviklet. Gode datasystemer for risikostyring og kontroll har også blitt lettere tilgjengelig som følge av den teknologiske utviklingen.
- Det har parallelt skjedd en betydelig utvikling av forvaltningskompetansen i forsikringsnæringen. Det er funnet mer hensiktsmessige måter å organisere forvaltningsvirksomheten på. Det har skjedd en styrkning av risikostyring og – kontrollfunksjoner, bl.a. muliggjort av nye systemtekniske løsninger. Selskapene har vokst og det har skjedd en konsolidering i næringen, slik at man generelt har fått større enheter med mer interne ressurser på alle områder.
- Konkurransesituasjonen i næringen har endret seg betydelig, med en langt sterkere konkurranse fra utenlandske aktører som opererer under et annet regelverk for kapitalforvaltning, og hvor dette kan benyttes for å skape konkurransemessige fordeler i markedet.
- På tilsynssiden har kompetansen og ressursene hos Kredittilsynet innenfor kapitalforvaltningsområdet blitt styrket i den aktuelle perioden. I tillegg er det grunn til å trekke frem et økt internasjonalt samarbeid med utveksling av informasjon om beste tilsynspraksis på området, sammen med utviklingen her til lands av et mer risikobasert tilsyn med forsikringsselskapene.

FNH støtter Kredittilsynets overordnede tilnærming til utformingen av regelverket, hvor det foreslås innført nye bestemmelser om forsvarlig styring og kontroll av forvaltningen og nye strenge krav til måling og overvåking av risiko, samtidig som det på flere punkter lempes på detaljerte kvantitative begrensninger i regelverket som avviker fra EUs minstekrav. Det er flere grunner til at FNH støtter Kredittilsynets tilnærming:

- Det er FNHs klare syn at regelverket for kapitalforvaltningen bør utformes slik at forsikrings-selskapets styre på en mest mulig klar og entydig måte gjøres ansvarlig for innretning av og kontroll med selskapets kapitalforvaltning. Detaljerte plasseringsbegrensninger fra myndighetshold vil kunne oppfattes som uttrykk for grenser for hva som anses forsvarlig, i hvert fall i selskaper hvor styrene har begrenset kompetanse på kapitalforvaltningsområdet. En myndighetsregulering basert på detaljerte begrensninger, slik man langt på vei har i dag, medfører fare for at oppmerksomheten i styret og evt. ledelse trekkes bort fra vektlegging av

forsvarligheten i forvaltningen og mer i retning av kontroll med at de detaljerte plasseringsbegrensningene i regelverket er oppfylt.

- Erfaringene til næringen er at et myndighetsregelverk for kapitalforvaltning hvor detaljerte plasseringsbegrensninger dominerer fremfor et mer prinsippbasert regelverk som vektlegger samlet risiko, per definisjon ikke vil være tilpasset dynamikken i finansmarkedene og variasjonen i selskapenes virksomhet. Hva som er forsvarlig kapitalforvaltning i et selskap, avhenger, slik det for så vidt fremgår av forsikringsloven § 6-6 første ledd, av langt flere faktorer enn en statisk fordeling av pensjons- og forsikringsmidler på ulike aktivaklasser.
- De norske virksomhetene som vil være underlagt forsikringsloven § 6-6, domineres i dag av store virksomheter med betydelige interne ressurser, høy kompetanse, gode kontrollmiljøer og sterkt fokus på forholdet mellom risiko og avkastning i den samlede virksomheten og i de ulike produktområdene.
- De store norske forsikringsselskapene er utsatt for økende internasjonal konkurranse på sine produktområder fra selskaper som er etablert i EØS-land. Pr 01.10.2006 hadde Kredittilsynet mottatt melding om grenseoverskridende virksomhet fra 95 livsforsikringsforetak fra EU og 12 livselskap hadde foretatt filialetablering i Norge. Kapitalforvaltningsreglene har den senere tid vært et særskilt konkurranseparameter i forhold til utenlandske selskap som operer i det norske markedet. Årsaken er at reguleringen av kapitalforvaltningen tilligger hjemlandets kontroll i henhold til EUs livsforsikringsdirektiv artikkel 10 (2). Etter det vi kjenner til er det ingen andre EØS-land med virksomheter som konkurrerer aktivt i det norske markedet, som har kvantitative begrensninger i sitt regelverk ut over det som følger av fellesskapslovgivningen fra EU. Dette gir en vanskelig konkurranse situasjon for norske virksomheter i og med at unødige begrensninger i det norske kapitalforvaltningsregelverket reduserer norske forsikringsselskapers konkurransekraft, noe som over tid vil undergrave lønnsomheten og dermed også soliditeten i næringen.
- Like konkurransevilkår med utenlandske foretak er også viktig for norske forsikringsselskap som ønsker å selge forsikringsprodukter i utlandet via filial eller grenseoverskridende virksomhet. Det norske kapitalforvaltningsregelverket kommer til anvendelse på tjenester som tilbys gjennom filial eller direkte grenseoverskridende, og har derfor også en direkte konkurransemessig betydning for virksomhet rettet mot utenlandske markeder. Det vil være uheldig om norske virksomheter må gå veien om etablering av et datterselskap i utlandet for å kunne konkurrere på like vilkår i andre EØS-land.
- Innretningen av Kredittilsynets forslag samsvarer godt med det FNH har oppfattet som beste praksis innen moderne regulering av forsikringsselskapers kapitalforvaltning.
- Fjerning av kvantitative grenser har også betydning for selskapenes forberedelser til det nye reguleringsregimet under Solvency II, jf. at det ikke vil bli stilt denne type kvantitative krav under dette fremtidige regelverket. Som vil komme nærmere tilbake til nedenfor vil en oppmykning være ønsket for at selskapene skal kunne foreta hensiktsmessige tilpasninger i kapitalforvaltningen i forkant av innføringen av Solvency II ut fra hensynet til risikoreduksjon.

- En oppmykning av plasseringsbegrensningene som i dag gjelder for midlene som skal dekke de forsikringsmessige avsetningene (kollektivporteføljen under den nye forsikringsloven) i tråd med Kredittilsynets forslag, er en forutsetning for å anvende Kredittilsynets modell for regulering av særskilte investeringsporteføljer innen livsforsikring. Forslaget bygger på at samme aktivaposter som er foreslått gjeldende for kollektivporteføljen også benyttes for slike særskilte investeringsporteføljer. Dette er FNH positiv til. Når det gjelder spredningskravet for investeringsporteføljene, viser vi til merknadene nedenfor under pkt. 2.6.

FNH ønsker spesielt å understreke viktigheten av at regelverket tar utgangspunkt i situasjonen i den dominerende delen av forsikrings- og pensjonsmarkedet. I den grad et slikt regelverk ikke skulle anses alene å være tilstrekkelig for virksomheter av mer begrenset størrelse og med mindre ressurser på kapitalforvaltningsområdet, ber vi om at denne utfordringen løses gjennom tilsynsvirksomheten med disse virksomhetene, herunder gjennom utarbeidelse av tilsynsmessige anbefalinger i rundskriv myntet på disse virksomhetene. Dette vil være langt mer målrettet og hensiktsmessig enn å søke å ivareta disse hensynene gjennom bestemmelser i kapitalforvaltningsforskriften som vil ramme de dominerende virksomhetene på en uheldig måte.

Vi ønsker også å understreke den konkurransemessige betydningen dette regelverket har, og viser i denne sammenheng til konkurranseflateutvalgets påpekning av viktigheten av å sikre norske finansbedrifter gode konkurransevilkår, jf. NOU 2000:9 pkt 7.3.4, der det angis at "*det er viktig at regelverket og reguleringsregimet utformes og praktiseres slik at det legges til rette for velfungerende finansielle markeder og en effektiv finansnæring, at konkurranse kan finne sted på mest mulig like vilkår for norske markedsaktører under internasjonal konkurranse*". Vi viser også oppfølgingen i Innst. O. nr. 2 (2000-2001). Etter vårt syn vil det være svært uheldig dersom utenlandske foretak kommer i en særlig god konkurranseposisjon i det norske markedet gjennom bruk av hjemlandets kapitalforvaltningsregler. I og med at det er noe uklart om Norge i forhold til EU-retten har adgang til å innarbeide grenser for kapitalforvaltningen i de norske produktreglene, for å sikre at utenlandske foretak bruker samme kapitalforvaltningsregler som norske foretak, taler dette for å myke opp de kvantitative reglene i kapitalforvaltningsregelverket, herunder spredningskravene for særskilte investeringsporteføljer.

