

Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo

Oslo, 15. april 2004

### **Høring – tilpasninger i pensjonslovgivningen som følge av ikrafttredelsen av forskrift om verdipapirfonds handel med derivater**

Det vises til departementets høringsbrev datert 20. januar 2004. Verdipapirfondenes Forening har følgende merknader til forslagene som fremmes:

1. Departementet viser i høringsbrevet til at bakgrunnen for at Kredittilsynet ble bedt om å utarbeide forslag til tilpasninger i regelverket for pensjonssparing som følge av ikrafttredelsen av derivatforskriften, er at denne gir adgang til å etablere verdipapirfond som kan øke risikoen ved hjelp derivatstrategier og at dette *«representerer en investering som i stor grad skiller seg fra det investeringsunivers som tidligere har vært tilgjengelig for verdipapirfond.»* Departementet skriver videre at det derfor ikke er *«hensiktsmessig at midler tilknyttet skattebegunstigede pensjonsordninger skal kunne investeres i andeler i verdipapirfond hvor det benyttes derivatstrategier som innebærer at risiko i fondet kan økes vesentlig.»* Kredittilsynet følger opp dette gjennom å foreslå at pensjonsmidler kun kan plasseres i UCITS-fond som ikke anvender derivater til å øke risikoen. Formålet med de foreslåtte bestemmelsene er dermed å forhindre at pensjonsmidler plasseres i fond som faller innenfor kategorien «risikøkende derivatstrategier». Vi antar at hensynet bak er å begrense risikoen som den enkelte pensjonssparer skal ha anledning til å påta seg. Dette hensynet har vi ingen problemer med å slutte oss til.

Etter vår oppfatning er det imidlertid ikke uten videre slik at plasseringer i «ordinære» UCITS-fond er mindre «risikable» enn fond som anvender derivater. Vi viser til at UCITS-direktivet ikke regulerer hvilken risiko det enkelte verdipapirfond kan ta, men primært omhandler diversifiseringsregler og krav til likviditeten i fondets underliggende plasseringer. For oss fortøner det seg derfor ikke helt logisk at en pensjonssparer skal ha full anledning til å plassere sine midler i et UCITS-fond som investerer i for eksempel russiske småbedrifter (eller andre markeder eller sektorer med høy historisk volatilitet), mens vedkommende ikke skal ha adgang til å plassere i for eksempel et fond i fond som plasserer i ulike underliggende hedgefond (multistrategi hedgefond) som historisk har hatt langt lavere volatilitet. På denne bakgrunn vil vi generelt reise spørsmålet om det foreliggende utkastet i tilstrekkelig grad kan sies å regulere de hensyn som ligger bak forslagene.

2. Kredittilsynet foreslår at fondsmidler tilknyttet skattebegunstigede pensjonsordninger bare skal kunne plasseres i UCITS-fond som ikke anvender derivater til å øke risikoen i porteføljen, jf. § 4 i forskriftsutkastet. Samtlige nasjonale fond (non-UCITS) er etter

forslaget således holdt utenom. Forslaget begrunnes med at det ellers kan «bli vanskelig å føre tilsyn med at utenlandske tilbydere av skattebegunstigede pensjonsordninger fra EØS-området etterlever forskriften».

Vi er kritiske til at man på denne måten utelukker en lang rekke nasjonale fond som ikke atskiller seg nevneverdig fra UCITS-fond:

- For det første vil samtlige norske aksjefond som etter sine vedtekter skal replikere sammensettingen av selskapene notert på Oslo Børs falle utenom. Disse fondene er definert som nasjonale fond fordi de har fått unntak fra diversifiseringskravet i UCITS-direktivet som blant annet sier at ingen enkeltinvesteringer kan utgjøre mer enn 10 prosent av fondets eiendeler. Dette unntaket er nødvendig for at fondet skal kunne replikere hovedindeksen på Oslo Børs, jf. at selskaper som Statoil og DnB Nor har en vekt i indeksen som overstiger dette nivået. Flere av foreningens medlemsselskaper har valgt å replikere hovedindeksen for samtlige av sine aksjefond med norsk investeringsmandat og har således kun nasjonale norske aksjefond i sitt sortiment.
- Videre er samtlige såkalte fond i fond, dvs. verdipapirfond som etter sine vedtekter utelukkende plasserer sine midler i ett (eller færre enn fem) underfond, definert som nasjonale fond (selv om underfondet er et UCITS) og faller således også utenom. Fond i fond med ett underfond er i stor grad blitt etablert for å kunne tilby andelseierne verdipapirfond med utenlandske investeringsmandater, og det er etablert et stort antall slike fond i det norske markedet.

Kredittilsynets forslag innebærer således at en rekke av de verdipapirfond som norske forvaltningsselskaper i dag tilbyr ikke vil kunne inngå som plasseringsalternativer for skattefaviserte pensjonsordninger. Vi legger til grunn at Kredittilsynet ikke mener at disse fondene har egenskaper som tilsier at de bør utelukkes, jf. at begrunnelsen som Kredittilsynet gir for sitt forslag er vanskeligheter med å kunne føre tilsyn med hvorvidt utenlandsregistrerte fond oppfyller forskriften. Etter vår oppfatning kan ikke dette anses som en tilstrekkelig begrunnelse for å utelukke et så vidt stort antall norskregistrerte verdipapirfond fra å kunne inngå som plasseringsalternativer for skattebegunstigede pensjonsordninger.

Vi mener at samtlige verdipapirfond som er tillatt markedsført i Norge, men som ikke bruker risikoøkende derivatstrategier, må kunne benyttes ved plasseringer av midler i disse pensjonsordningene.

3. I Kredittilsynets høringsutkast er det ikke foretatt noen distinksjon mellom privatpersoner og profesjonelle. I utgangspunktet har vi som omtalt over forståelse for at det kan være på sin plass å begrense risikoen som enkeltpersoner skal ha anledning til å påta seg når det gjelder plasseringen av sin pensjonssparing. Det samme hensynet mener vi imidlertid ikke kan anføres når det gjelder profesjonelle aktørers plasseringer. Ved sammensettingen av en særskilt investeringsportefølje innenfor en skattebegunstiget pensjonsordning vil et forsikringsselskap benytte en rekke ulike «byggeklosser», herunder derivater, for å balansere risikoen i porteføljen. Vi mener at også verdipapirfond med risikoøkende derivatstrategier bør kunne inngå som en lovlig byggekloss i denne sammenheng, og vi er derfor kritiske til at det også for profesjonelle aktører foreslås satt et eksplisitt forbud mot å inkludere slike fond i pensjonsporteføljen. Etter vår oppfatning bør reguleringen heller

knyttes opp mot den totale investeringsporteføljen framfor å fastsette ufravikelige begrensninger i forhold til hvilke enkeltelementer (byggeklosser) som kan inngå.

Vi vil avslutningsvis minne om den vurderingen som Finansdepartementet har bedt Kredittilsynet foreta når det gjelder innføring av et reguleringsmessig skille i verdipapirfondloven mellom nettopp profesjonelle investorer og andre. De hensyn som ligger til grunn for dette arbeidet er etter vår oppfatning også gyldig når det gjelder vurderingen av de tilpasninger som skal foretas i pensjonslovgivningen som følge av ikrafttreddelsen av forskrift om verdipapirfonds handel med derivater.

Med vennlig hilsen  
Verdipapirfondenes Forening

Lasse Ruud  
Adm. direktør