

Frumvarp til laga

um breytingu á lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, nr. 129/1997, með síðari breytingum (fjárfestingarheimildir).

(Lagt fyrir Alþingi á 145. löggjafarþingi 2015–2016.)

1. gr.

2. málsl. 1. mgr. 20. gr. laganna fellur brott.

2. gr.

9. tölul. 3. mgr. 29. gr. laganna orðast svo: að setja áhættustefnu og móta eftirlitskerfi með áhættu sjóðsins, sbr. 36. gr. f.

3. gr.

Á eftir 35. gr. laganna kemur ný grein, 35. gr. a, svohljóðandi:

Lífeyrissjóður skal tilnefna starfsmann hjá sjóðnum til að bera ábyrgð á greiningu, mati, vöktun og stýringu áhættu og skal tilnefningin tilkynnt Fjármálaeftirlitinu. Láti sá starfsmaður af störfum skal það jafnframt tilkynnt Fjármálaeftirlitinu. Ábyrgðaraðila áhættustýringar verður hvorki sagt upp störfum né hann færður til í starfi nema að fengnu samþykki stjórnar.

Áhættustýring lífeyrissjóðs skal vera óháð öðrum starfseiningum sjóðsins. Lífeyrissjóður skal tryggja að áhættustýring hafi nægilegt fjármagn og heimildir, m.a. til þess að afla gagna og upplýsinga sem nauðsynlegar eru í starfsemi áhættustýringar.

Sé ekki unnt að tryggja aðskilnað starfa, sökum smæðar lífeyrissjóðs, skal lífeyrissjóðurinn sjá til þess að innra eftirlit sé nægilega ítarlegt til að lágmarka líkur á hagsmunarárekstrum. Tryggt skal að ábyrgðaraðili áhættustýringar hafi milliliðalausán aðgang að stjórn lífeyrissjóðs.

4. gr.

36. gr. laganna, ásamt fyrirsögn, verður svohljóðandi:

Fjárfestingarstefna lífeyrissjóðs.

Stjórn lífeyrissjóðs skal móta og kunngefa fjárfestingarstefnu fyrir sjóðinn og einstakar deildir hans og ávaxta fê sjóðsins og einstakra deilda hans í samræmi við eftirtaldir reglur og innan þeirra marka sem tilgreind eru í þessum kafla:

1. Lífeyrissjóður skal hafa hagsmuni sjóðfélaga að leiðarljósi.
2. Lífeyrissjóður skal horfa til aldurssamsetningar sjóðfélaga og annarra tryggingafræðilegra þátta sem áhrif hafa á skuldbindingar.

3. Allar fjárfestingar skulu byggðar á viðeigandi greiningu á upplýsingum með öryggi, gæði, lausafjárstöðu og arðsemi safnsins í heild í huga.
4. Lífeyrissjóður skal gæta þess að eignir sjóðsins séu nægilega fjölbreyttar til að komið sé í veg fyrir samþjöppun og uppsöfnun áhættu í eignasafninu, m.a. með því að gæta að fylgni áhættu einstakra eigna og eignaflokka.

Fjárfestingarstefna lífeyrissjóðs skal byggð á flokkun eigna skv. 2. mgr. 36. gr. a. Hver tegund innlána og fjármálagerninga skal jafnframt sundurliðuð eftir því sem við á með tilliti til gjaldmiðlaáhættu og stærðar einstakra innlánsaðila eða útgefenda. Fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðs skal fylgja greinargerð um það hvernig sjóðurinn fylgir reglum 1. mgr.

Lífeyrissjóðir skulu senda upplýsingar um fjárfestingarstefnu sína fyrir komandi ár til Fjármálaeftirlitsins eigi síðar en 1. desember ár hvert.

5. gr.

36. gr. a laganna, ásamt fyrirsögn, verður svohljóðandi:

Fjármálagerningar og innlán.

Lífeyrissjóði er heimilt að ávaxta fé, sem ætlað er til að veita lágmarkstryggingavernd, í innlánum viðskiptabanka og sparisjóða og fjármálagerningum, að uppfylltum skilyrðum þessa kafla.

Lífeyrissjóður skal flokka eignir sjóðsins í eignaflokka A–F, sem hér segir:

1. *Eignaflokkur A.*
 - a. Fjármálagerningar sem aðildarríki Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) eða aðildarríki Evrópska efnahagssvæðisins eða Færeyjar gefa út eða ábyrgjast.
 - b. Skuldabréf tryggð með veði í fasteign, enda fari veðhlutfall ekki umfram 75% af markaðsvirði íbúðarhúsnæðis eða 50% af markaðsvirði annarra fasteigna við lánveitingu.
2. *Eignaflokkur B.*
 - a. Fjármálagerningar sem sveitarfélög eða Lánasjóður sveitarfélaga ohf. gefa út eða ábyrgjast.
 - b. Innlán viðskiptabanka og sparisjóða.
 - c. Skuldabréf samkvæmt lögum um sértryggð skuldabréf og samsvarandi skuldabréf útgefin í ríki innan Evrópska efnahagssvæðisins, í aðildarríki stofnsamnings Fri-verslunarsamtaka Evrópu eða í Færeyjum.
3. *Eignaflokkur C.*
 - a. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl útgefin af lánastofnunum og váttryggingafélögum, að undanskildum kröfum sem um hefur verið samið að víki fyrir öllum öðrum kröfum.
 - b. Hlutir eða hlutdeildarskírteini verðbréfasjóða samkvæmt lögum um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjárfestasjóði eða tilskipun 2009/65/EB um samræmingu á lögum og stjórnáslufyrirmælum að því er varðar verðbréfasjóði (UCITS).
4. *Eignaflokkur D.*
 - a. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl félaga.
 - b. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu.
5. *Eignaflokkur E.*
 - a. Hlutabréf félaga.
 - b. Hlutir eða hlutdeildarskírteini annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu.
6. *Eignaflokkur F.*
 - a. Afleiður, enda sé viðmið þeirra fjárfestingarheimildir samkvæmt þessari grein, neysluverðsvísitölur, verðbréfavísitölur, vextir eða gengi erlendra gjaldmiðla.
 - b. Aðrir fjármálagerningar, þó ekki afleiður.

6. gr.

Á eftir 36. gr. a í lögunum koma sex nýjar greinar, 36. gr. b – 36. gr. g, ásamt fyrir-sögnum, svohljóðandi:

a. (36. gr. b.)

Vægi eignaflokka, skráning og útgáfa.

Lífeyrissjóður skal tryggja að vægi eignaflokka skv. 2. mgr. 36. gr. a sé innan eftirtalinna marka:

1. Eignir skv. 3.–6. tölul. skulu samanlagt vera innan við 80% heildareigna.
2. Eignir skv. 4.–6. tölul. skulu samanlagt vera innan við 60% heildareigna.
3. Eignir skv. 6. tölul. skulu samanlagt vera innan við 10% heildareigna.

Fjármálagerningar skv. 2.–6. tölul. 2. mgr. 36. gr. a skulu skráðir á skipulegum verðbréfamarkaði innan aðildarríkja OECD eða ríkja Evrópska efnahagssvæðisins, sem starfar reglulega, er opinn almenningi og viðurkenndur á þann hátt sem Fjármálaeftirlitið metur gildan, eða markaði utan ríkja OECD eða ríkja Evrópska efnahagssvæðisins, enda hafi Fjármálaeftirlitið viðurkennt hann. Þrátt fyrir 1. másl. er lífeyrissjóðum heimilt að fjárfesta í hlutum og hlutdeildarskírteinum sjóða um sameiginlega fjárfestingu ef kveðið er á um heimild til innlausnar þeirra að kröfu lífeyrissjóðsins á hverjum tíma.

Þrátt fyrir 2. mgr. er lífeyrissjóði heimilt að binda allt að 20% heildareigna í fjármálagerningum sem ekki eru skráðir á skipulegum verðbréfamarkaði. Að því viðbættu er heimilt að binda allt að 5% heildareigna í fjármálagerningum sem eru skráðir á markaðstorg fjármálagerninga (MTF) í ríkjum Evrópska efnahagssvæðisins, sem starfar reglulega, er opið almenningi og viðurkennt á þann hátt sem Fjármálaeftirlitið metur gildan.

Fjármálagerningar sem ekki eru skráðir á skipulegum verðbréfamarkaði skulu gefnir út af aðilum innan aðildarríkja OECD eða ríkja Evrópska efnahagssvæðisins.

