

**Finansdepartementet**

Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo

E-post: postmottak@fin.dep.no

Vår ref.: KTT

Deres ref.:

Dato: 06.11.2009

**HØRINGSUTTALELSE:****FORSLAG TIL ENDRINGER I KAPITALFORVALTNINGSFORSKRIFTENE****1. INNLEDNING**

Det vises til høringsbrev fra Finansdepartementet datert 22. september 2009.

Kredittilsynet har på oppdrag fra Finansdepartementet utarbeidet forslag til endringer i forskrift 12. desember 2007 nr. 1456 om skadeforsikringsselskapers kapitalforvaltning og forskrift 12. desember 2007 nr. 1457 om livsforsikringsselskapers og pensjonsforetaks kapitalforvaltning.

Norsk Ventuekapitalforening (heretter NVCA) representerer aktive eierfond i Norge som investerer i nyskaping- og vekstforetak gjennom langsiktig og aktivt eierskap. Foreningen har 90 medlemmer, hvorav ca. 60 representerer forvaltningsmiljøer innenfor såkalt såkorn, venture og buy out (sammen omtalt som ”private equity”), de øvrige er tjenesteleverandører til bransjen.

De aktive eierfondene i Norge blir berørt av Finansdepartementets forslag til endringer i kapitalforvaltningsforskriftene. Etter begge ovennevnte forskrifters § 3-2 er mindre likvide eiendeler og alternative investeringer underlagt en generell begrensning på 7 prosent av kollektivporteføljen eller de eiendeler som dekker de forsikringstekniske avsetninger i skadeforsikring. Under denne begrensningen faller deriblant investeringer i private equity fond, non-UCITS fond, andre unoterte selskaper og obligasjoner notert på Alternative Bond Market, altså en relativt omfattende og lite ensartet gruppe.

Ett av endringsforslagene er å øke den generelle grensen for alternative plasseringer (den såkalte ”sekkeposten”) fra 7 prosent til 10 prosent. Dette forslaget er i høringsnotatet benevnt som forslag 2.1 og er det forslaget som NVCA i hovedsak vil foreta en nærmere vurdering av i denne høringsuttalelsen. NVCA støtter forslaget om å øke den generelle grensen for alternative plasseringer til 10 prosent av de forsikringsmessige avsetningene for livsforsikringsselskap, jf. forslag til endring i livforskriften § 3-2 første ledd. I tillegg foreslår

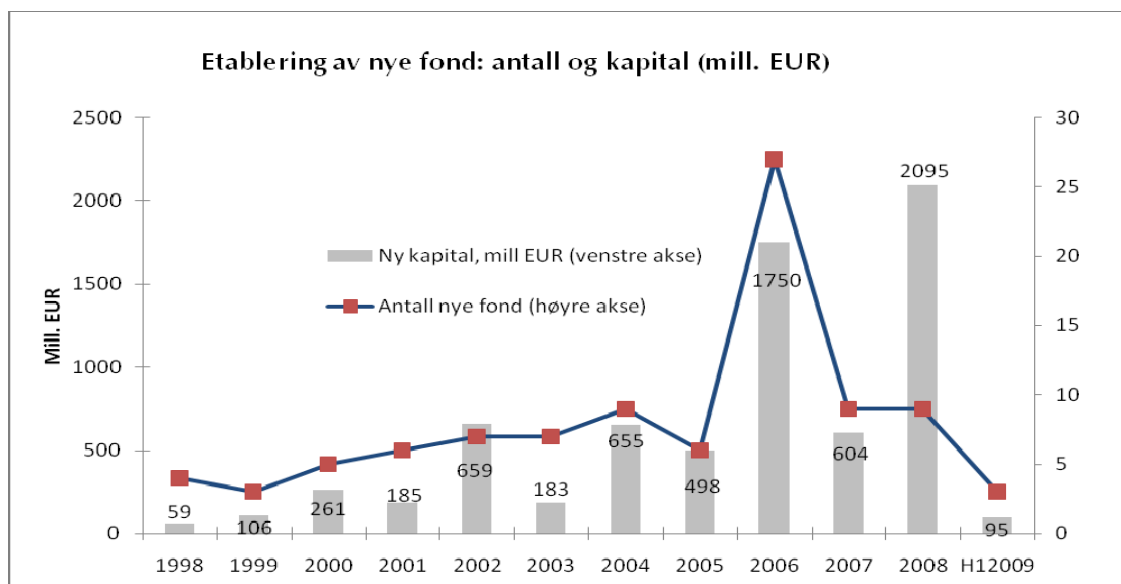
NVCA at pensjonskasser unntas fra denne bestemmelsen, og at plasseringsbegrensningen for pensjonskasser til investeringer i sekkeposten settes til minimum 20 prosent av de forsikringsmessige avsetningene. NVCA foreslår også at den samme endringen gjennomføres for skadeforsikringselskap, slik at også disse kan investere inntil 10 prosent av de forsikringsmessige avsetningene i "sekkposten" under forutsetning at investeringene er forsvarlige.