2. Forhold som Finansdepartementet har bedt høringsinstansene særlig kommentere

2.1 Plasseringsbegrensninger – kollektivporteføljen

Grense for aksjer og industriobligasjoner

Finansdepartementet skriver i høringsbrevet:

"Kredittilsynet foreslår opphevelse av de kvantitative plasseringsbegrensningene for aksjer på 35 prosent og obligasjoner på 30 prosent. Finansdepartementet er enig at de generelle forsvarlighetskravene om at kapitalforvaltningen må ta hensyn selskapets forsikringsforpliktelser, risiko, avkastning og likviditet gjelder til enhver tid for forvaltningen. Finansdepartementet vurderer det slik at i tillegg til generelle forsvarlighetskrav kan være behov for noen absolutte maksimumsgrenser. Dette for å sikre det operasjonell tilsynet og den operasjonell kontrollen i det enkelte foretak. Uavhengig av spørsmålet om maksimumsgrenser, er det viktig å understreke at selskapene selv har ansvar

for risikonivå og risikoprofil i porteføljen, og disse må stå i et klart rimelig forhold til selskapets soliditet. Finansdepartementet imøteser høringsinstansenes innspill og eventuelle forslag til kvantitative regler. ”

FNH viser til den innledende generelle begrunnelsen ovenfor for hvorfor vi ønsker en avvikling av kvantitative grenser i kapitalforvaltningsregelverket. Når det gjelder disse to aktuelle grensene vil vi nedenfor anføre tilleggsargumenter for en avvikling:

Forsvarligheten av risikotagningen i selskapet avhenger av den samlede risikoeksponeringen og hvordan denne er sammensatt. Vi kan ikke se at grenser av den art det her er snakk om, knyttet til store aktivaklasser hvor risikoen kan variere voldsomt, har noen nevneverdig funksjon i forhold til å sikre at forsikringsloven § 6-6 (1) blir oppfylt. Slike grenser har i seg selv verken vesentlig positiv betydning for sikkerhet, risikospredning eller likviditet i porteføljen. Slike faste grenser tar heller ikke hensyn til variasjon mellom institusjonenes i forhold til deres risikobærende evne. Det er umulig på forhånd å fastslå at en allokering av mer enn 35 % av midlene som dekker de forsikringsmessige avsetningene til en godt diversifisert aksjeportefølje med lav risikoprofil, ikke vil kunne være forsvarlig i perioder for et livsforsikringselskap eller en pensjonskasse med god bufferkapital. Et regelverk med denne type kvantitative grenser vil således kunne ha vesentlig negativ effekt for det siste hensynet i forsikringsloven § 6-6 (1), nemlig hensynet til å sikre en god avkastning på midlene.

For øvrig vil det måtte antas at dagens forskriftsgrense på 35 % i aksjer, samt de nivåer aksjebeholdningen i selskapene faktisk har ligget på, også i et nytt regime hvor forsvarlighet i risikotagningen er grunnprinsippet, vil fungere som en referanseramme for selskapene. Det er derfor liten grunn til å frykte at en avvikling av grensen på 35 % i aksjer vil resultere i et frislipp i den forstand at selskapene over natten vil øke sine aksjebeholdninger kraftig i forhold til de andeler av porteføljene som i dag er plassert i aksjer.

Den konkrete 30 % -begrensningen for investeringer i børsnoterte foretaksobligasjoner vil kunne skape problemer i forhold til livselskapenes utfordringer fremover med å skaffe seg tilstrekkelig durasjon på sine rentebærende plasseringer, jf. behovet for økt durasjon på aktivasiden ved overgangen til nytt solvensregelverk (Solvency II) fra år 2010-11. Foretaksobligasjoner kan være en av flere kilder til slik durasjon. I tillegg er det grunn til å vise til at åpningen for bruk av kredittderivater i kapitalforvaltningen gir selskapene en ny mulighet for å foreta avdekning av kredittrisiko knyttet til foretaksobligasjoner.

Denne type grenser følger ikke av EUs forsikringsdirektiver. Konkurransmessige hensyn tilsier derfor også en avvikling.

Grense for plassering i spesialfond mv.

Finansdepartementet skriver i høringsbrevet:

”Av gjeldende rett følger det at investeringer som nevnt i § 6 nr. 14 samlet ikke kan utgjøre mer enn 5 prosent av forsikringsselskapets forsikringstekniske avsetninger. Kredittilsynet foreslår at non-ucits fond tas ut av ”sekkposten” i dagens forskrift i § 6 nr. 14 og at det

åpnes for at investeringer i non-ucits fond (herunder spesialfond) samlet kan utgjøre maksimalt ti prosent og at andeler i ett slikt fond kan utgjøre maksimalt 1 prosent av de forsikringsselskapets forsikringstekniske avsetninger. Kredittilsynet skriver i høringsbrevet at dette er en betydelig lemping av regelverket. Kredittilsynet ber høringsinstansene ta særskilt stilling til nivået på begrensningen.

FNH støtter Kredittilsynets forslag om å ta non-UCITS fond ut av sekkeposten i dagens forskrift § 6 nr. 14, slik at regelverket samsvarer med bestemmelsene i EUs forsikringsdirektiver. Dette vil sammen med en heving av grensen for sekkeposten ”øvrige investeringer” i § 6 nr. 14 fra 5 % i dagens forskrift til 10 % av de forsikringstekniske avsetningene, skape større rom for en hensiktsmessig diversifisering av forsikringsmidlene. I tråd med det Kredittilsynet skriver i høringsnotatet vil dette kunne gi økt mulighet til å optimalisere porteføljens forventede avkastning med basis i et gitt risikonivå.

FNH kan imidlertid ikke støtte de foreslåtte investeringsgrensene på 1 % av de forsikringsmessige avsetningene for investeringer i enkeltfond, og 10 % av avsetningene for de samlede investeringene i non-UCITS fond. Nedenfor gir vi en nærmere begrunnelse for hvorfor grensene ikke bør settes lavere enn henholdsvis 5 % og 20 % av de forsikringsmessige avsetningene.

Kredittilsynet viser i høringsnotatet kap. 4.9 til at non-UCITS fond har ikke noen klar definisjon, men at begrepet omfatter alle typer fond som avviker fra plasseringsbegrensningene i UCITS-direktivet. Det vil i praksis si:

- Nasjonale fond opprettet i medhold av verdipapirfondloven (vpfl.), dvs. fond som har enkelte unntak fra plasseringsbegrensningene nedfelt vpfl. (som gjennomfører i UCITS-direktivet),
- Nasjonale fond fra andre EØS-land
- Tradisjonelle verdipapirfond fra land utenfor EØS-området, f.eks. Sveits, USA, Canada, Australia, Japan
- ”Hedgefond” og fond-i-fond av hedgefond med ulike investeringsstrategier og investeringsområder
- Fond som har som strategi å gå inn som aktive eiere i private bedrifter som ikke er notert på regulert marked, ofte benevnt ”private equity fond”.

I alle de kategoriene av non-UCITS fond som er nevnt ovenfor, med unntak av sistnevnte kategori, vil det være mange enkeltfond som har lavere absolutt risiko enn vanlige UCITS-fond med en aktiv forvaltningsstrategi. Det kan f.eks. nevnes at begrensningene i UCITS-direktivet knyttet til eksponering på stater utenfor EØS-området medfører at globale statsobligasjonsfond må opprettes som et non-UCITS fond, jf. begrensningene i vpfl. § 4-8.

EUs regelverk inneholder ikke noe eksplisitt krav til grense for denne type investeringer. FNH kan ha forståelse for at norske myndigheter i utgangspunktet ønsker å fastsette en grense for hvor stor andel slike investeringer til sammen kan utgjøre av de forsikringsmessige avsetningene, ettersom

kategorien er ny og omfatter fondsinvesteringer som potensielt kan ha høy risiko. Det sistnevnte gjelder for øvrig primært en del typer hedge fond og private equity fond. Forslaget til Kredittilsynet er å sette den samlede grensen til 10 % av de forsikringsmessige avsetningene.

FNHs syn er at den økte vektliggning i regelverket av, og det operative tilsynet med, styring og kontroll med forvaltningen i forhold til forsvarlighetsnormene i forsikringsloven, bør åpne for at grensen kan settes høyere enn 10 %. Vi er opptatt av dette spørsmålet fordi investeringer i non-UCITS fond kan være gode og hensiktsmessige alternativer til direkteinvesteringer i markedene for finansielle instrumenter. Grensen bør derfor i første omgang ikke settes lavere enn 20 % av de forsikringsmessige avsetningene. Siden non-UCITS fond er en så uensartet gruppe av fond, kunne man alternativt skilt mellom underkategorier og fastsatt rammer for disse separat. FNH ser at mangel på gode og klare definisjoner, gjør dette vanskelig.