Séu afleiður skv. 6. tölul. 1. mgr. 36. gr. a ekki skráðar á skipulegum verðbréfamarkaði skal mótaðili lífeyrissjóðs lúta eftirliti sem Fjármálaeftirlitið metur gilt. Þá skal vera unnt að reikna verðmæti slíkra samninga daglega með áreiðanlegum hætti og skal tryggt að unnt sé að selja slíka samninga samdægurs á raunvirði hverju sinni.

b. (36. gr. c.)

Mótaðilaáhætta.

Lífeyrissjóði er heimilt að binda allt að 10% heildareigna í fjármálagerningum sama útgefanda sem falla undir 2.–6. tölul. 36. gr. a. Þar af er lífeyrissjóði óheimilt að binda meira en 5% af heildareignum í fjármálagerningum sama útgefanda sem falla undir 6. tölul. 2. mgr. 36. gr. a.

Þrátt fyrir 1. mgr. er lífeyrissjóði heimilt að binda allt að 15% heildareigna í sértryggðum skuldabréfum sama útgefanda skv. c-lið 2. tölul. 36. gr. a.

Samanlögð eign lífeyrissjóðs í fjármálagerningum skv. 1. og 2. mgr. og innlánnum sama viðskiptabanka eða sparissjóðs skal vera innan við 25% heildareigna.

Lífeyrissjóður skal tryggja að mótaðilaáhætta, sem leiðir af afleiðu, falli undir takmarkanir 1. og 3. mgr.

Aðilar sem teljast til sömu samstæðu eða tilheyra hópi tengdra viðskiptavina, sbr. lög um fjármálafyrirtæki, skulu teljast einn aðili við útreikning samkvæmt þessari grein.

Lífeyrissjóði er ekki heimilt að eiga meira en 25% af hlutdeildarskírteinum í verðbréfasjóðum eða einstakri deild þeirra.

Lífeyrissjóði er ekki heimilt að eiga meira en 15% af hlutafé í hverju fyrirtæki eða hlutdeildarskírteinum eða hlutum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu eða einstakri deild þeirra.

Þrátt fyrir 5. mgr. er lífeyrissjóði heimilt að eiga stærri hluta en 15% í fyrirtæki sem einöngu sinnir þjónustuverkefnum fyrir lífeyrissjóði.

c. (36. gr. d.)

Gjaldmiðlaáhætta.

Lífeyrissjóður skal takmarka gjaldmiðlaáhættu sína með því að tryggja að að lágmarki 50% af heildareignum sjóðsins séu í sama gjaldmiðli og skuldbindingar hans.

Lífeyrissjóði er heimilt að fullnægja skilyrði 1. mgr. með afleiðum sem takmarka gjaldmiðlaáhættu með sambærilegum hætti.

d. (36. gr. e.)

Verðbréfalán.

Lífeyrissjóði er heimilt að lána skuldabréf og hlutabréf, skráð á skipulegum verðbréfa-markaði, í allt að 12 mánuði, til fjármálafyrirtækja, enda leggi lántaki fram tryggingu sem samsvarar að minnsta kosti markaðsverðmæti þeirra fjármálagerna sem eru lánaðir.

Samningur um verðbréfalán skal vera skriflegur og gerður með milligöngu verðbréfamiðstöðvar eða kauphallar í ríki innan Evrópska efnahagssvæðisins, í aðildarríki stofnsamnings Fríverslunarsamtaka Evrópu eða í Færeyjum.

Heimild skv. 1. mgr. skal takmörkuð við 5% af heildareignum lífeyrissjóðs og við 15% af eign lífeyrissjóðs í einstöku hlutafélagi eða einstökum skuldabréfaflokki.

Skuldabréf og hlutabréf sem lífeyrissjóður hefur lánað skulu flokkuð undir 6. tölul. 36. gr. a.

Mótaðilaáhætta vegna lántakans skal vera innan þeirra marka sem tilgreind eru í 36. gr. c.

e. (36. gr. f.)

Áhættustýring.

Lífeyrissjóður skal á hverjum tíma hafa yfir að ráða tryggu eftirlitskerfi með áhættu í tengslum við alla starfsemi sína. Hjá lífeyrissjóði skulu vera til staðar fullnægjandi og skjalfestir innri ferlar sem gera honum kleift að greina, meta, vakta og stýra áhættu í starfsemi sjóðsins. Innri ferlar skulu endurskoðaðir reglulega.

Áhættustýring skal taka virkan þátt í mótun áhættustefnu lífeyrissjóðs og hafa aðkomu að viðameiri ákvörðunum um áhættustýringu. Áhættustýringu skal gert viðvart um öll meiri háttar eða óvenjuleg viðskipti lífeyrissjóðs áður en þau fara fram.

Lífeyrissjóður skal, að minnsta kosti árlega og í hvert sinn þegar mikil breyting verður á áhættusniði hans, framkvæma eigið áhættumat. Í áhættumatinu skal horft til helstu áhættuþátta sem greindir hafa verið í starfsemi lífeyrissjóðsins, möguleg áhrif þeirra metin og greint frá þeim aðgerðum sem lífeyrissjóðurinn hyggst grípa til ef áhætta raungerist. Skýrsla um framangreint áhættumat skal kynnt stjórn og henni skal skilað til Fjármálaeftirlitsins.

f. (36. gr. g.)

Undanþágur.

Nú greiðir sveitarfélag, sem er bakábyrgðaraðili lífeyrissjóðs, inn á skuldbindingu sína við sjóðinn með því að gefa út skuldabréf sem ekki eru skráð á skipulegum verðbréfamarkaði, og skal sjóðnum þá heimilt að eiga slík verðbréf óháð takmörkunum samkvæmt þessum kafla.

7. gr.

37. gr. laganna orðast svo:

Fari fjárfesting lífeyrissjóðs fram úr leyfilegum mörkum samkvæmt lögum þessum skal Fjármálaeftirlitinu án tafar tilkynnt um það og skulu þegar gerðar ráðstafanir til úrbóta. Lögmaeltu hámarki skal náð í síðasta lagi innan þriggja mánaða. Fjármálaeftirlitið getur þó heimilað lengri frest enda sé það augljóslega í þágu sjóðfélaga.

8. gr.

5. mgr. 38. gr. laganna fellur brott.

9. gr.

Á eftir 39. gr. laganna kemur ný grein, 39. gr. a, ásamt fyrirsögn, svohljóðandi:

Reglugerðarheimild.

Ráðherra skal setja í reglugerð nánari ákvæði um form og efni fjárfestingarstefnu, úttekt á ávöxtun lífeyrissjóða og vörsluaðila séreignarsparnaðar og framkvæmd áhættustýringar, m.a. um umfang hennar í hlutfalli við stærð lífeyrissjóðs, stöðu þeirra sem stýra áhættu í skipuriti lífeyrissjóðs, útvistun áhættustýringar, áhættumat og skýrslugjöf og tryggingar vegna verðbréfalána.

10. gr.

Fyrirsögn VII. kafla laganna verður: **Lágmarkstryggingavernd. Fjárfestingarheimildir og fjárfestingarstefna lífeyrissjóða.**

11. gr.

Á eftir VII. kafla laganna kemur nýr kafli, VII. kafli A, **Viðbótartryggingavernd. Fjárfestingarheimildir og fjárfestingarstefna**, með einni nýrri grein, 39. gr. b, svohljóðandi:

Þeir sem ávaxta fé, sem ætlað er til að veita viðbótartryggingavernd, skulu móta og kunn-gera fjárfestingarstefnu fyrir hverja fjárfestingarleið þar sem eignir eru sundurliðaðar með hliðsjón af 36. gr. a. Áhættustýring skal vera í samræmi við 36. gr. f.

Ákvæði 36. gr., 2.–5. mgr. 36. gr. b, 36. gr. e og 37. gr. gilda að breyttu breytanda um fjárfestingar þeirra sem veita viðbótartryggingavernd.

Samanlögð eign hverrar fjárfestingarleiðar í fjármálagerningum sem falla undir 2.–6. tölul. 36. gr. a, útgefnum af sama aðila, skal ekki vera meiri en 20% af heildareignum. Aðilar sem teljast til sömu samstæðu eða tilheyra hópi tengdra viðskiptavina, sbr. lög um fjármálafyrirtæki, skulu teljast einn aðili við útreikning samkvæmt þessari grein.

Samanlögð eign hverrar fjárfestingarleiðar í afleiðusamningum skal vera innan við 10% heildareigna. Tryggja skal að mótaðilaáhætta, sem leiðir af afleiðu, falli undir takmarkanir 3. mgr.

12. gr.

Lög þessi öðlast gildi 1. júlí 2016.

13. gr.