Hovedbegrunnelsen for å støtte forslaget fra Kredittilsynet er at utvidelsen gir rom for en bedre diversifisering av porteføljen. Samtidig vil mindre omfattende kvantitative grenser redusere risikoen for at forsikringselskap og pensjonskasser må bryte med sin langsiktige strategi for porteføljeforvaltningen og selge seg ut av langsiktige plasseringer i unoterte aktiva på grunn av svingninger i markedet for noterte verdipapirer. Fra et verdiskapingsståsted er det også et viktig poeng at forsikringselskap og pensjonskasser som store private kapitalforvaltere gis anledning til å investere også i mindre unoterte selskap. Disse selskapene har et betydelig verdiskapingspotensial og er avhengig av tilgang på egenkapital for å vokse videre.

## 2. NÆRMERE OM PRIVATE EQUITY/AKTIVE EIERFOND I NORGE

Omfanget av private equity investeringer og aktive eierfond i Norge har økt kraftig de siste 10-12 årene. Ved årets slutt i 1997 forvaltet de aktive eierfondene i Norge totalt NOK 13,25 mrd, mens per 30.06.09 hadde dette økt til NOK 57,70 mrd. Til tross for finanskrisen, var 2008 et rekordår for innhenting av kapital med til sammen NOK 16.70 mrd fordelt på 9 nye norske fond (se illustrasjon nedenfor<sup>1</sup>). Antall forvaltningsselskaper har økt fra 10 i 1997 til 57 per 30.06.2009

De aktive eierfondene har eierskap i 676 porteføljebedrifter, hvorav 467 norske og 209 utenlandske. De norske porteføljeselskapene utgjør ca. 50.000 arbeidsplasser.



Kilde: Menon Business Economics/Norsk Venturekapitalforening (NVCA)

<sup>1</sup> Som en forenkling er det benyttet et bytteforhold på 8 norske kroner for 1 Euro for alle år.

I løpet av de senere årene har den norske Private Equity bransjen blitt kraftig profesjonalisert, og gjennom denne profesjonaliseringen har det utviklet seg mer eller mindre standardiserte avtalestrukturer for etableringen av slike fond, også i Norge. Kunnskapen blant investorer, forvaltere og juridiske rådgivere har økte kraftig og dette er nå en bransje som tiltrekker seg investeringer fra både profesjonelle institusjonelle og private investorer.

Aktive eierfond/private equity fond er kollektive investeringsstrukturer med flere uavhengige profesjonelle investorer, hvor fondet har som formål å fortrinnsvis investere kapital i selskaper som ikke er børsnoterte. Formålet er å skape avkastning for investorene og dette søkes oppnådd blant annet ved at fondene er aktive eiere i de selskaper det investeres i. Fondene tilfører selskapsledelsen betydelig kompetanse og er med på å utvikle selskapenes forretnings- og internasjonaliseringsstrategier. Slike fond har en relativt lang investeringshorisont (7 til 10 år). Dette er et typisk kjennetegn ved at private equity-virksomhet som skiller det fra andre alternative investeringsformer. Private equity fondene som sådan er selvstendige juridiske strukturer som ikke har egne ansatte, og deres løpende virksomhet håndteres normalt gjennom en rådgivningsavtale med en investeringsrådgiver.