Av enda større betydning for FNH er at forslaget til grense på 1 % for enkeltplasseringer i non-UCITS fond blir hevet i den endelige forskriften. Etter vårt syn bør denne grensen ikke være lavere enn 5 % av de forsikringstekniske avsetningene. Kredittilsynets vurdering av denne grensen i høringsnotatets kapittel 4.9 er ene og alene basert på vurderinger knyttet til investeringer i særlig risikofylte hedgefond, hvor institusjonen ikke har mulighet til løpende innsyn i fondets disposisjoner. Som vi har vist ovenfor består gruppen av non-UCITS fond av mange andre typer fond med langt lavere risiko enn den Kredittilsynet tar utgangspunkt i. Også blant hedge fond er det store forskjeller. Det kan nevnes at flere norske finanskonsern har etablert egne spesialfond, herunder hedge fond i utlandet. Ved investering i slike konserninternt etablerte fond er det helt åpenbart at Kredittilsynets bekymringer knyttet til manglende innsyn og vansker med å ha oversikt over fondets disposisjoner ikke gjør seg gjeldende.

Det er viktig at departementet i vurderingen av denne grensen også tar hensyn til hvilke incentiver bestemmelsen vil gi. Vil bestemmelsen legge forholdene til rette for en optimal og forsvarlig forvaltning, eller blir bare det sistnevnte hensynet ivarettatt? En grense på 1 % vil etter vårt syn kun ivareta det siste hensynet, men på en uhenksom streng måte. En grense på 1 % vil i praksis medføre at institusjonene blir avskåret fra å foreta *store* plasseringer i non-UCITS fond med lav risiko, f.eks. ulike typer nasjonale fond og tradisjonelle utenlandske fond og fond-i-fond av hedgefond. I stedet vil regelverket gi incentiver til at rammen for investeringer i non-UCITS primært benyttes til investeringer i single style hedge fond og private equity fond, dvs. plasseringer hvor det kan oppnås et merkbart bidrag til risikotagningen i forvaltningen.

Vi ønsker også å peke på at den foreslåtte grensen på 1 % for plassering i enkeltfond i non-UCITS kategorien og den samlede grensen for 10 % i slike fond vil, i motsetning til de andre bestemmelsene i Kredittilsynets forslag, ha den effekt at de i stor grad vil kunne overstyre institusjonenes egne forsvarlighetsvurderinger. En alvorlig side, særlig ved grensen på 1 % for enkeltfond, er at det kan redusere aktsomheten til styret og ledelsen i forhold til denne type investeringer, som har et ikke ubetydelig risikopotensial. Etter vårt syn vil en grense på 5 % redusere ulempene knyttet til mulighetene for en optimal forvaltning. Regulering av forsvarligheten knyttet til investeringer i de aller mest risikofylte non-UCITS fondene, vil best være sikret gjennom et sterkt fokus på kravene til forsvarlighet, styring og kontroll, og ikke gjennom svært snevre rammer, som bl.a. vil ha negative konsekvenser for andre typer fondsinvesteringer innenfor gruppen non-UCITS fond.

I den grad grensen for enkeltplasseringer likevel skulle bli bevart på et svært lavt nivå, f.eks. 1 % eller 2 % ber vi om at departementet gir unntak for fond-i-fond, på slik måte at grensen gjøres gjeldende i forhold til hvert enkelt underfond.

Finansdepartementet skriver videre i høringsbrevet:

Spesialfond er en uensartet gruppe verdipapirfond. En del av disse verdipapirfondene er ikke åpne for innløsning mer enn noen ganger i året og har verdivurdering bare noen ganger i året. Finansdepartementet vurderer det slik at det derfor kan bli vanskelig for forsikrings-selskapet å løpende kontrollere om de er innenfor grensen på 1 prosent og dersom de overstiger grensen kan det være umulig for forsikringsselskapet å innløse andelene på grunnen av at det er begrensninger når det gjelder innløsningstidspunkt. Finansdepartementet imøteser høringsinstansenes kommentarer og forslag til eventuelle innstramminger i forhold til Kredittilsynets forslag. ”

FNH vil i relasjon til dette vise til at norske forsikringsselskaper allerede i dag foretar en viss plassering av midler som skal dekke de forsikringsmessige forpliktelsene i spesialfond. I den forbindelse må selskapene forholde seg til den aktuelle grensen i § 6 nr. 14 for øvrige plasseringer i gjeldende kapitalforvaltningsforskrift. Norske forsikringsselskaper har således erfaring med å sikre overholdelse av plasseringsregler ved investeringer i slike fond. Etter det FNH kjenner til har selskapene ikke erfart problemer av den art departementet uttrykker bekymring for i ovennevnte sitat.

Spørsmålet om verdifastsettelse av investeringer i spesialfond skiller seg ikke vesentlig fra andre typer plasseringer som er tillatt innenfor regelverket. For de fleste spesialfond av private equity typen rapporteres verdiutviklingen kvartalsvis, mens det for de fleste spesialfond av hedge fond typen rapporteres verdiutvikling på månedlig basis. Ved inn- og utbetalinger fra fondene blir de regnskapsmessige verdiene i selskapene justert løpende, basert på siste rapporterte verdi. Også for andre typer investeringer – fast eiendom – gjøres det normalt bare kvartalsvise verdivurderinger. Vi kan ikke se at investeringer i spesialfond medfører noen nye utfordringer i forhold til kontroll av investeringsgrenser.

Når det gjelder spørsmålet om realisering av andeler i spesialfond ifm. at selskapene når en eventuell yttergrense for en enkeltinvestering, er det riktig at slike realiseringer kan ta noe tid. På tilsvarende måte vil det være med investeringer i fast eiendom og andre plasseringer hvor omsetning vil ta noe tid. Det kan særlig tenkes to scenarier hvor en slik grense brytes. Det mest nærliggende scenariet er at andelsverdiene i fondet har steget mer enn den samlede porteføljens verdi. Det andre scenariet er at den samlede porteføljens verdi har sunket mer enn andelsverdiene i non-UCITS fondet. Vi kan med bakgrunn i dette vanskelig se for oss tungtveiende grunner for at det ikke skal kunne tillates at selskapene bruker noe tid, f.eks. inntil ett kvartal, på å realisere eventuelle overskytende verdier knyttet til slike gode investeringer.

FNH viser til vårt forslag ovenfor om å heve grensen for plasseringer i enkeltfond til 5 % av de forsikringsmessige avsetningene. En heving av grensen vil gjøre den problemstilling departementet er opptatt av mindre aktuell, ettersom plasseringer i spesialfond, med unntak av fond-i-fond,

sjelden eller aldri vil utgjøre så mye som 5 %. I den grad departementet likevel skulle være av den oppfatning at det inntil videre er behov for eksplisitt å regulere verdsettelsen av investeringer i non-UCITS fond, vil FNH be om at departementet først og fremst vurderer minstekrav til verdivurdering i de non-UCITS fond man kan investere i. Vi vil imidlertid på det sterkeste fraråde at det stilles krav til hyppigere enn kvartalsvis verdivurdering i fondene. Dersom det skulle bli stilt krav til hyppigere verdivurdering enn dette, vil hele kategorier av non-UCITS fond kunne falle ut av investeringsuniverset, f.eks. private equity fond.

2.2 Derivater

Finansdepartementet skriver i høringsbrevet:

”Etter dagens derivatforskrift kan derivater anvendes dersom de gjør det mulig å forvalte selskapets eiendeler og forpliktelser mer effektivt ”uten at risikoen økes merkbart”. I forslaget fra Kredittilsynet er dagens krav foreslått fjernet. Finansdepartementet vurderer å beholde kravet om at risikoen ikke kan økes merkbart. Høringsinstansene bes om å vurdere om det kan innføres reguleringer på alternative måter. Finansdepartementet ber også høringsinstansene vurdere et annet ord for effektivisering av forvaltningen. ”

2.2.1 Om tilleggsvilkåret ”uten at risikoen økes merkbart”

FNH støtter Kredittilsynets forslag til klargjøring av bestemmelsen, ved å ta bort et vilkår som har vist seg vanskelig operasjoniserbart og som skaper en viss usikkerhet i reguleringen. Det sentrale ved bruken av derivater i kollektivporteføljen og selskapsporteføljen er at den økonomiske risikoen som selskapet påtar seg er forsvarlig ut fra en helhetlig vurdering, dvs. en vurdering som tar hensyn til størrelsen og løpetiden på forpliktelsene som skal dekkes, investeringsrisikoen i porteføljene, samt tilgjengelig bufferkapital. I tillegg er det sentralt at institusjonen har tilstrekkelig kompetanse og systemer i forhold til de aktivaklasser og finansielle instrumenter som benyttes i forvaltningen. Det sistnevnte er grunnleggende for å sikre en god styring og kontroll med risikoen i den samlede forvaltningen.

