

BAHR

Nyhetsbrev

Finanstilsynet begrenser Private Equity-investeringer for forsikringsselskaper og kapitalforvaltning

23. november 2021

Peter Hammerich, advokat (H)

Markus Heistad, advokat

Advokatfirmaet BAHR AS

1. Innledning

Finanstilsynet sendte i april i år et brev til alle livsforsikringsforetak og pensjonskasser om «Pensjonsinnretningers behandling av forvaltningsvederlag ved plassering av kundemidler til forvaltning i fond». Forsikrings-selskap og pensjonskasser må hvert år fastsette en pristariff, som er bindende for året. Finanstilsynet mener at pristariffen skal omfatte «samtlige kapitalforvaltningskostnader i prisen for forvaltning av kundemidler, herunder kostnader som påløper når kundemidler investeres i verdipapirfondsandeler eller i andre fond». Vi mener at dette er en feil tolkning av loven som også vil kunne ha negative økonomiske konsekvenser. Finanstilsynets tolkning innebærer at store deler av fondstilbudet – hvor det er suksesshonorar – i praksis utelukkes fra investeringsuniverset. I begge tilfeller vil det kunne gi pensjonskunder og pensjonsinnretninger et dårligere tilbud, uten reell tilgang til langsiktige fondsinvesteringer med høyere avkastningspotensiale og effektivt utestenge pensjonstilbyderne fra å plassere kapital i det grønne skiftet.

Finanstilsynet fastholder ... at pensjonsinnretningene skal inkludere samtlige kapitalforvaltningskostnader i prisen for forvaltning av kundemidler, herunder kostnader som påløper når kundemidler investeres i verdipapirfondsandeler eller i andre fond. Forvaltning av kundemidlene er en kjerneoppgave for pensjonsinnretningene og kostnadene knyttet til forvaltning skal inkluderes i pristariffen uavhengig av hvordan den enkelte pensjonsinnretning velger å organisere kapitalforvaltningen. Det er pristariffen som er bestemmende for det vederlag pensjonsinnretningen beregner seg for denne tjenesten. Premien skal beregnes for ett år av gangen og betales forskuddsvis med endelig virkning. Det er pensjonsinnretningen som bærer risikoen for at premien er tilstrekkelig slik som for øvrige premieelementer. Et eventuelt underskudd skal i sin helhet dekkes av pensjonsinnretningen.

Finanstilsynet forutsetter at pensjonsinnretningene innretter seg i samsvar med forståelsen av forsikringsvirksomhetslovens regler som det er redegjort for i dette brevet.¹