For å gi en nærmere oversikt over gjeldende rettslige rammer for PE-virksomhet i Norge, tillater vi oss å vedlegge et notat utarbeidet av advokatfirmaet BA-HR ifm. EU-forslaget om regulering av alternative investeringsfond ("AIF" eller "alternative investment funds"), herunder aktive eierfond/private equity fond.

### **3. OM INVESTERINGER I PRIVATE EQUITY**

Private equity er investeringer som for selskaper og pensjonskasser med tilstrekkelig kompetanse, risikostyringssystem og bufferkapital, kan gi økt diversifiseringseffekt for kollektivporteføljen og bidra til investeringer som er langsiktige og har en jevn avkastning og som derfor passer til selskapenes langsiktige forpliktelser. I tillegg må det bemerkes at slike investeringer er gjennomregulerte via avtaleverker mellom profesjonelle investorer. Dette fungerer godt, men naturligvis ikke i samme grad som i et notert marked. Dette gjelder i hovedsak investeringens likviditet.

De som investerer i private equity gjør dette fordi denne aktivaklassen gir høy avkastning, samt for å oppnå porteføljedyversifisering. Avkastningstall fra USA viser at private equity med 5, 10 og 20 års horisont i gjennomsnitt har gitt årlig avkastning på mellom 10 prosent og 14 prosent. Dette utgjør en meravkastning i forhold til det noterte markedet i USA (S&P 500) på mellom 15,8 prosent og 9,2 prosent. Ser man på avkastningen i det europeiske private equity markedet har spesielt buyout-segmentet gjort det svært bra, og har over tid gitt bedre avkastning enn det amerikanske buyout-markedet. Avkastning innenfor venture henger etter det amerikanske markedet, men synes å ha en positiv avkastningsutvikling med bakgrunn i tall for 2009. Ser man på de beste forvalterne, definert som "top quartile", vil tallene for private equity vise seg å være enda bedre. Dette innebærer at for investorer som evner å velge de rette private equity – fondene vil det kunne være en betydelig meravkastning i forhold til børsmarked, å allokere kapital til private equity som en del av en større porteføljekonstruksjon. Typisk vil utenlandske institusjonelle investorer som banker, forsikringselskap, pensjonskasser etc. allokere en andel på 5 prosent til 10 prosent til investeringer innen private equity.

Årlig avkastning Private Equity - USA					
Fondstype	1 år	3 år	5 år	10 år	20 år
Venture	-12,39 %	2,86 %	6,49 %	8,10 %	15,41 %
Buyout	-15,39 %	3,71 %	11,57 %	8,97 %	12,59 %
<b>Total Private Equity (TPE)</b>	<b>-14,80 %</b>	<b>3,35 %</b>	<b>10,02 %</b>	<b>9,59 %</b>	<b>14,33 %</b>
NASDAQ	-34,88 %	-10,25 %	-4,75 %	-3,32 %	6,91 %
Var. TPE	<b>-20,07 %</b>	<b>-13,60 %</b>	<b>-14,77 %</b>	<b>-12,91 %</b>	<b>-7,41 %</b>
S&P 500	-37,80 %	-12,42 %	-5,83 %	-3,98 %	5,16 %
Var. TPE	<b>-23,00 %</b>	<b>-15,77 %</b>	<b>-15,85 %</b>	<b>-13,57 %</b>	<b>-9,16 %</b>

Årlig avkastning Private Equity - Europa					
Fondstype	1 år	3 år	5 år	10 år	20 år
Venture	-24,97 %	-10,96 %	-1,57 %	-2,67 %	4,90 %
Buyout	-24,09 %	5,87 %	15,60 %	15,98 %	18,59 %
<b>Total Private Equity</b>	<b>-23,78 %</b>	<b>3,92 %</b>	<b>15,51 %</b>	<b>14,22 %</b>	<b>19,05 %</b>