Forsikringsloven § 6-6 og de alminnelige kravene til forsvarlighet i forslaget til ny kapitalforvaltningsforskrift, herunder §§ 2-1, § 2-2 og 3-1, vil ivareta hensynet til å sikre forsvarlig bruk av derivater. Det ovennevnte tilleggsvilkåret i gjeldende forskrift knyttet til at risikoen ikke skal økes merkbart er således ikke påkrevet. Denne tankegang samsvarer for øvrig godt med reglene i pensjonskassedirektivet for pensjonsforetaks bruk av derivater.

I det tilfellet departementet, mot formodning, skulle velge å opprettholde vilkåret eller erstatte det med et annet vilkår med sikte på generelt å forby selskapene å ta høyere risiko gjennom bruk av derivater enn de kunne ha oppnådd gjennom disposisjoner i underliggende instrumenter, er det av stor betydning at dette vilkåret, i likhet med dagens vilkår, blir knyttet til den samlede risikoeksponeringen selskapet står overfor. Vi viser i denne forbindelse også til FNHs innspill til Kredittilsynets av 22.12.05 (vedlagt) hvor det på side 22-23 er vist hvordan en konkret begrensning myntet på det å hindre risikoøkende strategier gjennom derivater, faktisk kan være til hinder for hensiktsmessige investeringsstrategier i rentemarkedet som har andre formål enn samlet risikoøkning for selskapet. FNH noterer at Kredittilsynet i høringsnotatet synes å klargjøre at gjeldende derivatforskrift, slik den ble utformet av departementet likevel ikke er til hinder for slike investeringsstrategier, men kan regnes som en strategi som medfører en effektivisering av

forvaltningen uten risikoøkning. Problemstillingen illustrerer likevel hvor vanskelig det er å fastsette konkrete begrensninger på dette området, ut over generelle forsvarlighetsnormer, uten at det vil begrense en hensiktsmessig forvaltning av de forsikringsmidler som skal matche verdien av de forsikringsmessige avsetningene og den risiko disse forpliktelsene representerer.

FNH ønsker også å gjøre oppmerksom på behovet for en helhetlig tankegang når det gjelder bruken av derivater for å redusere selskapets risiko, jf. utkast til § 2-3 i ny forskrift og gjeldende forskrift § 4 annet og tredje ledd. Det er av stor betydning at departementet i utviklingen av nye kapitalforvaltningsregler ser hen til nytt soliditetsregelverk (Solvency II) som er under utarbeidelse i EU og som også vil bli implementert i Norge om noen år. Innføring av markedsverdi på passivasiden av balansen vil synliggjøre renterisiko som følge av ulik løpetid på aktiva- og passivasiden, og selskapene vil som følge av nye regler måtte ha ansvarlig kapital for å dekke renterisikoen. Selv om det i gjeldende regelverk ikke stilles krav om at selskapene tar hensyn til rentegarantirisikoen på forsikringsforpliktelsene, bør selskapene allerede nå ha anledning til å redusere slik risiko ved bruk av blant annet derivater. Dette er nødvendig for kunne starte forberedelsene til Solvency II på et tilstrekkelig tidlig tidspunkt. Vi nevner i denne sammenheng et eksempel som illustrerer problemstillingen:

For å redusere mismatch mellom lang løpetid på forpliktelsene og langt kortere løpetid på aktivaene, kan et alternativ til obligasjoner med lang durasjon være en kombinasjon av obligasjon med flytende rente og en rentebytteavtale, hvor flytende rente byttes mot rente med lang rentebinding. En slik kombinasjon av en obligasjon og rentebytteavtale vil med et ensidig fokus på aktivarisiko kunne ses på som risikoøkende, ettersom renterisikoen (markedsrisikoen) øker ved bruk av rentebytteavtalen. Ut fra et en samlet risikovurdering av aktiva- og passivarisiko vil bruken av de aktuelle rentebytteavtaler medføre en hensiktsmessig risikoreduksjon.

Vi ser at departementet vil kunne ønske å vurdere denne type transaksjoner opp mot forsikringsloven § 6-1, noe som isolert sett vil kunne øke markedsrisikoen på aktivasiden. Denne bestemmelsen viderefører forbudet mot annen virksomhet i forsikringsvirksomhetsloven § 7-1. Dette forbudet mot annen virksomhet er forstått som et forbud mot innlån. Derivatforskriftens § 4 med forbud om merkbar risikoøkning kan ses på som en presisering av et dette forbudet mot gjeldsfinansiering. Forbudet mot annen virksomhet er nærmere omtalt i Ot.prp. nr. 42 (1986-87) om lov om forsikringsvirksomhet, der utvalget siteres som følger:

”Det som er sagt foran viser at kapitalforvaltningen i seg selv ikke er ”annen virksomhet enn forsikring” men en vesentlig del av og forutsetning for selskapenes primære virksomhet. Det er i forhold til de ulike måter selskapenes midler kan plasseres på, at man må vurdere hva som rammes av forbudet mot ”annen virksomhet”.

Utvalget mener at grensen ikke må trekkes så snevert at den forhindrer en kapitalforvaltning som er fornuftig ut i fra de forsikringsoppgaver selskapene skal løse.”

I lys av dette ber FNH om at departementet legger en fornuftig fortolkning av forsikringsloven § 6-1 og § 6-6 til grunn i forhold til bruk av derivater. Hensynet til selskapenes samlede risiko knyttet til forsikringsvirksomheten vil kunne tilsi at det kan være behov for å foreta disposisjoner

gjennom bruk av derivater som isolert medfører økning av renterisikoen på aktivasiden. FNH viser også til omtalen av bruk av derivater i FNHs innspill til Kredittilsynet av 22.12.05 under pkt. 3 i oversendelsesbrevet og kap. 3 i det vedlagte notatet.

2.2.2 Begrepsbruk – ”effektivisering av forvaltningen”

FNH ber om at det vel etablerte begrepet ”effektivisering av forvaltningen” beholdes som begrep i kapitalforvaltningsregelverket knyttet til bruk av derivater. Begrepet henspiller dels det forhold at derivater gjør det mulig for et selskap å oppnå en ønsket risikoeksponering (f.eks. knyttet til rente-, aksje- eller kredittisiko) raskere og/eller med lavere direkte eller indirekte kostnader enn gjennom handel med underliggende finansielle instrumenter. Dels henspiller begrepet at bruk av derivater i kapitalforvaltningen gjør det mulig å skape en risikoeksponering i de ulike porteføljene som det ikke er mulig, eller ikke praktisk, å skape gjennom ”lange” eller ”korte” posisjoner i underliggende finansielle instrumenter.

Vi antar at departementets spørsmål er forårsaket av et mulig ønske om å gi bestemmelsen et mer konkret innhold. FNH ber om at departementet ikke vedtar bruk av et annet begrep, eller en mer utfyllende beskrivelse av hva som menes med effektivisering, uten at dette konkret drøftes med næringen i forkant. Årsaken er at denne type endringer vil kunne begrense mulighetsområdet for forsikringsselskaperens kapitalforvaltning på en uheldig og utilsiktet måte.

Vi ønsker også å trekke frem at bruk av andre begreper eller utfyllende bestemmelser om innholdet i begrepet effektivisering, vil medføre at det ikke vil være samsvar mellom norsk regelverk og regler for bruk av derivater i pensjonskassedirektivet, jf. at det i den offisielle oversettelse av pensjonskassedirektivet til dansk benyttes begrepet: ”*fremmer en effektiv porteføljeforvaltning*” og uten at dette er ytterligere konkretisert.

2.3 Udekkede posisjoner

Finansdepartementet skriver i høringsbrevet:

”Kredittilsynet foreslår at dagens bestemmelse i derivatforskriften § 5 som stiller krav om at utstedelse av kjøpsopsjon og salg på termin bare kan finne sted når selskapet eier eller har tilgang på derivatets underliggende fjernes. Kredittilsynet mener at det generelle kravet om at derivater bare kan benyttes til sikring og effektivisering og kravet til omsettelighet er tilstrekkelig. Finansdepartementet vurderer å videreføre dagenes krav. Høringsinstansenes synspunkter imøteses.”