Við lögina bætist nýtt ákvæði til bráðabirgða, svohljóðandi:

Eigi lífeyrissjóður eignir umfram þau takmörk sem sett eru í 36. gr. b og 36. gr. c er honum heimilt að eiga þær áfram en hann skal leitast við að uppfylla ákvæði laganna eins fljótt og auðið er.

Athugasemdir við lagafrumvarp þetta.

I. Inngangur.

Hinn 8. janúar 2013 skipaði fjármála- og efnahagsráðherra nefnd til þess að endurskoða ákvæði um fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða, sbr. einkum 36. gr. og 36. gr. a laga um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, nr. 129/1997, með síðari breytingum. Markmiðið var að tryggja ábyrgar fjárfestingar lífeyrissjóðanna þar sem viðhlítandi tillit væri tekið til ávöxtunar og áhættu. Í nefndinni áttu sæti Gylfi Magnússon, formaður, Lilja Sturludóttir, fjármála- og efnahagsráðuneyti, Valgerður Rún Benediktsdóttir, tilnefnd af atvinnuvega- og nýsköpunarráðherra, Lúðvík Eliasson, tilnefndur af Seðlabanka Íslands, Sara Sigurðardóttir, tilnefnd af Fjármálaeftirlitinu, og Ólafur Sigurðsson, tilnefndur af Landssamtökum lífeyrissjóða. Guðmundur Pálsson, starfsmaður fjármála- og efnahagsráðuneytis, starfaði með nefndinni. Tómas Brynjólfsson tók sæti Valgerðar Rúnar Benediktsdóttur í kjölfar breytinga á skiptingu stjórnarmálefna á milli ráðuneyta vorið 2013 og Tinna Finnbogadóttir tók sæti Tómasar haustið 2015.

Í verklýsingu fyrir nefndina var henni sérstaklega falið að líta til athugasemda nefndar, sem ríkissáttasemjari skipaði á árinu 2010 að ósk Landssamtaka lífeyrissjóða, við endurskoðunina og komu fram í skýrslu hennar, „Úttekt á fjárfestingarstefnu, ákvarðanatöku og lagalegu umhverfi lífeyrissjóðanna í aðdraganda bankahrunsins 2008“, á fyrri hluta ársins 2012.

Þá var nefndinni falið að greina fjárfestingarkosti lífeyrissjóðanna til skemmri og lengri tíma, m.a. með vísan til áætlana um afnám fjármagnshafa og skýrslu Seðlabanka Íslands um varúðarreglur eftir fjármagnshöft, sem gefin var út í ágúst 2012, og hvort rétt væri að grípa til sérstakra breytinga á fjárfestingarheimildum vegna þess hvernig fjárfestingarumhverfi lífeyrissjóðanna væri háttáð til skemmri tíma.

Það var enn fremur mælt fyrir um að nefndin skyldi í störfum sínum hafa hliðsjón af löggjöf á Norðurlöndum og eftir atvikum annars staðar í ríkjum Evrópu, þar sem sett hafa verið á fót sambærileg lífeyrissjóðakerfi og það íslenska.

Lagt var fyrir nefndina að taka afstöðu til þess fyrir 15. febrúar 2013 hvort rétt væri að leggja til afmarkaðar breytingar á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóðanna á vorþingi 2013 vegna aðstæðna á fjármálamörkuðum. Frumvarp var lagt fram á vorþingi 2013 (þingskjal 1089, 625. mál) sem náði ekki fram að ganga. Frumvarp þetta er byggt á endanlegum niðurstöðum nefndarinnar.

II. Tilefni og nauðsyn lagasetningar.

Talsverð umræða hefur orðið á liðnum missirum um fjárfestingar lífeyrissjóðanna, sérstaklega í kjölfar hrunsins. Raunávöxtun eigna lífeyrissjóðanna árið 2008 var til að mynda neikvæð um 23,4%, sem gaf tilefni til ýmissa hugleiðinga um hvort fjárfestingum lífeyrissjóðanna væri hagað á nægilega tryggan hátt. Þá hefur lífeyrissjóðakerfið vaxið mjög að umsvifum frá því að skylduáðild var komið á 1969 og samhliða þeim vexti hafa áhrif lífeyrissjóðanna á íslenskt efnahagslíf aukist. Í árslok 2014 voru eignir þeirra metnar á 2.925 milljarða króna sem samsvarar u.þ.b. einni og hálfri vergri landsframleiðslu. Hlutdeild þeirra á íslenskum hlutabréfamarkaði er umfram 40%, í beinni og óbeinni eign, og áhrif þeirra því umtalsverð.

Nefndin sem ríkissáttasemjari skipaði að ósk Landssamtaka lífeyrissjóða (hér eftir nefnd „úttektarnefndin“) gerði athugasemdir við ákvæði laga nr. 129/1997, um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, um fjárfestingarheimildir sem lutu bæði að framsetningu þeirra og efni. Vísað er til samantektar á athugasemdum úttektarnefndarinnar í V. kafla. Þá hefur legið fyrir um nokkurt skeið að ýmissa lagfæringa er þörf á ákvæðum um

fjárfestingarheimildir, m.a. til að tryggja að samræmis sé gætt í hugtakanotkun í löggjöf um eftirlitsskylda aðila á fjármálamarkaði.

Það þótti því fullt tilefni til þess að taka ákvæði laganna um fjárfestingarheimildir til heildarendurskoðunar. Í næstu köflum verður fjallað um þætti sem liggja til grundvallar þeim tillögum sem lagðar eru fram í frumvarpi þessu. Í III. kafla er gerð grein fyrir meginþáttum íslenska lífeyrissjóðakerfisins. Í IV. kafla er farið yfir þróun ákvæða um fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða. Í V. kafla eru athugasemdir úttektarnefndarinnar teknar saman í meginráttum og í VI. kafla er fjallað um alþjóðleg viðmið við útfærslu á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða. Þá er í VII. kafla fjallað um sjónarmið um fjárfestingar og áhættu. Því næst, í köflum VIII og IX, eru dregnar viðhlítandi ályktanir sem liggja til grundvallar tillögunum í frumvarpinu. Þá er fjallað um nýmæli sem lýtur að heimildum lífeyrissjóðanna til verðbréfalána í X. kafla. Að síðustu er fjallað um samræmi ákvæða frumvarpsins við stjórnarskrá og alþjóðlegar skuldbindingar, áhrif frumvarpsins verði það að lögum og samráð við smíði frumvarpsins í köflum XI, XII og XIII.

III. Íslenska lífeyrissjóðakerfið.

Sjóðsöfnun í lífeyrissjóðum, og hjá öðrum vörsluaðilum lífeyrissparnaðar eftir atvikum, myndar ásamt almannatryggingum stoðir íslenska lífeyriskerfisins. Annars vegar er um að ræða skyldutryggingu lífeyrisréttinda sem felur í sér lögbundna skyldu til aðildar að lífeyrissjóði, á félagsgrundvelli að jafnaði, og til greiðslu iðgjalds til lífeyrissjóðs, samtryggingu að tilteknu lágmarki og sjóðsöfnun að meginstefnu til, og hins vegar er um að ræða valfrjáls iðgjöld til lífeyrissjóðs eða annars viðurkennds vörsluaðila.

Stoðir lífeyriskerfisins vinna saman. Einkanlega er skyldubundna lífeyrissjóðakerfið samofið almannatryggingum vegna ákvæða um skerðingu ellilífeyris almannatrygginga vegna annarra tekna ellilífeyrisþega, þ.m.t. greiðslna úr lífeyrissjóðum. Ríkissjóður hefur því umtalsverðra hagsmuna að gæta þegar kemur að vörslu og ávöxtun fjárens. Í því sambandi skal þess getið að það hefur verið yfirlýst stefna að draga úr kostnaði ríkissjóðs við almannatryggingakerfið með því að byggja upp öflugt lífeyrissjóðakerfi eins og fram kom m.a. í athugasemdum við frumvarp sem varð að lögum nr. 129/1997, um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, og nú er svo komið að lífeyrissjóðirnir, sem hafa vaxið verulega frá því að skylduaðild að sjóðunum var tekin upp, standa undir u.þ.b. helmingi lífeyrisgreiðslna til ellilífeyrisþega. Þá hafa launamenn og launagreiðendur einnig verulegra hagsmuna að gæta þegar kemur að tryggri vörslu og ávöxtun þess fjár sem greitt er í lífeyrissjóði. Launagreiðendur eiga vissulega hagsmuna að gæta, enda standa líkur til þess að mótframlag þeirra haldist stöðugt ef ávöxtun sjóðanna er traust, en það eru þó fyrst og fremst sjóðfélagar sem eiga hagsmuna að gæta þegar kemur að varðveislu og ávöxtun fjárens, enda er stefnt að því að í lífeyrissjóðunum muni safnast upp eignir sem tryggja sjóðfélögum umtalsvert betri réttindi en almannatryggingar geta að líkindum tryggt á hverjum tíma.