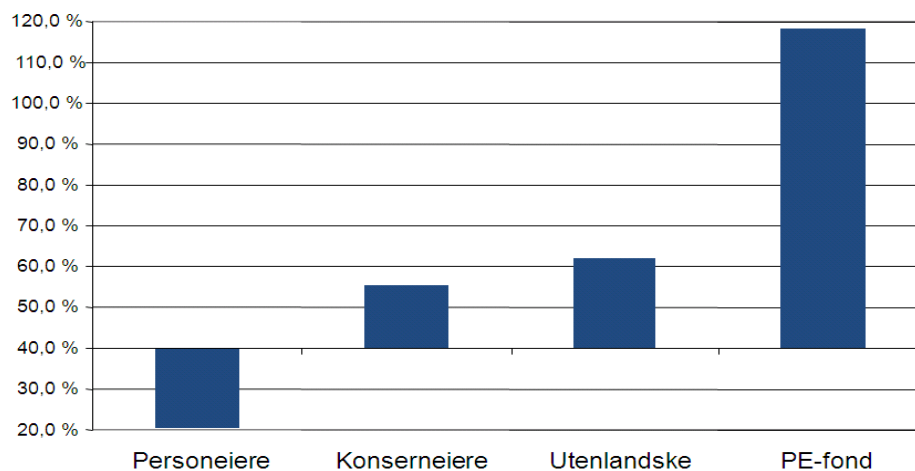
\* Kilde: Thomson Financials, tall per 30.06.2009

\*\* 20 års tall for Europa er estimater foretatt av Argentum pga. av manglende data

I Norge er det også dokumentert av Grünfeld og Jakobsen i "Hvem eier Norge" at verdiskapingen i selskaper eiet av aktive eierfond er høyere enn for selskaper med andre kategorier eiere (se illustrasjon nedenfor).

### Høyere verdiskaping med PE-fond som eiere:

Growth 2000-2004: deviation from median in sector



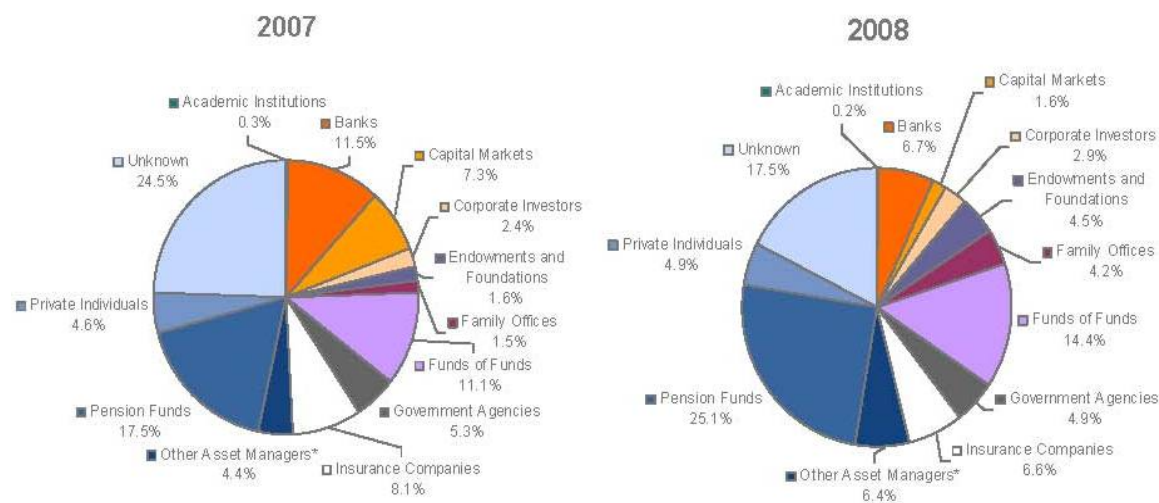
Kilde: Grünfeld og Jakobsen (2006): Hvem eier Norge?