FNH støtter Kredittilsynets forslag.

2.4 Verdivurdering

Finansdepartementet skriver i høringsbrevet:

”Ved forvaltning av forsikringstakernes midler er det viktig å sikre at forsikringstakerne blir tilført en korrekt avkastning. Finansdepartementet vil etter høringsrunden vurdere å foreta en vurdering av hvordan Kredittilsynets forslag vil påvirke selskaperens mulighet til å foreta en forsvarlig verdivurdering av forvaltningskapitalen i forhold til gjeldende regelverk.

Finansdepartementet imøteser høringsinstansens kommentarer når det gjelder konsekvenser av Kredittilsynets forslag i forhold til verdivurdering. ”

FNH viser til merknadene i pkt. 2.1 ovenfor vedrørende grensene for investeringer i non-UCITS fond, herunder konsekvenser for verdivurdering av investeringene. Vi kan for øvrig ikke se at de andre forslagene fra Kredittilsynet vil reise noen nye vesentlige spørsmål knyttet til verdivurderinger. Forsikringsselskapene har i dag etablert systemer for vurdering av alle balanseposter, herunder eiendelsposter med begrenset likviditet.

2.5 Krav til investeringsvalgportefølje

Finansdepartementet skriver i høringsbrevet:

”Finansdepartementet imøteser høringsinstansenes kommentarer til Kredittilsynets forslag om å endre krav til investeringsportefølje i foretakspensjonsloven, innskuddspensjonsloven og kapitalforvaltningsforskriften. ”

2.5.1 Generelt

FNH ønsker å påpeke at innslaget av konkurranse fra utenlandsbaserte aktører er størst i markedet for investeringsvalsprodukter. Dermed bør også hensynet til like konkurranseforhold vektlegges særlig i forhold til regelverket for slike produkter.

2.5.2 Plasseringsalternativ

FNH støtter med ett unntak Kredittilsynets forslag til plasseringsalternativ for den enkelte investeringsportefølje hos et livsforsikringsselskap. Unntaket gjelder den tilstramning i regelverket som Kredittilsynet foreslår i forhold til utenlandske verdipapirfond som ikke er tillatt markedsført i Norge etter verdipapirfondloven. Slike fond skal etter forslaget ikke lenger kunne inngå i investeringsporteføljer. Dette stenger muligheten for å ta i bruk utenlandske fond som ikke har valgt å søke norske myndigheter om tillatelse til å markedsføre seg overfor allmennheten eller som ikke ville fått slik tillatelse pga. de krav som stilles i verdipapirfondloven. I førstnevnte kategori finner man bl.a. mange store og veldrevne utenlandske non-UCITS fond, som benytter tradisjonell investeringsstrategier uten risikoøkende strategier. I sistnevnte kategori faller de fleste utenlandske spesialfond, herunder hedge fond og fond-i-fond av hedgefond. FNH mener at Kredittilsynets forslaget er uheldig ettersom det medfører at investeringsporteføljer ikke kan innrettes optimalt. I tillegg skaper det problemer i forhold til kunder som allerede har foretatt plasseringer i denne type fond.

Kredittilsynets vurderinger synes å være basert på forbrukerhensyn, dvs. et ønske om å beskytte privatkunder fra å ende opp med en for stor allokering av midler til fond som er meget komplekse og som har et høyt potensielt risikonivå, f.eks. hedge fond med ensidige investeringsstrategier og høy belåning. FNH mener det er gode grunner til ikke å legge de samme vurderinger til grunn i relasjon til investeringsporteføljer som det man har gjort ift. markedsføringsreglene i verdipapirfondloven. For det første foretar forsikringsselskapene en kvalitetssikring av de investeringsprodukter som tilbys kunder i investeringsvalgløsninger. For det andre gir selskapene sine kunder råd i forbindelse med de valg de skal foreta, bl.a. for å bidra til at kundene har en hensiktsmessig risikospredning av sin portefølje og at risikonivået er slik kunden ønsker, jf. også forslaget til en informasjonsplikt i forskriftens § 5-3. For det tredje foretas investeringsbeslutninger

i en del tilfeller av arbeidsgiver, som i mange tilfeller må kunne antas å være en profesjonell kunde. For det fjerde er den type verdipapirfond det her er snakk om tilgjengelig for allmennheten i Norge dersom de selv etterspør fondene. Verdipapirfondloven regulerer markedsføringen, ikke hvorvidt fondene kan kjøpes. Forslaget til Kredittilsynet innebærer således en strengere regulering for investeringsporteføljer enn under verdipapirfondloven og strengere enn dagens regelverk, jf. også Kredittilsynets høringsnotat fra 05.12.03 om samme tema (s. 15).

2.5.3 Regler for særskilte investeringsporteføljer

FNH støtter Kredittilsynets forslag i § 5-2 tredje ledd om at reglene for hvilke aktiva som kan inngå i en særskilt investeringsportefølje skal følge reglene som gjelder for forvaltningen av kollektivporteføljen, jf. liste over aktiva i forslag til § 3-2 i utkastet. Forslaget vil ha flere positive konsekvenser for både kunder og selskap. Blant annet vil et større investeringsunivers gi kundene tilgang på flere risikoutjevne instrumenter og en bedre mulighet til å foreta optimale sammensetninger av kundenes porteføljer. Videre vil selskapenes kapitalforvaltning i betydelig grad kunne effektiviseres ettersom investeringsuniverset i kollektivporteføljen og investeringsvalgporteføljen etter forslaget med ett unntak blir likt.

Forslaget til § 5-2 tredje ledd bygger videre på at kravene til kollektivporteføljen om spredning av investeringene (jf. §§ 3-3 til 3-5) kommer direkte til anvendelse på den enkelte kundes særskilte investeringsportefølje. FNH forstår bakgrunnen for Kredittilsynets forslag, jf. at det i dag er et spredningskrav for særskilte investeringsporteføljer basert på reglene for verdipapirfond. FNH kan likevel ikke støtte forslaget fra Kredittilsynet på dette punktet.

Det er ikke rimelig, slik følgen av Kredittilsynets forslag vil bli, at det ikke vil være mulig å foreta de samme typer investeringer i særskilte investeringsporteføljer som i verdipapirfond etter forslaget § 5-2 andre ledd nr. 1 og 2. Et eksempel på dette kan være nasjonale fond som investerer i verdipapirer utenfor sone A.

FNH prinsipale syn er at regelverket for investeringsvalgporteføljen bør bygge direkte på de minstekrav som følger av EUs regulering. Det vises til livsforsikringsdirektivet (direktiv 2002/83/EF) hvor det fremgår at investeringsporteføljer er unntatt fra spredningskravet i direktivets artikkel 22 og 24, jf artikkel 25 nr. 3. Det kan i denne forbindelse nevnes at både de svenske og danske reglene for investeringsvalgsprodukter er utformet i samsvar med EUs regelverk.

FNH mener spredningsregler i samsvar med EUs regelverk må innføres også i Norge, det vil si at spredningsreglene i forskriftsutkastets kapittel 3 ikke bør gjøres gjeldende for særskilte investeringsporteføljer.

Plasseringsbegrensningene i forskriftsutkastets kapittel 3 i denne forbindelse er særlig problematiske for følgende aktivaklasser:

- *Fast eiendom, jf. § 3-5 første ledd*
Spredningskravet for eiendom vil, dersom spredningsreglene i § 3-5 legges til grunn slik; et forsikringsselskap kan ikke ha eiendommer (eller flere eiendommer som ligger tilstrekkelig tett sammen) i en investeringsportefølje som utgjør mer enn 10 % av de

forsikringsmessige avsetningene i den særlige investeringsportefølje. FNH mener dette er urimelig.

Kredittilsynets vurderinger i høringsnotatet knyttet til innføring av et spredningskrav også mot fast eiendom tilknyttet investeringsporteføljer er svært begrenset. For eiendom vil en lett komme i strid med spredningskravet i § 3-5 relatert til den særlige investeringsvalgporteføljen, dersom en bruker samme tankegang som for verdipapirfond der spredningskravet ligger på selve fondet.

Dersom et selskap ønsker å etablere en særskilt investeringsportefølje bestående av eiendom, vil henvisningen i § 5-2, jf. § 3-5, medføre at den særskilte investeringsportefølje må tilknyttes minst 10 eiendommer der hver eiendom ikke har en større verdi enn 10 % av verdien i den særskilte investeringsporteføljen.