IV. Þróun lagaákvæða um fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða.

Almenn ákvæði um fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða voru fyrst leidd í lög með lögum nr. 129/1997, um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, en fram til þess tíma var mælt fyrir um fjárfestingarheimildir annars vegar í sérlögum um ýmsa lífeyrissjóði og hins vegar í reglugerð um tekjuskatt og eignarskatt, en staðfesting fjármálaráðuneytis á reglugerðum lífeyrissjóða var gerð að skilyrði frádráttarheimildar lífeyrisiðgjalda frá tekjum til skatts. Í ákvæðunum var að meginstefnu til mælt fyrir um heimildir til fjárfestinga í ríkis-skuldabréfum eða öðrum verðbréfum með ríkisábyrgð og skuldabréfum, tryggðum með fyrsta veðrétti í fasteignum eða á annan tryggan hátt. Þá var lífeyrissjóðum ekki einvörðungu heimilað heldur gert skylt að verja a.m.k. 40% af ráðstöfunarfé sínu til verðtryggðra skulda-

bréfakaupa, einkum til kaupa á bréfum útgefnum af Byggingarsjóði ríkisins og Framkvæmdasjóði Íslands á áttunda og níunda áratugnum. Tilgangur var sagður tvíþættur. Annars vegar að greiða fyrir þátttöku lífeyrissjóða í fjármögnun atvinnuvega og íbúðabygginga og hins vegar að gefa lífeyrissjóðunum kost á að ávaxta verulegan hluta af ráðstöfunarfé þeirra með fullri verðtryggingu.

Setning laga nr. 129/1997 átti sér talsverðan aðdraganda. Fljótlega í kjölfar ákvörðunar aðila vinnumarkaðarins um skylduaðild að lífeyrissjóðum árið 1969 hófst umræða um nauðsynlega umgjörð lífeyrissjóðanna. Nefnd á vegum Alþýðusambands Íslands og Vinnuveitendasambands Íslands reið á vaðið og lagði fram á árinu 1970 fyrirmynd að reglugerð fyrir lífeyrissjóði, sem varð grunnur að starfsemi sjóðanna fyrst í stað, og byggðu ákvæði hennar um fjárfestingarheimildir á áður nefndri reglugerð um tekjuskatt og eignarskatt. Einhverjar breytingar voru gerðar á reglugerð um tekjuskatt og eignarskatt á tímabilinu sem lutu m.a. að heimildum til hlutabréfakaupa fyrir allt að 10% af árlegu ráðstöfunarfé lífeyrissjóds. Umræðan um umgjörð lífeyrissjóðanna hélt síðan áfram í ýmsum nefndum og við kjarasamningagerð í tæplega þrjá áratugi og þegar henni lyktaði með setningu laga hafði lagaumhverfi um fjárfestingar breyst talsvert. Ný lög um verðbréfasjóði annars vegar og verðbréfavíðskipti hins vegar höfðu tekið gildi og var litið til þeirra, auk laga nr. 113/1996, um viðskiptabanka og sparissjóði, og reglugerða starfandi sjóða, við gerð frumvarps sem varð að lögum nr. 129/1997. Í 36. gr. laganna var mælt fyrir um að lífeyrissjóður skyldi móta fjárfestingarstefnu og ávaxta fé sjóðsins með hliðsjón af þeim kjörum sem best væru boðin á hverjum tíma með tilliti til ávöxtunar og áhættu. Í greininni voru einnig ýmsar magnbundnar takmarkanir á fjárfestingum lífeyrissjóds á tegunda- og útgefendagrunni sem voru að meginstefnu til byggðar á þágildandi lögum um verðbréfavíðskipti og reglugerðum starfandi lífeyrissjóða.

Breytingum á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða frá því að lög nr. 129/1997 tóku gildi má í meginatriðum skipta í þrjá flokka. Í fyrsta lagi hafa heimildir lífeyrissjóða til þess að fjárfesta í hlutabréfum verið auknar tvívegis, fyrst á árinu 2000 úr 40% í 50% og síðan á árinu 2006 úr 50% í 60%, með það fyrir augum að laga heimildirnar að breyttum aðstæðum á fjármálamarkaði. Í öðru lagi hafa ýmsar breytingar verið gerðar á heimildum lífeyrissjóða til þess að fjárfesta í ýmsum sjóðum um sameiginlega fjárfestingu, t.d. með vísan til breytinga á löggjöf um verðbréfa- og fjárfestingarsjóði. Í þriðja lagi voru lífeyrissjóðum veittar auknar heimildir til fjárfestingar í óskráðum verðbréfum. Hlutföll í eignasöfnum lífeyrissjóða höfðu þá riðlast umtalsvert og því reyndist nauðsynlegt að rýmka heimildir þeirra til þess að eiga óskráð verðbréf. Sömu leiðis þótti, í ljósi takmarkaðra fjárfestingarkosta á markaði, rétt að auka heimildir sjóðanna til nýfjárfestingar í óskráðum verðbréfum. Lífeyrissjóðum var að auki, vegna aðstæðna á fjármálamarkaði, veitt heimild til þess að eiga allt að 20% í stað 15% í samlagshlutafélögum í ákvæði til bráðabirgða við lögin.

V. Úttekt á fjárfestingarstefnu, ákvarðanatöku og lagalegu umhverfi lífeyrissjóðanna í aðdraganda bankahrunsins 2008.

Í skýrslu úttektarnefndarinnar, sem var gefin út 3. febrúar 2012, voru gerðar margþættar athugasemdir, bæði almennar og sértækar, við ákvæði 36. gr. laga nr. 129/1997, um skylduþynggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, þar sem fjallað er um fjárfestingarheimildir sjóðanna. Þá gerir nefndin jafnframt víðtækar athugasemdir við ýmsar fjárfestingarákvarðanir lífeyrissjóðanna með vísan til varfærnessjónarmiða.

Úttektarnefndin tiltekur að það sé sammerkt með flestum eða öllum þeim breytingum sem hafa verið gerðar á 36. gr. laganna að fjárfestingarheimildir hafi verið rýmkaðar. Það er mat nefndarinnar að þessar lagabreytingar til rýmkunar hafi ekki verið nægilega vandaðar og

ígrundaðar og sumar þeirra hafi ekki verið samrýmanlegar tilgangi laganna um ábyrgar fjárfestingar.

Í fyrsta lagi telur nefndin að rýmkun lagaheimildar til fjárfestinga í hlutabréfum, fyrst á árinu 2004 og síðan á árinu 2006, hefði aldrei átt á að koma til nema með skilyrðum um að fjárfest væri í erlendum hlutabréfum að tilteknu hlutfalli. Nefndin telur að einboðið sé að heimild til innlendra hlutabréfakaupa verði takmörkuð, enda geti takmarkaður og veikburða íslenskur hlutabréfamarkaður ekki borið uppi ábyrgar fjárfestingar, sem eru nauðsynlegar fyrir lífeyrissjóðina, nema í takmörkuðum mæli.

Í öðru lagi telur nefndin að auknar heimildir lífeyrissjóða til þess að fjárfesta í óskráðum bréfum skuli lækkaðar á ný um leið og verðbréfamarkaði innan lands vex fiskur um hrygg.

Í þriðja lagi vísar nefndin að framtaksfjárfestingum (e. private equity) og því að lífeyrissjóðir hafi í auknum mæli lagt áherslu á slíkar fjárfestingar á undanförunum missirum. Það er mat nefndarinnar að nauðsynlegt sé að huga nánar að lagaákvæðum sem setja slíkum fjárfestingum mörk með vísan til nauðsynlegrar áhættudreifingar hjá lífeyrissjóðum og eðlis þeirra sem varfærinna fjárfesta.

Í fjórða lagi sýnist nefndinni að sú breyting sem var gerð með lögum nr. 123/2011, um breyting á lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, og laut að heimildum lífeyrissjóða til þess að fjárfesta í íbúðarhúsnæði og reka það, þ.m.t. til útleigu, fari í bága við 20. gr. laga nr. 129/1997, þar sem kveðið er á um að iðgjöld og annað ráðstöfunarfé lífeyrissjóðs skuli ávaxta sameiginlega með innlánnum í bönkum og sparisjóðum eða í framseljanlegum verðbréfum á grundvelli áhættudreifingar samkvæmt fyrir fram kunngerðri fjárfestingarstefnu. Í þessu sambandi gerir nefndin það að tillögu sinni að lífeyrissjóðum verði heimilt að fjárfesta að ákveðnu hámarki í rekstrarfélögum um rekstur fasteigna, hafi þeir á annað borð áhuga á að taka þátt í slíkum rekstri.