#### 4. ØKNINGEN I ”SEKKEPOSTEN” FRA 7 TIL 10 PROSENT

NVCA er positive til og gir sin fulle støtte til Kredittilsynets forslag om å øke den generelle grensen for alternative investeringsfond. NVCA er videre enig i at grensen må økes vesentlig dersom det skal innebære en reell endring. Som påpekt av Kredittilsynet, risikerer man imidlertid at endringen for aktørene fremstår mer som en formalitet dersom grensene økes for lite. Som Kredittilsynet påpeker bør institusjoner i større grad kunne plassere midler i andre eiendelskategorier enn fast eiendom, noterte aksjer og obligasjoner. Økt tilgang til å utnytte investeringsuniverset gir rom for bedre diversifisering av porteføljen så vel som økt langsiktig meravkastning og større fremtidige pensjoner eller lavere forsikringspremier. For å oppnå en god samlet diversifisering av porteføljen er det viktig å gi tilstrekkelig rom også for unoterte aksjer, kommandittselskaper og tilsvarende utenlandske strukturer, private equity, investeringer i infrastruktur med mer. Denne gruppen omfatter også eventuelle nye typer finansielle instrumenter, samt utenlandske strukturer som ikke er direkte sammenlignbare med norske selskapsstrukturer.

Internasjonalt er ”sekkeposten” eller dens tilsvarende bestemmelser i de fleste tilfeller vesentlig større enn 7 prosent. I Sverige kan eksempelvis inntil 10 prosent av de forsikringsmessige avsetninger til forsikringsselskapene plasseres i private equity. Mer restriktive plasseringsbegrensninger reflekteres også i statistikken som viser at i europeiske forsikringsselskap og pensjonskasser i 2008 i snitt stod for 32 prosent av allokeringen av kapital til private equity, en økning fra 26 prosent i 2007. Tallet for Sverige var 53 prosent, en økning fra 28 prosent i 2007, Danmark 49 prosent, mens i Norge stod forsikringsselskap og pensjonskasser kun for 18 prosent<sup>2</sup> av ny investeringskapital.

#### Fordeling av private equity investorer i europeisk sammenheng



Kilder: European Venture Capital & Private Equity Association/Perep\_Analytics, Sveriges Riskkapitalforening, Danish Venture Capital & Private Equity Association, Finnish Venture Capital Association, Menon Business Economics/Norsk Venturekapitalforening (NVCA).

<sup>2</sup> Tallet for Norge er estimert basert på foreløpig innrapporterte tall. I 2007 var andelen 18 prosent.

NVCA er av den oppfatning at en økning på kun 3 prosent ikke vil bidra i tilstrekkelig grad til muligheten for en forbedret diversifisering. NVCA ser likevel at bestemmelser i forsikringsdirektivene gjør det vanskelig for norske myndigheter å sette grensen for plasseringer i uoterte verdipapirer høyere enn 10 prosent av de forsikringsmessige avsetninger, jf. livsforsikringsdirektivet artikkel 24 1e i og skadeforsikringsdirektivet artikkel 22 1e. Tilsvarende kvantitative restriksjoner finnes imidlertid ikke i pensjonskassedirektivet. NVCA foreslår at pensjonskasser unntas plasseringsbegrensningen i livforskriftens § 3-2 første ledd og at plasseringsbegrensningen for pensjonskasser settes til minimum 20 prosent. NVCA foreslår også at plasseringsgrensen for ”sekkeposten” i skadeforskriften, jf. § 3-2 første ledd, økes til 10 prosent på lik linje med plasseringsgrensen for livsforsikringsselskap.

## **5. GENERELLE KRAV TIL RISIKOSTYRING – KVANTITATIVE BEGRENSNINGER**

De institusjonene som er omfattet av de ovennevnte forskrifter er underlagt generelle krav til risikostyring. Dette medfører at de institusjonene som ikke har tilstrekkelig risikostyringsverktøy og kompetanse til å styre risikoen på porteføljenivå, selv vil ha et ansvar for å tilpasse sin forvaltningsprofil deretter. De generelle aktsomhetskravene bør være en tilstrekkelig regulering for å sikre at ulike miljøer forvalter i henhold til sin egen kompetanse og sine egne styringsmodeller.