¹ Finanstilsynest brev 7. april 2021, side 7

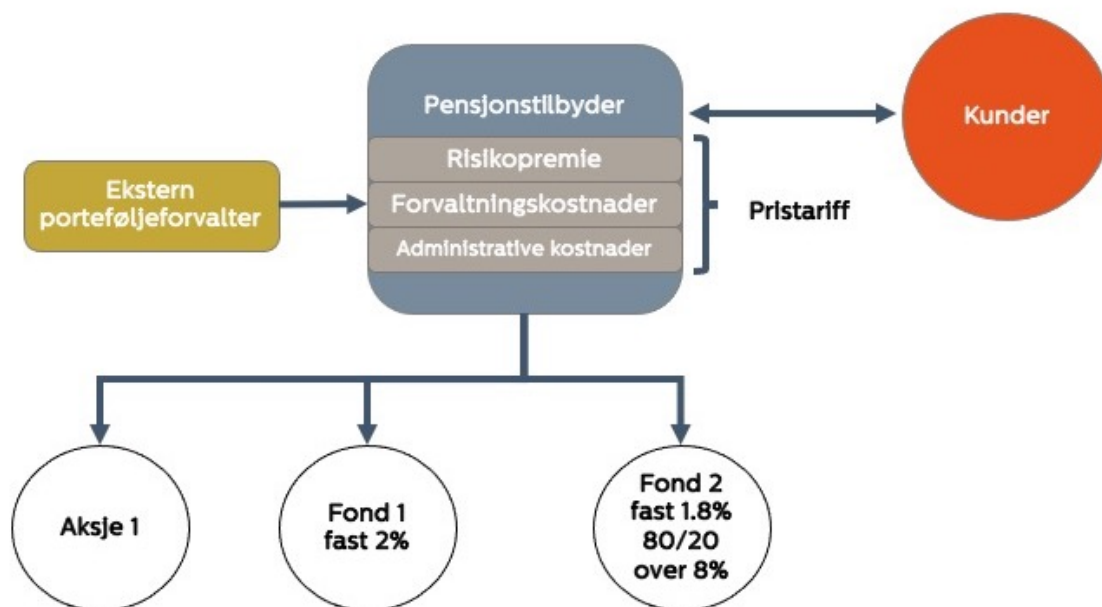
2. Pristariff

Forsikringsvirksomhetsloven krever at alle forsikringsselskaper og pensjonskasser skal ha en pristariff:

Pristariffene skal angi hvilket samlet vederlag foretaket beregner seg for å overta de ulike typer av risiko som er knyttet til, og for å yte de ulike typer av tjenester som inngår i, de forskjellige produktene og produktkombinasjonene.

Foretaket skal ved fastsettelsen av pristariffer skille mellom:

- a) pris for dekning av risiko knyttet til person,
- b) pris for forvaltning av midler knyttet til forsikringskontraktene, herunder foretakets risiko for avkastningsresultatet,
- c) pris for forvaltning av midler i særskilte investeringsporteføljer med investeringsvalg, og i tilfelle vederlag for avkastningsgaranti knyttet til porteføljene, og
- d) pris for administrative tjenester.²



² Forsikringsvirksomhetsloven § 3-3 første ledd annet punkt, og andre ledd.

Det er gitt nærmere regler i forskrift 30. juni 2006 om livsforsikring mv. (livsforsikringsforskriften):

Pristariff for forvaltning av midler knyttet til kollektive pensjons- og livrenteordninger skal baseres på ulike kategorier av eiendeler som midlene blir investert i, og på omfanget av midlene i ordningen. Det kan fastsettes priser som er lavere når midlene i ordningen utgjør et høyere beløp. For individuelle kontrakter kan det fastsettes pristariff med enhetspriser for kapitalforvaltningen.³

«Pris for forvaltning» omfatter ikke etter en alminnelig språklig forståelse kostnader i investeringsprodukter midlene plasseres i, som forvaltningshonorar i fond. Forarbeidene til lovbestemmelsen gir også klar indikasjon på det samme:

For det annet har en pristariffer for tjenester, som skal omfatte selskapets kostnader knyttet til administrasjon av kontraktene samt selskapets kostnader ved kapitalforvaltningen, det vil si arbeidet med å plassere og forvalte de midlene som er knyttet til kontraktene.⁴

Banklovkommisjonen ga i sin utredning om dette uttrykk for det samme:

Dersom en ser på livsforsikringsselskapenes samlede verdiskapning med henblikk på allokering av ansvaret for godtgjørelse i de ulike sammenhenger, synes det formålstjenlig å skille mellom følgende fire deler:

- *egen verdiskapning*
- *bruk av underleverandører*
- *flere sidestilte leverandører mot kunden*
- *rådgivning og mellommannsoppgaver knyttet til utforming og plassering av kollektiv livsforsikring*

Egen verdiskapning i forsikringsselskapet bør godtgjøres gjennom selskapets pristariffer. Det samme bør gjelde for forsikringsselskapets bruk av underleverandører. Underleverandørene vil være valgt av selskapet.⁵

Forskrift om innskuddspensjonsordninger som skal oppfylle krav til obligatorisk tjenestepensjon inneholder en tilgrensende om inkludering av forvaltningshonorar:

Pensjonsleverandørens vederlag for forvaltningen av pensjonskapital omfatter også godtgjørelse, herunder tegningsprovisjoner, for kapitalforvaltning til pensjonsleverandøren eller annen kapitalforvalter som blir avregnet mot avkastning ved forvaltning av midler knyttet til pensjonsordningene, herunder midler plassert direkte eller indirekte i andeler i verdipapirfond eller annen

³ § 2-2 første ledd.