Et slikt spredningskrav er vanskelig å gjennomføre, særlig for mindre selskaper. Også for større selskaper kan imidlertid et spredningskrav mot fast eiendom være problematisk; for eksempel dersom selskapet ønsker å etablere en særskilt investeringsportefølje bestående av eiendommer innenfor et eller flere definerte segmenter. Følgende eksempler kan nevnes:

- Ved etablering av en særskilt investeringsportefølje bestående av segmenteiendommer som for eksempel kjøpesenter og hoteller vil det være svært vanskelig å oppnå et spredningskrav med minst 10 eiendommer tilknyttet den særskilte investeringsportefølje.
- Ved etablering av særskilte investeringsporteføljer med en geografisk sammensetning, for eksempel utenlandske eiendommer, eller geografisk plassering i særlige deler av Norge, f eks Østlandet vil en lett komme i konflikt med spredningskravet.

Det er nærliggende å legge til grunn at forsikringsselskap innen kort tid ønsker å benytte modeller der en deler opp eiendommene i spesialiserte investeringsfond – for eksempel en investeringsportefølje med bare hoteller. Selskapene vil da fort komme i strid med spredningskravet, så lenge verdien vurderes i forhold til verdien i den særlige investeringsportefølje.

FNH mener det også for eiendom bør være unntak for spredningskravet, slik som EU-direktivene for livsforsikring anbefaler medlemslandene.

- *Non-UCITS fond, jf. § 3-3 tredje ledd og § 3-4 tredje ledd*
FNH mener det ikke kan legges tilsvarende begrensninger på hvor stor andel som kan investeres i non-UCITS fond i en særskilt investeringsportefølje som for kollektivporteføljen. Etter dagens kapitalforvaltningsforskrift § 15 andre ledd, kan selskapene tilby non-UCITS fond i kontrakter med investeringsvalg. Vi kan ikke se at det er spesielle grunner til å endre dette, og antar at innstramningen er en ikke tilsiktet følge av Kredittilsynets forslag. Vi mener særlig at hensynet til konkurranse fra utenlandske aktører

er viktig i denne forbindelse ettersom utenlandske aktører fritt kan tilby non-UCITS fond for investeringsvalgsprodukter.

Som det fremgår av avsnitt 2.1 over er det en rekke ulike typer fond som defineres innenfor begrepet non-UCITS fond. Under kategorien non-UCITS-fond faller bl.a. nasjonale fond hvor man eksempelvis kan ha fått unntak fra bestemmelsene om spredning slik at man kan plassere midler iht. sammensetningen av hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX). Fondene er godkjent av Kredittilsynet for salg og markedsføring i Norge. Slike aksjefond benyttes i dag som en sentral byggekloss av selskapene, blant annet innenfor innskuddspensjonsprodukter, og for et av våre medlemselskaper utgjør et enkelt nasjonalt fond bestående av norske aksjer inntil 16 % i porteføljen. Vi kan ikke se vektige grunner for at denne praksisen ikke kan fortsette.

Det vises for øvrig til at det i avsnitt 6.2 (side 38) i bakgrunnsnotatet fra Kredittilsynet heter at fond som er tillatt markedsført i Norge skal kunne benyttes i en investeringsvalgportefølje. Dette skulle i tillegg til UCITS-fond omfatte også norske nasjonale fond og utenlandske nasjonale fond som har fått tillatelse til markedsføring i Norge. Det er ikke inntatt i forskriftsteksten at det er like muligheter til å investere i de omtalte nasjonale fondene som i UCITS-fond.

Plasseringsbegrensningene som er foreslått vil frata kundene gode og hensiktsmessige investeringsalternativer, og er således meget uheldige.

o *Valuta, jf. § 3-3 fjerde ledd*

Det kan etter FNHs oppfatning ikke stilles krav om at kunder innenfor investeringsporteføljer skal valutasikre porteføljen på samme måte som et selskap må innenfor kollektivporteføljen.

Det vises for øvrig til synspunktet nevnt over om at det må være tillatt med de samme investeringer i særskilte investeringsporteføljer som i verdipapirfond etter forslaget § 5-2 andre ledd nr. 1 og 2.

I den grad departementet skulle velge å beholde noen av de gjeldende kvantitative grensene som Kredittilsynet har foreslått ikke å videreføre for kollektivporteføljen, vil disse også være problematiske i forhold til sammensetningen av særskilte investeringsporteføljer.

FNH viser i denne forbindelse til at Kredittilsynet har vektlagt at spredningsreglene for kollektivporteføljen er basert på soliditetshensyn, mens regelverket for investeringsvalgporteføljen bør baseres på kundevernensyn. En begrunnelse for fremdeles å ha visse spredningskrav i kollektivporteføljen ut fra reelle soliditetsmessige hensyn eller ut fra hensynet til EØS-forpliktelsene er følgelig ikke direkte overførbar til investeringsvalgporteføljen.

Dersom Finansdepartementet skulle mene at det er behov for å fastsette spredningskrav for særskilte investeringsporteføljer bør disse baseres på de konkrete reelle hensyn som gjør seg gjeldende for de kunder som vil foreta plasseringer i slike porteføljer. Ved en slik vurdering må det tas hensyn til hvilken informasjon og hvilken veiledning kundene vil få før de foretar plasseringer i

særskilte investeringsporteføljer, jf. forslag til § 5-3 om informasjonsplikt. Spredningskravene i disse porteføljene må også ses i sammenheng med det øvrige regelverket for investeringsvalgporteføljen. I så måte vil vi trekke frem at det verken i dagens regelverk eller i regelverket som er foreslått av Kredittilsynet er noen hindringer for at de personer og bedrifter som foretar investeringsvalg, foretar store investeringer i aksjefond med en svært ensidig risikoeksponering, f.eks. smale bransjefond eller smale regionale fond. Evt. særskilte begrensninger for særskilte investeringsporteføljer må stå i rimelig forhold til de begrensninger som gjelder for sammensetning en investeringsportefølje etter forslaget til § 5-2 annet ledd.

Vi vil samtidig minne om at konkurransesituasjonen i næringen har endret seg betydelig i de senere år, med en langt sterkere konkurranse fra utenlandske aktører. Ettersom reguleringen av kapitalforvaltningen tilligger hjemlandets kontroll i henhold til EUs regelverk, vil eventuelle særnorske begrensninger gi en vanskelig konkurransesituasjon for norske virksomheter i og med at unødige begrensninger i det norske kapitalforvaltningsregelverket reduserer norske forsikringsselskapers konkurransekraft, noe som over tid vil undergrave lønnsomheten og dermed også soliditeten i næringen.

Vi vil også trekke frem at forsikringsselskapene har sterke incentiver til å utforme de særskilte investeringsporteføljene på en forsvarlig måte med en hensiktsmessig risikospredning. Særlig pensjonssparing har et langsiktig perspektiv og forsikringsselskapene er avhengig av kundenes tillit. Denne tilliten vil kunne bli ødelagt dersom ikke de produkter selskapene tilbyr har en god kvalitet, eller dersom det oppstår et misforhold mellom informasjon som blir gitt om produktenes avkastningsrisiko og avkastningsegenskaper og de reelle forhold. Særlig alvorlig vil det være dersom produkter som forsikringsselskapene selv setter sammen – særskilte investeringsporteføljer – ikke lever opp til de forventninger som skapes. Forsikringsselskapene vil således ha en meget sterk egeninteresse i at særskilte investeringsporteføljer blir sammensatt på god og forsvarlig måte, og at det blir gitt korrekt informasjon om porteføljenes egenskaper.

2.5.4 Åpning for direkteinvesteringer i enkeltaktiva i særskilte investeringsporteføljer

Kredittilsynet går i høringsnotatet inn for at det ikke skal åpnes for at kunder på individuelt grunnlag skal kunne sette sammen og forvalte en særskilt investeringsportefølje.

Det konsoliderte livsforsikringsdirektivets artikkel 23 åpner for at direkteinvesteringer i obligasjoner, utlån, aksjer og fast eiendom kan inngå i investeringsporteføljer. FNH mener hensynet til institusjonenes konkurransevilkår og kundenes valgfrihet tilsier at det også åpnes for dette i Norge. For de norske livselskapene er det konkurransemessig meget uheldig at de ikke har anledning til å tilby slike produkter samtidig som produktene er tillatt solgt av utenlandske selskaper i Norge.