Að lokum er það mat nefndarinnar að nauðsynlegt sé að huga að framsetningu heimilda- og takmarkanaákvæðis 36. gr. laganna og í því sambandi álitur nefndin að hver heimild verði ekki skýr og auðskiljanleg nema takmarkanir hennar verði tíundaðar sérstaklega og fylgi henni í sama tölulíð. Þá leggur nefndin til að nánari útlistun verði sett fram í afleiddum heimildum, reglugerðum og hugsanlega sérstökum ákvörðunum og skýringum Fjármálaeftirlitsins.

Framangreindar athugasemdir úttektarnefndarinnar lúta beint að ákvæðum 36. gr. laga nr. 129/1997. Í skýrslu nefndarinnar eru aukinheldur tilgreindar athugasemdir við gæði einstakra fjárfestinga. Úttektarnefndin nefnir í því sambandi ýmis dæmi um fjárfestingar þar sem hún telur að varfærni hafi ekki verið gætt, þótt þær hafi vissulega rúmast innan þeirra ramma sem settir eru upp í 36. gr. laganna. Það er til að mynda mat hennar að lífeyrissjóðirnir hafi farið óvarlega við gerð gjaldmiðlasamninga og ekki tryggt viðhlítandi skilmála um uppgjör þeirra. Þá telur nefndin að lífeyrissjóðirnir hafi mátt vanda ýmsar fjárfestingar betur, svo sem fjárfestingar í eingreiðslubréfum og skuldabréfum án viðeigandi gjaldfellingarákvæða í tilefni af breytingum á eignarhaldi, eiginfjárhlutfalli og rekstrarforsendum. Nefndin tiltekur enn fremur að lífeyrissjóðirnir hafi fjárfest í ýmsum sérstökum tegundum skuldabréfa og skuldabréfastrúktúrum á árunum fyrir bankahrun með óvarfærnum hætti, svo sem lánsþæfistengdum skuldabréfum, þar sem ávöxtun er e.t.v. byggð á skuldatryggingarálagi fyrirtækja sem eru utan við skuldbindinguna sjálfa, víkjandi langtímaskuldabréfum, sem jafngilda í raun hlutabréfum, og strúktúrum ýmiss konar.

VI. Aðferðir við ákvörðun fjárfestingarheimilda lífeyrissjóða. Alþjóðleg viðmið.

Ýmsar leiðir hafa verið farnar við útfærslu á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða. Jafnan er byggt á reglu sem er nefnd „prudent person rule“ í einhverju formi. Reglan er jafnan nefnd „varfærnisregla“ í íslenskrri þýðingu, en hér er kosið að styðjast við hugtakið „skyn-

semisregla“. Þar er byggt á því að fyrrnefnda hugtakið sé ekki nægilega lýsandi fyrir inntak reglunnar, enda jafnan notað um þann sem tekur litla áhættu. Það getur hins vegar verið eðlilegt og æskilegt að lífeyrissjóður taki áhættu sem skynsamur fjárfestir til langs tíma enda gæti hann annarra þátta. Síðar í þessum kafla er fjallað um inntak skynsemisreglunnar eins það er sett fram í leiðbeiningum Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) og tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2003/41/EB frá 3. júní 2003, um starfsemi og eftirlit með stofnunum sem sjá um starfstengdan lífeyri.

Algengt er að sett séu niður magnbundin mörk þegar kemur að fjárfestingum lífeyrissjóða, t.d. í tilteknum fjármálagerningum eða fjármálagerningum útgefnum af sama aðila eða tengdum aðilum. Þegar litið er til nágrannaríkjanna má sjá ólíkar áherslur við framsetningu fjárfestingarheimilda. Svíar, Bretar og Hollendingar leggja til að mynda höfuðáherslu á skynsemisreglu og láta vera að kveða á um magntakmarkanir. Danir, Norðmenn og Finnar, líkt og Ísland, leggja hins vegar megináherslu á magntakmarkanir af ýmsu tagi. Það er því ljóst að ýmsar leiðir koma til álita þegar fjallað er um fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða, en svo virðist sem aukin áhersla sé lögð á skynsemisreglu. Það endurspeglast til að mynda í leiðbeiningum OECD um eignastýringu lífeyrissjóða (e. OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management) frá árinu 2006, þar sem mælst er til þess að skynsemisreglu sé beitt sem almennri meginreglu (e. general principle). Með reglunni vísar OECD til þess að stjórn lífeyrissjóðs og aðrir hlutaðeigandi skuli taka ákvarðanir um fjárfestingar af aðgát, á grundvelli kunnáttu sérfræðings, af starfsemi og að fenginni áreiðanleikakönnun. Í leiðbeiningum OECD er einnig gert ráð fyrir að unnt sé að byggja á magntakmörkunum, enda samrýmist þau skynsemisreglunni og þar er sérstaklega litið til þess að magntakmarkanir megi hvorki vinna gegn æskilegum fjölbreytileika eignasafnsins né nauðsynlegu samræmi á milli eigna og skuldbindinga, svo sem í tengslum við gjalddaga, tímalengd eða gjaldmiðla. Stofnunin ræður aðildarríkjunum frá því að áskilja að tilteknu hlutfalli af fjármunum lífeyrissjóðs skuli varið til kaupa á tilteknum eignum, þar sem slíkur áskilnaður getur hindrað skynsamlega eignastýringu. Þá geti slíkur áskilnaður ranglega hækkað eignaverð. Stofnunin telur hins vegar að magntakmarkanir sem miða að því að hindra óhóflega samþjöppun áhættu eða takmarka svokallaðrar sjálfsfjárfestingar (e. self investment) séu viðhlítandi.

Samsvarandi áherslur birtast í tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins um starfsemi og eftirlit með stofnunum sem sjá um starfstengdan lífeyri, sem var innleidd í íslenskan rétt með lögum nr. 78/2007, um starfstengda eftirlaunasjóði. Í tilskipuninni er kveðið á um að fjárfest skuli til samræmis við skynsemisregluna, einkum í samræmi við tilteknar reglur, þar sem m.a. er kveðið á um að við fjárfestingar skuli hafa hagsmuni sjóðfélaga og lífeyrisþega að leiðarljósi; um að fyrst og fremst skuli fjárfest í eignum á skipulegum mörkuðum og um að eignir skuli vera nægilega fjölbreytilegar þannig að komast megi hjá því að treyst sé óþarflega mikið á tiltekna eign, útgefanda eða fyrirtækjasamsteypu og uppsöfnun áhættu í eignasafninu í heild. Að auki er kveðið á um takmarkanir á sjálfsfjárfestingum. Að öðru leyti gerir tilskipunin ráð fyrir að ríkjunum sé ýmist heimilt eða óheimilt að byggja á tilgreindum magntakmörkunum. Þá er óheimilt samkvæmt tilskipuninni að gera kröfu um að fjárfest sé í tilteknum eignaflokkum.

Íslensku lífeyrissjóðirnir falla ekki undir tilskipunina, sbr. 1. tölul. 2. mgr. 1. gr. laga nr. 78/2007, um starfstengda eftirlaunasjóði. Hins vegar er gert ráð fyrir að slíkir sjóðir geti eftir atvikum tekið við iðgjaldi, umfram iðgjald til lágmarkstryggingaverndar, á grundvelli samninga á milli starfsmanna og vinnuveitenda þeirra, að fengnu starfsleyfi fjármála- og efnahagsráðuneytisins.

VII. Sjónarmið um fjárfestingar og áhættu.

Í 1. másl. 1. mgr. 36. gr. laga nr. 129/1997 er mælt fyrir um að fé lífeyrissjóðs skuli ávaxtað með hliðsjón af þeim kjörum sem best eru boðin á hverjum tíma með tilliti til ávöxtunar og áhættu. Fyrirmæli ákvæðisins eru jafnan túlkuð með vísan til hefðbundinna áhættustýringarsjónarmiða um að *ávöxtun* megi mæla sem meðalvirðisaukningu á tímabili og *áhættu* sem línulegan breytileika þeirrar fyrrnefndu eða staðalfrávik. Það er hins vegar margt sem gerir það að verkum að lífeyrissjóðum nægir ekki að líta eingöngu til hefðbundinna áhættustýringarsjónarmiða sem byggjast á verðbreytingum á markaði á tiltölulega stuttu tímabili.