⁴ I Ot.prp. nr. 74 (2003-2004) side 22

⁵ NOU 2001 nr. 24 side 45

investeringsportefølje. Pensjonsleverandøren skal sørge for at også avregnede beløp blir tilordnet som avkastning til den pensjonskapital det gjelder.⁶

Bestemmelsen ble omtalt på følgende måte i høringsnotatet:

Hver pristariff skal angi det samlede vederlag som pensjonsleverandøren har krav på, for den tjeneste det gjelder. Pensjonsleverandøren kan benytte underleverandør, men må da selv dekke godtgjørelsen til underleverandører og ta kostnaden med ved beregningen av egne priser. Underleverandører til kapitalforvaltningen vil i mange tilfelle avregne sin godtgjørelse i oppnådd avkastning, noe som også gjelder tegningsprovisjoner vedrørende andeler i verdipapirfond mv. En slik praksis vil medføre at pensjonsleverandøren bare mottar nettoavkastningen fra underleverandøren. I så fall må også de avregnede beløp tilordnes arbeidstakerne som avkastning, fordi ellers vil arbeidstakerne ved redusert avkastning reelt måtte dekke noe som arbeidsgiveren skal belastes eller allerede har dekket ved det vederlag som er betalt til pensjonsleverandøren (forskriftsutkastet § 5 annet ledd).

Det er fra flere hold reist spørsmål om den nøyaktige avgrensning av hva som skal regnes som godtgjørelse til underleverandør som benyttes ved kapitalforvaltningen, bl.a. fordi ulike kostnader som påløper hos underleverandøren ikke synliggjøres for pensjonsleverandøren som oppdragsgiver. Forskriftsutkastet § 5 annet ledd vil først og fremst omfatte forvaltningshonorar, tegningsprovisjoner og andre kostnader som etter regnskapspraksis og god regnskapsskikk skal kostnadsføres hos pensjonsleverandøren.⁷

Etter vår vurdering gir ikke denne bestemmelsen heller klar anvisning på en løsning som den Finanstilsynet fastholder for andre pensjonsprodukter (enn obligatorisk tjenestepensjon).

3. Langsiktige investeringer er ønsket og nødvendig

Livsforsikringsselskaper og pensjonskasser har særlig behov for å plassere midler med langsiktig horisont, for å kunne dra nytte av økt avkastningspotensiale, og å sørge for en forsvarlig allokering mellom ulike aktivaklasser. Kapitaldekningsregelverket for forsikringsselskap, Solvency, II ble i 2019 også endret for å gi redusert for private equity og andre former for langsiktige investeringer:

Direct investments by insurers in unlisted equity can contribute to the Union's objective of long-term sustainable growth. Those investments should therefore be facilitated. When calculating the capital requirement for equity risk with the standard formula, portfolios of high-quality unlisted equity investments should therefore be able to benefit from the same treatment as equities that are listed

⁶ OTP-forskriften § 5 tredje ledd

⁷ Høringsnotat vedlagt høringsbrev 3. april 2006 (utkast til forskrifter til ny forsikringslov mv.)

in regulated markets. Criteria should be established to ensure that a high-quality unlisted equity portfolio has a sufficiently small systematic risk.

Insurers have an important role as long-term investors and equity investments are important for the financing of the real economy. Long-term equity investments by insurance and reinsurance undertakings should therefore be encouraged by aligning the treatment of long-term equity investments and strategic equity investments when calculating the Solvency Capital Requirement with the standard formula including the correlation matrices. To ensure the long-term character of the investments, a portfolio of long-term equity investments and other assets matching a portfolio of clearly identified insurance or reinsurance obligations should be introduced within the equity risk sub-module. To avoid regulatory arbitrage, the portfolio of assets and the portfolio of obligations should have similar values, and each of them should not represent more than half of the total size of the balance sheet of the insurance or reinsurance undertaking.⁸

Med dette som bakgrunn, er det vanskelig å forstå initiativet til Finanstilsynet. Lovtolkningen går særlig på tvers av ønsket om å gjennomføre det grønne skiftet: Grønne investeringer er overveiende langsiktige investeringer, og mange er infrastrukturinvesteringer.