Vi mener det er to mulige løsninger på denne problemstillingen. Enten må kapitalforvaltningsregelverket endres slik at også norskbaserte selskaper kan tilby de aktuelle produktene. Alternativt må skattereglene endres slik at det kun gjelder gunstige skatteregler for produkter som *ikke* gir anledning til direkteinvesteringer i enkeltaktiva. Dette vil føre til at produktet heller ikke vil kunne tilbys av utenlandske aktører.

FNH ser at dette spørsmålet er av en slik art at det vil kunne kreve en nærmere utredning. Vi mener imidlertid at markedsforholdene, der de utenlandsbaserte selskapene som tilbyr produkter med direkteinvesteringer i enkeltaktiva har tatt til dels vesentlige markedsandeler, taler for at denne utredningen bør starte så snart som mulig. Av hensyn til at norske selskaper skal kunne konkurrere under like vilkår på det norske markedet som utenlandsbaserte konkurrenter, er det viktig med en avklaring på dette området.

3. Andre merknader til Kredittilsynets forslag

3.1 Virkeområde

En teknisk merknad til § 1-1 om virkeområde er at det kan synes som om kapittel 2 kun gjelder for forsikringselskaper og ikke for pensjonsforetak, ettersom man bruker begrepet selskap. Videre mangler en presisering av virkeområde for forskriftens kapittel 4.

3.2 Plasseringsregler ved forvaltning av kollektivporteføljen

3.2.1 § 3-2 Eiendeler som kan dekke forsikringsmessige avsetninger

Fast eiendom

FNH støtter at det opprettes nye investeringsalternativ for fast eiendom med plassering i verdipapirfondsandeler og selskapsandeler, jf. forslag til § 3-2 nr. 8 og 9. Når det gjelder den konkrete utformingen av bestemmelsen har vi følgende merknader:

(1) FNH ønsker en klargjøring av hvordan begrepet "eiendomsselskap som ikke er lånefinansiert" i selve forskriften, evt. gjennom veiledning til forskriften (rundskriv fra Kredittilsynet). FNH er spesielt opptatt av at i de tilfeller selskapene står overfor investering i en gruppe av eiendomsselskap gjennom et morselskap (holdingmodell), bør ikke intern gjeld, f.eks. fra mor til datter i en slik gruppe, medføre at slike investeringer ikke kan benyttes til å dekke forsikringsmessige avsetninger etter § 3-2 nr. 8 og 9 i Kredittilsynets forslag. Det sentrale må være om investeringen forsikringsselskapet foretar er å anse som gjeldsfinansiert, noe den kun vil være dersom en gruppe av eiendomsselskap har tatt opp ekstern gjeld.

(2) Forslaget til § 3-2 nr. 8 og 9 er henholdsvis knyttet til følgende begrensninger "virksomheten i selskapet er begrenset til plasseringer som nevnt i" og "verdipapirfond og andre andeler i foretak som utelukkende kan plassere sine midler i aksjer og annen ansvarlig kapital i eiendomsselskap som". Dersom disse begrensningene skal forstås ordrett, vil de virke unødig begrensende. Både eiendomsselskaper og fond/selskaper som investerer i eiendomsselskaper vil i perioder kunne ha betydelige likvider, som må kunne plasseres på en hensiktsmessig måte f.eks. i bankinnskudd, pengemarkedsfond og rentebærende verdipapirer. Dette vil f.eks. kunne være likvider som kommer inn ved salg av en eiendom, i påvente av en ny investeringsmulighet eller tilbakebetaling til eierne. Vi legger til grunn at intensjonen bak forslaget ikke har vært å forby denne type midlertidige likviditetsplasseringer, som er en helt naturlig del av det å drive et eiendomsselskap. Det vil likevel være ønskelig at bestemmelsene omformuleres noe for ikke å skape unødvendig usikkerhet på dette punkt. Det vil f.eks. være mulig å knytte begrensningene til at "selskapet har som hovedformål å plassere i" og fond/selskaper " som i det alt vesentlige plasserer sine midler i".

(3) I forslaget til § 3-2 nr. 9 benyttes begrepet verdipapirfond i forhold til fond som investerer i eiendomsselskaper. Vi kan ikke se at det etter gjeldende verdipapirfondlov og forvaltningspraksis

er anledning til å etablere den type fond det her er snakk om som et norsk verdipapirfond. For ikke å skape usikkerhet knyttet til bestemmelsen ber vi om at begrepet verdipapirfond blir byttet ut mot det mer generelle begrepet eiendomsfond i den aktuelle bestemmelsen.

(4) Slik forslaget til § 3-2 nr. 9 er utformet, synes investeringer i fond-i-fond av eiendomsfond ikke å kunne regnes inn under denne bestemmelsen. FNH kan ikke se noen reelle hensyn som taler for at plasseringer i et fond-i-fond av eiendomsfond ikke skal kunne likestilles med plasseringer i et eiendomsfond. FNH ber derfor om at denne bestemmelsen suppleres med ett siste punktum som åpner for dette, f.eks. slik: ”Andeler i fond-i-fond av eiendomsfond hvis hovedformål er å investere i fond som nevnt i første punktum”.

(5) FNH ber om at hotellinvesteringer også kan inngå blant de investeringer som kan foretas gjennom verdipapirfondsandeler og selskapsandeler i § 3-2 nr 8 og 9. I henhold til Kredittilsynets rundskriv 7/98 hvor det gis tolkninger og presiseringer vedrørende gjeldende kapitalforvaltningsforskrift faller investeringer i hotell i kategorien ”fast eiendom som ikke omfattes av omsettelig bolig- og kontor/forretningseiendom”, jf. 6 nr. 10 i gjeldende forskrift og § 3-2 nr. 7 i forslag til ny forskrift. I forslaget til § 3-2 nr. 8 og 9 er det kun henvist til plasseringer som nevnt i nr. 6 (omsettelig bolig- og kontor/forretningseiendom) og ikke nr. 7 (fast eiendom som ikke omfattes av nr. 7). Vi ber således om at det henvises både til § 3-2 nr. 6 og 7 i § 3-2 nr. 9 og 10.

Non-UCITS fond

Kredittilsynet har foreslått å løfte investeringer i non-UCITS fond ut av ”sekkeposten” for øvrige eiendeler i gjeldende forskrift § 6 nr. 14, jf. utkast til ny § 3-2 nr. 14. I stedet etableres non-UCITS fond som en egen gruppe eiendeler i ny § 3-2 nr. 11. I tråd med det FNH har uttalt ovenfor støtter FNH denne endringen. Vi ønsker her kun å nevne et forskriftsteknisk forhold: Til tross for de nevnte endringer har Kredittilsynet i forslaget til ny § 3-2 nr. 14 likevel ikke slettet ordene ”andeler i verdipapirfond”. Vi antar at dette skyldes en inkurie og at ordene andeler i verdipapirfond skal strykes fra nr. 14, jf. at nr. 9, 10 og 11 i samme bestemmelse nå vil omfatte alle typer av verdipapirfond (eiendomsfond, UCITS-fond og andre non-UCITS fond).

Andre omsettelige finansielle instrumenter

Kredittilsynet har i forslag til § 3-2 nr. 14, Andre omsettelige finansielle instrumenter, tatt inn en formulering om at denne kategorien instrumenter skal begrenses til instrumenter som ”ikke omsettes på regulert marked”. FNH mener denne formuleringen må være en inkurie ettersom et liknende krav ikke finnes i gjeldende kapitalforvaltningsforskrift, og det i høringsnotatet fra Kredittilsynet heter at Kredittilsynet foreslår å videreføre dagens ordlyd. Det er en rekke finansielle instrumenter som omsettes på et regulert marked, men som ikke kommer inn under § 3-2 nr. 1 til og med nr. 13, som selskapene i dag plasserer i denne sekkeposten. Et eksempel kan være statsobligasjoner i stater utenfor sone A. Vi ber derfor om at forskriftsteksten endres til for eksempel:

”Omsettelige aksjer, eierandeler, andeler i verdipapirfond, fordringer og liknende finansielle instrumenter som kan realiseres på kort sikt. Villkåret om realisering på kort sikt gjelder ikke der utsteder er norsk finansinstitusjon, kredittinstitusjon etablert i EØS-stat eller forsikringsselskap etablert i EØS-området.”