Í fyrsta lagi gera skammtímaverðsveiflur á eignamörkuðum það nær óhjákvæmilegt að ávöxtun lífeyrissjóða verði slæm einstaka ár líkt og var eftir fjármálakreppuna. Þótt slíkar sveiflur séu ekki æskilegar fyrir sjóðina, sem þurfa eftir atvikum að færa til réttindi vegna þeirra, skiptir grundvallarmáli að meðalávöxtun þeirra til langs tíma sé góð því á henni byggist geta þeirra til að standa undir skuldbindingum við sjóðfélaga. Raunverulegt mat á árangri eignastýringar þeirra og hversu vel hefur tekist til við að setja fjárfestingarheimildum sjóðanna mörk með lögum byggist þar af leiðandi á árangri til mun lengri tíma en yfirleitt er horft til við hefðbundna áhættustýringu.

Langtímaeiginleikar eigna skipta lífeyrissjóðina því mun meira máli en skammtíma-sveiflur í verði og þarf mat sjóðanna á þeirri áhættu sem þeir taka hverju sinni að endurspegla það ef vel á að vera. Við mat á áhættu eða óvissu, sem jafnan fylgir varðveislu og ávöxtun fjármuna yfir langan tíma, nægir ekki eingöngu að líta til skammtíma-breytileika á verði þeirra eigna sem fjárfest er í heldur verður einnig að horfa til þátta eins og framtíðar-horfa hagkerfisins og lýðfræðilegra breytinga. Í því sambandi er sérstaklega litið til þess að þótt oft sé talað um að sjóðstreymiskerfi hafi þann kost umfram gegnumstreymiskerfi að hver kynslóð standi undir eigin lífeyri, sem endurspeglir bæði stærð hennar og efnahagsleg umsvif, þá eru sjóðsöfnunarkerfi háð því að þeir sem eru á vinnumarkaði á hverjum tíma standi undir eftirspurn hagkerfisins, að teknu tilliti til utanríkisviðskipta. Aukin verðmæta-sköpun hvers og eins auðveldar þeim sem eru á vinnumarkaði hverju sinni að standa undir bæði neyslu eigin kynslóðar, þeirra sem horfnir eru af vinnumarkaði og þeirra yngstu sem ekki eru komnir inn á vinnumarkaðinn.

Að framangreindu virtu er mikilvægt að fjárfestingar sjóðanna, sem eru helsta uppspretta innlends sparnaðar, styðji á eðlilegan hátt við framþróun íslensks atvinnulífs. Þær þurfa að gera íslenskum fyrirtækjum kleift að ráðast í arðbærar fjárfestingar á hverjum tíma og styðja við nýsköpun og vöruþróun. Geta íslenska hagkerfisins til að skapa verðmæti hlýtur á endan-um að skipta mestu fyrir getu lífeyriskerfisins til að framfleyta elli- og örorkulífeyrisþegum. Þær lýðfræðilegu breytingar sem nú stefnir í, sérstaklega fjölgun aldraðra í hlutfalli við þá sem eru á vinnumarkaði, auka enn mikilvægi þessa. Þær kalla á aukna framleiðni þeirra sem eru á vinnumarkaði eigi ráðstöfunartekjur að þróast með æskilegum hætti. Það getur vart orðið nema með talsverðri fjárfestingu í fyrirtækjum og atvinnugreinum með góða vaxtar-möguleika og framleiðni.

Í öðru lagi er nauðsynlegt að huga sérstaklega að stærð og stöðu lífeyrissjóðanna á innlendum fjármálamörkuðum. Lífeyrissjóðirnir eiga til að mynda beint og óbeint yfir 40% skráðra hlutabréfa, 30% innlendra skuldabréfa ríkissjóðs og 75% HFF-bréfa. Vegna þessarar stöðu hafa lífeyrissjóðirnir veruleg áhrif á verðmyndun ýmissa eigna og vaxtastig. Lífeyris-sjóðirnir eru því ekki það sem kallast *verðþegi* á íslenska markaðinum, þ.e. aðili sem getur keypt og selt eignir að vild án þess að hafa marktæk áhrif á verð þeirra. Ef markaðsverð til-tekens flokks verðbréfa sem lífeyrissjóðirnir eiga ræðst að verulegu leyti af kaupum sjóðanna á slíkum bréfum þá verður að horfa til annarra þátta en skráðs markaðsverðs til að meta

verðmæti þeirra. Það hefur jafnframt áhrif á það hvernig eðlilegt er að meta framlag viðkomandi eigna til ávöxtunar og áhættu eignasafns sjóðanna.

Þá hafa umsvif lífeyrissjóðanna á innlendum mörkuðum einnig áhrif á svokallaðan *seljanleika* eigna sem er grundvallaratriði við verðmyndun á markaði. Ef lífeyrissjóðir eru einu aðilarnir sem eiga tiltekinn eignaflokk og aðrir fjárfestar sýna honum ekki áhuga getur sú staða komið upp að seljanleiki viðkomandi eigna frá sjónarhóli lífeyrissjóðanna sem heildar er nær enginn. Eina raunhæfa leiðin til að selja (eða kaupa) slíka eign fyrir lífeyrissjóð er að eiga í viðskiptum við annan lífeyrissjóð. Vilji margir lífeyrissjóðir selja (eða kaupa) slíka eign á sama tíma getur það reynst ógerningur. Þetta skiptir m.a. máli þegar lagt er mat á hve mikið fé sjóðirnir geta losað á skömmum tíma og þar með getu þeirra til að mæta óvæntum sveiflum í sjóðsflæði. Áhrif hrunsins á lífeyrissjóðina má einnig setja í þetta samhengi. Þótt einstaka lífeyrissjóðir hefðu hugsanlega getað selt þær eignir sem lækkuðu mest í hruninu áður en til hrunsins kom og keypt aðrar öruggari í staðinn, t.d. skuldabréf með ábyrgð ríkisins, eða fært féð úr landi, þá var það illmögulegt fyrir stærstu sjóðina og ómögulegt fyrir lífeyrissjóðina sem heild.

Það sem að framan hefur verið rakið sýnir að hefðbundin sjónarmið um áhættustýringu draga ekki upp fullnægjandi mynd af heildarárangri lífeyrissjóðanna. Það er afleiðing sérstöðu þeirra sem langtímafjárfesta og hlutfallslegra umsvifa þeirra á íslenskum markaði. Óhætt er að segja að heimildir lífeyrissjóðanna til fjárfestinga á erlendum mörkuðum ráði miklu um getu þeirra til að mæta skuldbindingum sínum. Þótt ekki verði litið fram hjá mikilvægi þátttöku þeirra í íslensku fjármála- og efnahagslífi þá er áhættudreifing milli markaða af hinu góða. Öll íslensk verðbréf eru að einhverju marki berskjölduð fyrir sama áhættuþætti, þ.e. velgengni íslensks atvinnulífs og fjármálastöðugleika héraðs.

Í þessu samhengi skiptir því einnig máli að hvaða marki lífeyriskerfið fjárfestir í erlendum fjármálagerningum. Geta innlendra aðila til fjárfestinga erlendis krefst þess annað hvort að afgangur sé af viðskiptum landsmanna við útlönd eða að til landsins streymi erlent fjármagn. Þetta er mikilvægt að hafa í huga við losun hafta enda er við því að búast að lífeyrissjóðir muni vilja auka hlutfall erlendra eigna á ný. Þótt ákjósanlegt sé frá sjónarhóli áhættudreifingar að lífeyrissjóðir fjárfesti erlendis og erlendir fjárfestar kaupir innlendar eignir getur umfang og eðli erlendra fjármagnsins haft áhrif á fjármálastöðugleika. Mikil erlend skuldsetning getur leitt til ójafnvægis líkt og bersýnilegt varð í kjölfar fjármálakreppunnar og hátt hlutfall skammtímafjármögnunar getur magnað þau áhrif enn frekar.