Finanstilsynet la i sitt seneste brev også til (med henvisning til den såkalte Fjordlaks saken i Rt. 1995 s. 530) at:

Når det gjelder anførselene knyttet til legalitetsprinsippet, viser Finanstilsynet til at det i rettspraksis er lagt til grunn at "kravet til lovhjemmel må nyanseres blant annet ut ifra hvilket område man befinner seg på, arten av inngrepet, hvordan det rammer og hvor tyngende det er overfor den som rammes. Også andre rettskildedefaktorer enn loven selv må etter omstendighetene trekkes inn."

Dette er formelt sett en korrekt fremstilling av rettspraksis. Etter vår vurdering er likevel både lovtekst og forarbeider nokså klare – i motsatt retning – og gir heller ikke en svak hjemmel.

4. Tolkningen er til skade for kunder og vil hemme det grønne skiftet

I fondsmarkedet er det utbredt med ulike former for suksesshonorar, gevinstdeling eller *carried interest*. Særlig i langsiktige fondsprodukter er dette utbredt i alle anerkjente fondsjurisdiksjoner.

Dette er kostnader som ikke vil slå inn med mindre det aktuelle fondet også oppnår en minste avkastning (typisk mellom seks og åtte prosent). Om et fond vil komme i en slik posisjon eller ikke, er ikke kjent ved investering og vil (eventuelt) skje først etter flere

⁸ Delegert kommisjonsforordning (EU) 2019/981 fortalens punkt 25 og 26

år. I mellomtiden kan også pensjonstilbyderen ha solgt seg ut av fondet i sekundærmarkedet.

Finanstilsynets tolkning reiser en rekke praktiske problemstillinger som også tilsier at tolkningen ikke er korrekt.

- Pensjonstilbyderne ville måtte foreta beregninger som bygger på mer eller mindre sikre antakelser. Dersom selskapet beregner for lite, må selskapet selv dekke differansen. Men dersom selskapet beregner for mye – hvordan skal det behandles? Loven inneholder ingen regler om behandling av typen avvik, og Finanstilsynet gir ingen veiledning om det.
- Porteføljen vil normalt endre seg i løpet av året. Forsvarlig kapitalforvaltning forutsetter at pensjonstilbyderne løpende vurderer sammensetningen av sin portefølje og gjør endringer der det er hensiktsmessig eller nødvendig. Med Finanstilsynets tolkning vil pensjonstilbyderne være begrenset til fond med lik kostnadsstruktur, selv om det ikke er hensiktsmessig i lys av kravet til risikospredning og hensiktsmessig allokering mellom aktivaklasser.
- I enkelte jurisdiksjoner, som Sverige, er det ikke uvanlig med såkalte internforvaltede fond. Det er der ikke noe forvaltningshonorar – forvaltningskostnadene er en del av fondets driftsutgifter. Hvordan skulle det håndteres av selskapene? Innenfor private equity, vil «suksesshonorar» ofte være i form av en gevinstdeling som er avkastning på en kapitalinvestering fra forvalternes side. Det er ikke naturlig at dette skal anses som et «forvaltningshonorar» i fondet.

Investering medfører alltid kostnader – for direkte investeringer i aksjer og renteinstrumenter kommer det transaksjonskostnader for kjøp, salg og oppbevaring. Ved aksjeinvesteringer vil utstederen kunne ha høye interne kostnader som svekker utbyttegrunnlag og verdiutvikling, uten at dette kan anses som en «kostnad» for investoren.