3.2.2 § 3-3 *Generelle plasseringsbegrensninger*

Krav til matching av valuta mellom forsikringsmessige avsetninger og plasseringer

FNH ønsker prinsipielt at de frihetsgrader som ligger i EUs livsforsikringsdirektiv og skadeforsikringsdirektiv med hensyn til kapitalforvaltning tas inn i den norske kapitalforvaltningsforskriften. Vi forutsetter selvsagt at disse frihetsgrader kun utnyttes i den grad det er forenlig med det overordnede kravet til en forsvarlig kapitalforvaltning, jf. forsikringsloven § 6-6. Et avvik mellom det norske regelverket og EUs minstekrav, som Kredittilsynet ikke har drøftet i sitt høringsnotat, er relatert til matchingskravet i forhold til valutarisiko. I forslag til § 3-3 fjerde ledd er det foreslått en videreføring av gjeldende regler for matching av valuta mellom aktiva og passiva, med en hovedregel om krav til minst 80 % matching for kollektivporteføljen. Matchingsreglene fremgår av artikkel 26 i livsforsikringsdirektivet, som igjen henviser til regler i anneks II. Gjeldende regel i kapitalforvaltningsforskriften bygger pkt. 4 i anneks II. Pkt. 5 i annekset inneholder imidlertid en unntaksregel fra pkt. 4, som åpner for at plasseringer i euro kan likestilles med plasseringer i hjemlandets valuta, dvs. slik at det ikke foreligger et eksplisitt krav til valutasikring av plasseringer i euro. En tilsvarende unntaksregel følger av skadedirektivet, jf. artikkel 23 i den konsoliderte versjonen av direktivet.

FNH ber om at dette sistnevnte unntaket tas inn i den nye kapitalforvaltningsforskriftens bestemmelser for kollektivporteføljen i § 3-3 fjerde ledd. I tillegg til det prinsipielle standpunktet nevnt ovenfor, vil vi vise at en mulighet til å foreta rentebærende plasseringer i euro uten at det foretas valutasikring, isolert sett vil bedre muligheten for livsforsikringsselskaper å skaffe seg plasseringer med lang rentebinding som kan bidra til å avdekke de langsiktige renteforpliktelsene på passivasiden, jf. de krav som vil komme ved innføring av nytt solvensregelverk om noen år (Solvency II). Vi vil for ordens skyld presisere at kravet til forsvarlig kapitalforvaltning uansett vil sette klare begrensninger for bruk av obligasjoner med åpen valutarisiko i euro i kollektivporteføljen. Vi viser i så måte til at plasseringer i langsiktige obligasjoner denominert i euro vil medføre både en valutarisiko for selskapet og en mismatch i renterisiko, jf. at langsiktig eurorente ikke samsvarer med langsiktig norsk rente.

3.3 Regler for investeringsvalgporteføljen - informasjonsplikt

Det vises til merknadene under pkt. 2.5 ovenfor vedrørende § 5-2 om plassering av midler i livsforsikring med investeringsvalg. FNH har i tillegg noen merknader til § 5-3 i forslaget om informasjonsplikt.

FNH viser til pkt. 6.5 i høringsnotatet hvor Kredittilsynet drøfter rådgivnings- og informasjonsplikten overfor kunder innen livsforsikring med investeringsvalg. Vi støtter at det blir foretatt en samordning av informasjonskravene i kapitalforvaltningsforskriften og informasjonskravene i forsikringsavtaleloven med tilhørende forskrift, og at regelverket blir gjort gjeldende for alle etablerte tilbydere av livsforsikring med investeringsvalg i det norske markedet, dvs. enten tilbyder er et norsk eller utenlandsk forsikringsselskap. Det sistnevnte er viktig både ut fra hensynet til forsikringskundene og konkurranseflaten mellom norske og utenlandske tilbydere. Vi vil samtidig gjøre oppmerksom på at det ligger krav om informasjon i lov om foretakspensjon § 2-8 og lov om innskuddspensjon § 2-7, med utfyllende regler i forskrift til innskuddspensjonsloven Del 1 (§§ 1-1 til 1-3). Også disse informasjonskravene bør samkjøres med de øvrige informasjonskravene.

Når det gjelder bestemmelsen i § 5-3 annet ledd om prospekt støtter FNH at forskriften åpner for at slike opplysninger også må kunne gis på engelsk. Vi viser i denne sammenheng til at verdipapirfondloven § 7-4 åpner for at informasjon som skal gis til investorer etter bestemmelser i verdipapirfondloven kan gis på annet språk enn norsk dersom det åpnes for det gjennom forskrift eller gjennom enkeltvedtak foretatt av Kredittilsynet. Det er viktig at det blir samsvar mellom språkkravet etter verdipapirfondloven og forskriftens § 5-3 annet ledd. FNH har ovenfor bedt om at det i livsforsikring med investeringsvalg kan tilbys andeler i utenlandske non-UCITS fond som ikke har søkt om godkjenning for markedsføring i Norge. Slike fond vil typisk ha sitt informasjonsmateriale på engelsk. En gjennomføring av dette tilsier også at opplysninger på engelsk må kunne anses tilstrekkelig.

For øvrig heter det i høringsnotatet fra Kredittilsynet (s. 46-47) at reglene om prospekt også skal gjelde de særskilte investeringsporteføljer, og at prospektforskriften i disse tilfellene må "anvendes så langt som mulig". Det er ikke tatt inn en slik presisering i forskriftsutkastet. FNH ber om at det presiseres at bestemmelsene i prospektforskriften skal gjelde så langt som mulig hva angår særskilte investeringsporteføljer.

3.4 Lokalisering av eiendeler

Det er nyttig at Kredittilsynet i høringsnotatet har klargjort forståelsen av kravene til lokalisering av visse plasseringer i bank, fond og eiendom utenfor EØS-området. FNH konstaterer at kravene til norske forsikringsselskaper på dette området likevel er noe strengere enn det som gjelder i en del andre land. Utfallet av dette er bl.a. at norske forsikringsselskaper ikke kan investere i en del fondsprodukter som andre lands forsikringsselskaper har anledning til. Den nærmere årsaken til dette er at noen utenlandske fond ikke utsteder fysiske andelsbevis som kan deponeres i bank innenfor EØS-området, eller dennes underdepotmottager.

FNH viser til det vedlagte innspillet fra FNH til Kredittilsynet av 22.12.05 hvor det foreslås å ta inn en bestemmelse i reglene for lokalisering basert på det danske regelverket. Denne bestemmelsen vil på den ene side bidra til at myndighetenes behov blir ivaretatt, samtidig som at myndighetene ikke pålegger selskapene unødige begrensninger. Det vil være ønskelig at Finansdepartementet også vurderte dette spørsmålet nærmere.

3.5 Forslag til endring av lov om foretakspensjon og lov om innskuddspensjon

FNH mener det ville være mest hensiktsmessig om kravene til sammensetningen av en investeringsportefølje etter pensjonslovene blir regulert i kapitalforvaltningsforskriften med hjemmel i de to pensjonslovene, samt forsikringsloven. Dette vil sikre en nødvendig fleksibilitet i reglene, jevnfør at det også i fremtiden vil skje en utvikling på kapitalforvaltningsområdet, som det vil være ønskelig å ta hensyn til i regelverket. Slike justeringer bør kunne foretas av Finansdepartementet som forskriftsendringer og ikke underlegges så omfattende og tidkrevende prosesser som en lovbehandling medfører.

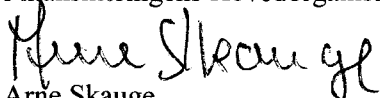
Vi vil for øvrig gjøre oppmerksom på at riktig henvisning i lov om foretakspensjon § 11-4 tredje ledd og lov om innskuddspensjon § 3-4 tredje ledd er lov om forsikringsselskaper, pensjonsforetak og deres virksomhet mv. (forsikringsloven), og ikke lov om forsikringsvirksomhet som det heter i Kredittilsynets forslag til endring i disse bestemmelsene.

4. Avsluttende kommentarer

Det er ikke foreslått noe tidspunkt for når den nye kapitalforvaltningsforskriften og endringene i lov om foretakspensjon og lov om innskuddspensjon skal tre i kraft, bortsett fra at det er foreslått en overgangsregel for pensjonskasser. FNH antar at det er mest hensiktsmessig at loven trer i kraft 01.01.08, dvs. samtidig med delene av ny forsikringslov som gjelder for livsforsikringsselskaper. Det er imidlertid viktig at det nye regelverket fastsettes så raskt som mulig, slik at selskapene kan begynne å forberede implementeringen så tidlig som mulig.

Med vennlig hilsen

Finansnæringens Hovedorganisasjon



Arne Skauge

Adm. direktør

Vedlegg: FNHs innspill til Kredittilsynet av 22.12.05 og 01.07.05 om behov for endringer i kapitalforvaltningsregelverket