Frá þjóðhagslegu sjónarmiði er að ákveðnu leyti æskilegt að erlend fjárfesting lífeyrissjóðanna sé fjármögnuð með afgangi af viðskiptajöfnuði, þ.e. að ekki myndist eign erlendra aðila eða skuld við þá annars staðar í hagkerfinu á móti. Afgangur af viðskiptajöfnuði bætir hreina eign þjóðarbúsins gagnvart útlöndum (e. net international investment position) en hún er nú og hefur lengi verið neikvæð. Betri staða gagnvart útlöndum eykur aftur möguleika Íslendinga á því að flytja inn vörur og þjónustu þegar fram líða stundir, til að mynda vegna fyrisjáanlegra breytinga á aldursdreifingu þjóðarinnar. Viðskipti milli kynslóða duga illa til að tryggja öldruðum ásættanleg lífskjör ef vinnandi kynslóð er mun minni en sú sem þiggur greiðslur úr lífeyrissjóðum og sjóðirnir hafa eingöngu úr innlendum eignum að ráða. Afgangur á viðskiptajöfnuði nú og í náinni framtíð skapar svigrúm fyrir minni afgang eða halla á viðskiptajöfnuði síðar sem getur skipt sköpum í þessu samhengi. Mikilvægi erlendra fjárfestinga lífeyrissjóðanna, sem eru stærsta uppspretta innlends sparnaðar, líkt og vikið var að hér áður, felst einnig í þeim fjármálastöðugleika sem kann að nást þegar efnahagslíf hér verður fyrir áföllum sem ekki ná til erlendra markaða. Með því að losa um fjárfestingar erlendis og færa fjármagn í innlend verkefni geta lífeyrissjóðir þannig stutt efnahagslífið upp úr slíkum áföllum og samhliða stutt við gengi gjaldmiðilsins.

Bak við fjármagnshöft hefur hlutfall erlendra eigna í eignasafni lífeyrissjóðanna dregist saman og áhrif þeirra á innlenda eignamarkaði aukist að sama skapi. Meðan losað er um fjármagnshöftin er líklegt að erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða verði auknar í áföngum. Í frjálssara umhverfi þurfa lífeyrissjóðir að taka meðvitaða ákvörðun um það hversu stórum hluta fjárfestinga sinna þeir verja í innlend verkefni. Sú ákvörðun ætti bæði að byggjast á viðleitni til að takmarka áhættu með eignadreifingu og tryggja að hérlendis ríki til lengri tíma litið fjölbreytt og góð atvinnuskilyrði sem stuðla að búsetu og lífsgæðum í landinu.

VIII. Ályktanir um meginreglur.

Í VII. kafla var fjallað um annmarka hefðbundinna sjónarmiða um áhættustýringu við eigna- og áhættustýringu lífeyrissjóða, enda er staða þeirra um margt einstök meðal fjárfesta og fáir, ef nokkrir, þurfa að líta til jafnlangs tíma. Þá verður ekki litið fram hjá því að vænt ávöxtun, sem byggist á væntum breytingum á markaðsvirði eigna, er um margt ófullkominn mælikvarði fyrir lífeyrissjóði vegna umsvifa þeirra á eignamörkuðum hérlendis.

Vegna þessarar stöðu lífeyrissjóðanna er enn mikilvægara en ella að þeir vandi vel til fjárfestingarákvarðana sinna og leggi sjálfstætt og vel ígrundað mat á eiginleika þeirra eigna sem þeir festa kaup á hverju sinni. Sérstaklega er mikilvægt að þeir meti hverju líklegt er að viðkomandi eignir skili kaupendum þegar horft er til langs tíma. Verðmætasköpun útgefenda verðbréfa ræður meiru um áhrif kaupa á slíkum bréfum á getu sjóðanna til að standa undir skuldbindingum sínum en skammtímasveiflur í markaðsverði. Vissulega geta slíkir mælikvarðar haft þýðingu fyrir lífeyrissjóðina en það er óhjákvæmilegt að veita öðrum atriðum vægi. Það þykir tilefni til þess að leggja áherslu á einstaka stöðu lífeyrissjóðanna við fjárfestingar og áhættustýringu. Þannig er lagt til að fjórar meginreglur komi í stað áskilnaðarins um að fé lífeyrissjóðs skuli ávaxtað með hliðsjón af þeim kjörum sem best eru boðin á hverjum tíma með tilliti til ávöxtunar og áhættu. Reglurnar er í meginatriðum í samræmi við reglur OECD um hinar bestu venjur við fjárfestingar lífeyrissjóða, sem felast í skynsemisreglunni.

Í *fyrsta lagi* þykir rétt að kveða skýrt á um það að lífeyrissjóður skuli hafa hagsmuni sjóðfélaga að leiðarljósi við mótun fjárfestingarstefnu og við ávöxtun fjár sjóðsins, sbr. 1. tölul. 4. gr. frumvarpsins. Það hefur ekki verið vafa undirorpið að lífeyrissjóðir starfa í þágu sjóðfélaga, sbr. 1. másl. 1. mgr. og 1. másl. 2. mgr. 20. gr. laganna, þar sem mælt er fyrir um að lífeyrissjóður megi ekki hafa með höndum aðra starfsemi en þá sem nauðsynleg er til þess að taka við og ávaxta iðgjöld og greiða lífeyri, en það þykir eigi að síður rétt að taka það skýrt fram að hagsmunir sjóðfélaga skuli ávallt vera í fyrirrúmi.

Í *öðru lagi* þykir rétt að kveðið verði skýrt á um að lífeyrissjóðir skuli gæta að samræmi eigna og skuldbindinga, sbr. 2. tölul. 4. gr. frumvarpsins, og í því endurspeglast nauðsyn þess að þeir horfi til langs tíma og takist á við þá óvissu sem óhjákvæmilega felst í því að miðla fjármununum milli sömu einstaklinga sem vinnandi stétta annars vegar og lífeyrisþega hins vegar yfir hátt í hálfra aldar tímabil.

Líkt og rakið var í VII. kafla er fullt tilefni til þess að leggja áherslu á nauðsyn þess að lífeyrissjóðir geri áætlanir til langs tíma til þess að auka líkurnar á því að þeir geti tryggt lífeyrisþegum sem besta afkomu þegar fram í sækir. Í því felst m.a. krafan um að lífeyrissjóðir hugi að gæðum samfélagsins, stöðugleika, fjölbreytni og vaxtarmöguleikum hagkerfisins til langs tíma, enda er áriðandi að framleiðni hagkerfisins vaxi á fjárfestingartímanum eigi lífeyrissjóður að geta tryggt framtíðarkynslóðum sem bestan lífeyri. Aukist framleiðni hagkerfisins ekki er hætt við að smærri kynslóðir framtíðarinnar hafi ekki bolmagn til þess að efna þær skuldbindingar sem voru keyptar fyrir iðgjöld lífeyrisþeganna áratugum fyrr. Því er í frumvarpi þessu lögð áhersla á að horft sé til jafnlangs tíma í fjárfestingum og líða mun uns skuldbindingar þeirra falla í gjalddaga.

Í þriðja lagi er lagt til að kveðið verði á um að allar fjárfestingar skuli byggðar á viðeigandi greiningu á upplýsingum með öryggi, gæði, lausafjárstöðu og arðsemi safnsins í huga. Í ákvæðum gildandi laga er ekki vikið beint að undirbúningi ákvarðana um fjárfestingar, en það þykir rétt áskilja á skýran hátt að byggt skuli á viðeigandi greiningu á upplýsingum. Það má gera ráð fyrir að greining verði misítarleg. Hún verði til að mynda smærri í sniðum þegar um er að ræða minni háttar fjárfestingu af hálfu lífeyrissjóðsins en ítarlegri þegar fjárfestingar eru umfangsmeiri eða sérstaklega áhættusamar. Þá er byggt á því að greining sé jafnan ítarlegri þegar fjárfestingar í óskráðum eignum eru undirbúnar en þegar fjárfest er í skráðum eignum, en með þeim fyrirvara þó að það kann að vera fullt tilefni fyrir lífeyrissjóð að leggja sjálfstætt mat á undirliggjandi eignir eða rekstur þegar fjárfest er í skráðum eignum. Þar er vísað til þess sem fram kom í VII. kafla um að það geti verið óvarlegt fyrir lífeyrissjóð að líta svo á að markaðsverð til skamms tíma og aðrar markaðsupplýsingar séu í stórum dráttum í takt við það raunverulega verðmæti sem undirliggjandi eignir gefa af sér til lengri tíma og hinir skráðu fjármálagerningar veita tilkall til.