Verdipapirforetak som yter porteføljeforvaltning er pålagt å gi kunder opplysning om kostnader, fordelt mellom kostnader som faktureres av verdipapirforetaket (for forvaltningen), og kostnader knyttet til transaksjoner og eierskap:

It should be noted that certain cost items appear in both tables but are not duplicative since they respectively refer to costs of the product and costs of the service. Examples are the management fees (in table 1, this refers to management fees charged by an investment firm providing the service of portfolio management to its clients while in Table 2 it refers to management fees charged by an investment fund manager to its investor) and broker commissions (in Table 1, they refer to commissions incurred by the investment

*firm when trading on behalf of its clients while in Table 2 they refer to commissions paid by investment funds when trading on behalf of the fund).*⁹

Pensjonstilbydere bør gi sine kunder, medlemmer og pensjonister god informasjon om kostnader ved kapitalforvaltningen. De tar imot midler fra pensjonskundene (og medlemmene i pensjonsordninger), og investerer disse enten i samsvar med investeringsvalg eller etter egne beslutninger når midlene skal sikre garanterte produkter (ytelsesbaserte produkter). Krav til å gi opplysning om kostnader må imidlertid være lett å forstå, og sammenlignbare. Videre må ikke krav til å gi opplysninger legge begrensning på pensjonstilbyderens investeringsvirksomhet: Det vil kunne gi kundene potensielt lavere avkastning og forholdsmessig høyere kostnader.

5. BAHR mener

Dersom norske livsforsikringsforetak og pensjonskasser skal etterleve Finanstilsynets forståelse, vil det få to direkte konsekvenser:

- Pristariffen ville være unaturlig høy, og
- Foretaket vil måtte ta risikoen for feil i pristariffen, som det ikke vil ha noen forutsetning for å beregne med tilstrekkelig grad av sikkerhet på forhånd.

I praksis vil det medføre at livsforsikringsforetak og pensjonskasser helt eller delvis vil avstå fra å gjøre slike investeringer. Det er allerede på det rene at flere norske pensjonskasser og forsikringsselskaper allerede har føyet seg til Finanstilsynets oppfatning.

Dette vil innebære betydelig svekket tilgjengelig risikokapital for norske private equity og venture. Dette vil i sin tur medføre lavere tilgjengelig av risikokapital – som ikke er offentlig kapital – i den norske økonomien, som allerede har utfordringer på dette feltet. Det kan også medføre unaturlig økt allokering til børsnoterte aksjer og obligasjoner, uten tilstrekkelig økonomisk rasjonale, som også kan føre til overprising i dette markedet da pensjonsmidler utgjør betydelige beløp. ESMA har også påpekt dette som en vesentlig risiko:

*EU market valuations are now at or above levels compared to before the COVID-19 related market stress for most market segments, indicating a continued decoupling of securities prices from economic fundamentals with a risk of potentially significant market corrections. The extent to which these risks will materialise will critically depend on market expectations on monetary and fiscal policy support as well on the pace of the economic recovery. Hence, ESMA assesses the risks in its overall remit, securities markets, infrastructures and in asset management as remaining very high. The same applies to liquidity and market risks, and we put a negative outlook on credit, contagion, and consumer risks as well as on sovereign and private debt markets.*¹⁰

⁹ Note 1 til Annex II i delegert kommisjonsforordning (EU) 2017/565

¹⁰ ESMA Risk Dashboard 3. juni 2021

Det ville ha vært formålstjenlig om Finanstilsynet hadde avklart hjemmelsspørsmålet før brevet ble sendt ut. Det kan fremstå som om Finanstilsynet ikke har vurdert hjemmelsspørsmålet men gått rett til hva man anser er riktig praktisering av lovverket. Det er viktig at forvaltningen har et klart skille mellom å utøve myndigheten på den ene side og hva som hører til lovgivende myndighet på den annen side. I denne saken ville det etter vårt syn vært nærliggende å avklare hjemmelsspørsmålet med Finansdepartementet først.

Kontaktdetaljer

	PARTNER Peter Hammerich +47 92881389 +47 22 016 801 ph@bahr.no		ADVOKAT Markus Heistad +47 48220880 +47 22 016 767 marhe@bahr.no
---	---	--	---



VIKTIG INFORMASJON

Innholdet er kun ment som generell informasjon, og skal verken erstatte eller anses som juridisk rådgivning. Innholdet er ikke tilpasset den enkelte mottakers situasjon. Advokatfirmaet BAHR AS tar ikke ansvar for eventuelle feil eller mangler i nyhetsbrevet, eller beslutninger som helt eller delvis er basert på innholdet i nyhetsbrevet.