Solvens II-direktivets hovedprinsipp er at kapitalforvaltningen i pensjonskasser skal være basert på et forsvarlighets- eller aktsomhetsprinsipp, og i mindre grad på kvantitative plasseringsbegrensninger. Dette gir aktørene større fleksibilitet, samtidig som det presiserer at de overordnede kravene til styring og kontroll av kapitalforvaltningen skal tilpasses det enkelte selskaps kompetanse og risikobærende evne. Det åpner dermed for større konkurransevne og faktiske forskjeller i kapitalforvaltningen mellom aktørene, etter kapasitet, kompetanse og soliditet.

Kredittilsynet anfører selv at Solvens II-direktivet i prinsippet ikke åpner for kvantitative begrensninger eller regler om hvilke eiendeler selskapet kan investere sine midler i. Imidlertid vil det være mulig på level 2-nivå å innføre slike regler for å møte risikoer som ikke er tilfredsstillende dekket i de moduler som ligger til grunn for beregning av de alminnelige kapitalkravene. NVCA er av den oppfatning at restriksjoner på profesjonelle investeringsmiljøer ut over minstekravene som følger av Solvens II-direktivet bør unngås, med mindre begrunnelsen for slike krav treffer alle forvaltningsmiljøer, uavhengig av kompetanse og evne til å styre risiko, like godt.

Regulering av forsvarligheten knyttet til alternative investeringer vil best være sikret gjennom et sterkt fokus på kravene til forsvarlighet, styring og kontroll og ikke gjennom kvantitative grenser, som kan ha negative konsekvenser for andre typer investeringer innenfor samme gruppe. NVCA mener derfor at norske myndigheter skal bruke det handlingsrommet som per i dag finnes i direktivene og utvide sekkeposten til 10 prosent for både liv- og skadeforsikringsselskap. For pensjonskasser foreslår vi at grensen for plasseringer i sekkeposten settes til minimum 20 prosent av de forsikringsmessige avsetninger. Gitt den store floraen av pensjonskasser ser NVCA at det er hensiktsmessig for tilsynsmyndigheter å operere med en kvantitativ plasseringsbegrensning. NVCA er imidlertid av den bestemte

mening at denne burde settes relativt romslig slik at pensjonskassene skal ha mulighet til å allokere sine kunders midler optimalt med hensyn til risiko og avkastning.

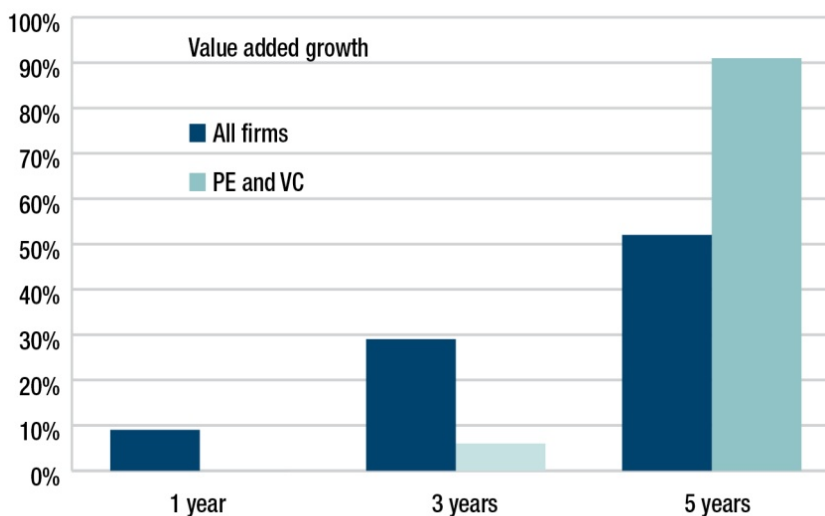
## 6. INVESTERINGSHORISONT

En pensjonskasses forpliktelser (og også livselskapers) er utpreget langsiktige. I motsetning til f.eks. verdipapirfond, som vil være avhengig av å kunne innløse midler, og dermed realisere aktiva på kort varsel, vil en pensjonskasse ha større forutberegnelighet i forhold til likviditetsbehov. Det bør, slik vi vurderer det, ikke opprettholdes investeringsrammer som er så snevre at det er mindre mulig å gjøre en ellers forsvarlig og fornuftig investering fordi kursendringer vil kunne medføre at investeringsgrenser brytes og at investeringer må realiseres på et ugunstig nivå.

Med dagens restriktive plasseringsgrenser søker forsikringselskaper og pensjonskasser å ligge så tett opp mot plasseringsgrense for forvaltningsmessige avsetninger som mulig. Dette fordi en slik allokering av porteføljen er fornuftig med hensyn til en forsvarlig og godt diversifisert portefølje. Brå fall i aksjemarkedene, slik vi eksempelvis var vitne til høsten 2008, vil imidlertid føre til at forsikringselskapene og pensjonskassene etter forskriften er overalloktert i mindre likvide aktiva. Dette kan igjen tvinge frem salg av mindre likvide eiendeler på et ugunstig tidspunkt. En utvidelse av sekkeposten vil gi større rom for at forsikringselskap og pensjonskasser kan opprettholde en konsistent forvaltningsstrategi uavhengig av konjunktuelle prissvingninger på noterte verdipapirer.

Eksempelvis vil et private equity fond normalt ha en langsiktig investeringshorisont hvor verdien øker med tiden. Dette da mange av de aktive eiergrepene disse fondene foretar i sine porteføljeselskaper først skaper verdi etter et visst antall år (se illustrasjon nedenfor).

Figure 26: Effects of VC and PE ownership on growth: regression models



Kilde: Menon Business Economics/Norsk Venturekapitalforening (NVCA)

Videre kan det være et problem å kontrollere størrelsen på fond som knytter seg spesielt til investeringer som er mindre likvide enn tradisjonelle instrumenter. Dette gjelder særlig fond innenfor eiendom, infrastruktur og private equity. Slike investeringer kan imidlertid være svært godt egnet for å kunne spre risiko. Den enkelte institusjon må, for slike som for andre investeringer, uansett være bevisst og ansvarlig for å holde denne eksponeringen innenfor enhetens risikobærende evne.

Den relativt lange og avgrensede tidshorizonten på investeringen gjør at avkastningen fra private equity fondene er mindre påvirket av konjunkturrelle sykluser. I de innledende 3-5 årene fokuserer fondet på investeringer og strategiutvikling i nye porteføljebedrifter. De neste 4-5 årene fokuseres det deretter på videre utviklingsarbeid hvilket som regel innebærer ytterligere kapitalinnskudd. Avslutningsvis selger fondet bedriftene til nye eiere og investeringen med eventuelt overskudd tilbakebetales investorene. Man kan argumentere for at bindingstiden som strekker seg utover den konjunkturrelle sykelen på 3-5 år bidrar til at avkastningen på private equity fondene i mindre grad korrelerer med avkastningen på børs. Dette har sammenheng med at porteføljeselskapene både blir kjøpt og solgt over en periode på flere år hvilket bidrar til å jevne ut den sykliske effekten.

#### **7. LEGGE TIL RETTE FOR LANGSIKTIG VERDISKAPING**

Forsikringsselskap og pensjonskasser er blant de største private forvalterne av kapital i Norge. Fra et langsiktig verdiskapingsperspektiv er det viktig at denne kapitalen også kan investeres i bedrifter som ikke er å finne på noterte markeder. Disse selskapene har et betydelig verdiskapingspotensial og er avhengig av tilgang på egenkapital for å vokse videre. Plasseringsgrensen for plasseringer i unoterte aktiva er en viktig hindring for å utløse dette potensialet.

#### **8. AVSLUTNING**

Med dette håper vi å ha belyst og begrunnet hvorfor den generelle grensen for alternative plasseringer (den såkalte "sekkeposten") bør økes til 10 prosent for liv- og skadeforsikringsselskap og til minimum 20 prosent for pensjonskasser.

Vi står gjerne til disposisjon dersom ytterligere utdyping er ønskelig.

Med vennlig hilsen

**NORSK VENTUREKAPITALFORENING (NVCA)**



Knut T. Traaseth  
Generalsekretær

*Vedlegg: Notat om rettslige rammer for private equity og venturekapital-bransjen i Norge*