Í fjórða lagi er lagt til að mælt verði fyrir um mikilvægi áhættudreifingar. Það liggur fyrir að engir fjárfestingarkostir geta talist fullkomlega öruggir fyrir lífeyrissjóð. Dæmi eru um að ríki standi ekki við skuldbindingar sínar og stórkostleg hrun hafa orðið á hlutabréfamörkuðum. Þá hefur verðbólga leikið lífeyrissjóði grátt, bæði hér á landi og erlendis, á ýmsum tímum. Það er því mikilvægt að horfa til áhættu af hverri og einni eign við eignastýringu og áhrif hennar á heildaráhættu safnsins, auk fylgni áhættu einstakra eigna og eignaflokka. Vaxtabreytingar á markaði hafa til að mynda yfirleitt svipuð áhrif á verðmæti allra skuldbréfa sem hafa sambærilega skilmála og líklegt er að ávöxtun hlutabréfa í sams konar félögum verði svipuð, góð ef vel árar í viðkomandi atvinnugrein og slæm þegar illa árar. Því er lagt til í frumvarpinu að kveðið verði á um að lífeyrissjóður skuli gæta þess að eignir sjóðsins séu nægilega fjölbreyttar til að komið sé í veg fyrir samþjöppun og uppsöfnun áhættu í eignasafninu, m.a. með því að gæta að fylgni áhættu einstakra eigna og eignaflokka. Þannig er byggt á því að magnbundnar takmarkanir í frumvarpi þessu feli í sér lágmarkskröfur, sbr. umfjöllun í IX. kafla, og lífeyrissjóður hafi svigrúm til viðhlítandi áhættudreifingar þegar þeim sleppir.

IX. Ályktanir um lágmarkskröfur.

Eins og að framan greinir er lagt til að umfjöllun um almenn viðmið við fjárfestingar lífeyrissjóðanna verði færð til samræmis við það sem víða gildir á grundvelli skynsemissreglunnar. Í ljósi þess er lagt til að kröfum um dreifingu eigna og áhættu í formi magnbundinna takmarkana á tegunda- og útgefendagrunni verði breytt til þess að tryggja sjóðunum tilhlýðilegt svigrúm til eigna- og áhættustýringar í þágu sjóðfélaga. Lagaramminn um fjárfestingar lífeyrissjóða verður óhjákvæmilega að taka mið af þeirri stöðu sem leiðir af stærð sjóðanna í hlutfalli við íslenskan fjármálamarkað og efnahagslíf. Fé sjóðanna þarf að streyma þangað sem þess er þörf án þess að hafa óæskileg áhrif á verðmyndun. Eignirnar þurfa jafnframt að hafa æskilega eiginleika frá sjónarhóli lífeyrissjóðanna, þ.e. styrkja getu sjóðanna til að standa undir skuldbindingum við sjóðfélaga, hvort heldur er til skamms eða langs tíma. Fjárfestingarheimildirnar eru sömuleiðis einfaldaðar umtalsvert og í því skyni er ákvæði 36. gr. skipt upp í nokkur ákvæði. Þá eru hugtök færð til samræmis við hugtakanotkun í annarri löggjöf um eftirlitsskylda aðila á fjármálamarkaði.

Með þessum rökum þykir ekki tilefni til að takmarka fjárfestingar lífeyrissjóða í hlutabréfum frá því sem nú gildir líkt og úttektarnefndin mælist til. Það er vissulega ástæða fyrir lífeyrissjóðina að gæta sérstaklega að umsvifum þeirra á innlendum hlutabréfamörkuðum við áhættustýringu sjóðanna en við útfærslu lagarammans þykir ekki tilefni til þess að greina á milli íslensks og erlendra hlutabréfamarkaða. Það getur talist eðlilegt að lífeyrissjóður

bindi allt að 60% heildareigna sinna í hlutabréfum og samsvarandi eignum og þar er m.a. litið til þess að söguleg gögn leiða í ljós að langtímaávöxtun hlutabréfa er í flestum tilfellum betri en eigna sem eru taldar mun áhættuminni, eins og t.d. ríkisskuldabréfa. Í frumvarpinu er hins vegar leitast við að flokka hlutabréf og hluti og hlutdeildarskírteini í sjóðum um sameiginlega fjárfestingu, ef frá eru talin hlutdeildarskírteini í svokölluðum UCITS-sjóðum, saman með tillit til áhættu, sbr. 2. tölul. 1. mgr. a-liðar 6. gr. frumvarpsins. Á sama tíma er lagt til að litið verði á hlutdeildarskírteini í UCITS-sjóðunum sem áhættuminni fjárfestingu með vísan til þeirrar lagaumgjarðar sem um þá gildir, sbr. 1. tölul. 1. mgr. a-liðar 6. gr. frumvarpsins, og fallið verði frá því að skipta verðbréfasafni að baki skírteinunum eða hlutunum upp með tilliti til takmarkana á tegunda- og útgefendagrunni. Þannig er leitast við að einfalda framsetningu ákvæðanna og koma í veg fyrir að einblínt sé á rekstrarform þeirra sem gefa út fjármálagerninga en ekki eðli gerninganna með tilliti til áhættu.

Þá er enn fremur lagt til að heimildum lífeyrissjóða til fjárfestinga í óskráðum fjármálagerningum verði haldið óbreyttum frá gildandi lögum. Því er lagt til í frumvarpi þessu að lífeyrissjóðum verði heimilt að binda allt að 20% heildareigna sinna í fjármálagerningum sem ekki eru skráðir á skipulegum verðbréfamarkaði, og allt að 25% heildareigna sinna ef a.m.k. 5% heildareigna eru bundin í fjármálagerningum sem eru skráðir á markaðstorg fjármálagerninga, sbr. 3. mgr. a-liðar 6. gr. frumvarpsins. Þannig er ekki farið að tilmælum úttektarnefndarinnar um að heimildir til fjárfestinga í óskráðum fjármálagerningum verði dregnar saman um leið og verðbréfamarkaði innan lands vex fiskur um hrygg. Í því sambandi skal vísað til þess sem áður hefur verið rakið um mikilvægi þess að lífeyrissjóðunum sé veitt svigrúm til þess að hugsa til lengri tíma, m.a. með því að gera fyrirtækjum kleift að ráðast í arðbærar fjárfestingar á hverjum tíma. Við samanburð á kostum og göllum fjárfestingar í skráðum og óskráðum fjármálagerningum er rétt að hafa í huga að þeir kostir sem helst eru taldir fylgja skráningu nýtast íslensku lífeyrissjóðunum ekki að öllu leyti vegna sérstöðu þeirra á innlendum fjármálamarkaði. Almenn er það talið kostur við skráningu verðbréfa í kauphöll að hún eykur seljanleika þeirra og ætti að stuðla að heilbrigðari og gagnsærri verðmyndun en ella. Vegna þess að lífeyrissjóðirnir eru mjög umsvifamiklir á innlendum verðbréfamarkaði, eins og áður hefur verið rakið, nýtast þessir kostir þeim ekki á sama hátt og smáum fjárfestum á stórum markaði. Seljanleiki eigna getur þannig verið mjög takmarkaður frá sjónarhóli aðila sem eru mjög umsvifamiklir fjárfestar, líkt og lífeyrissjóðirnir, þótt eignirnar séu skráðar í kauphöll. Sömuleiðis verður skráð markaðsverð í kauphöll mjög háð ákvörðunum svo stórra fjárfesta um kaup og sölu að hið skráða verð verður ekki jafngott viðmið og ella fyrir þá við mat á eignastöðu, ávöxtun og áhættu.

Í þessu samhengi má m.a. benda á að meðal skráðra eigna í Kauphöll Íslands eru skuldabréfaflokkar sem eru að mestu eða öllu leyti í eigu íslenskra lífeyrissjóða og hafa verið frá upphafi skráningar en ekki hafa verið viðskipti með bréfin árum saman. Einnig eru til ýmis dæmi um hlutabréf sem hafa verið skráð í Kauphöllina en síðan verið sáralítill viðskipti með bréfin. Þegar svo háttar til er skráning í kauphöll fyrst og fremst formsatriði sem hefur litla ef nokkra hagræna þýðingu. Það er raunar ein af hættunum við að þrengja mjög að svigrúmi lífeyrissjóðanna til kaupa á óskráðum eignum að það getur orðið til þess að bréf verði skráð í kauphöll eingöngu til að uppfylla formskilyrði án þess að skráningin skili neinum efnahagslegum ávinningi. Ákvörðun um fjárfestingu lífeyrissjóðs verður ávallt að byggja á vönduðu mati á eiginleikum þeirrar eignar sem keypt er, útgefanda hennar, skilmálum og öðru sem máli skiptir. Skráning í kauphöll getur hér vissulega skipt máli en hún er hvorki nauðsynlegt né nægjanlegt skilyrði fyrir því að kaupin séu til hagsbóta fyrir lífeyrissjóðinn.

Þá má jafnframt benda á að skráning eigna í kauphöll tryggir á engan hátt fjárfesta fyrir tjóni vegna verðbreytinga. Er skemmst að minnast þess að tjón lífeyrissjóðanna í hruninu 2008 varð einkum vegna skráðra hlutabréfa og skuldabréfa.

Fyrir utan þá kosti skráningar verðbréfa í kauphöll sem áður var fjallað um má nefna talsvert betra aðgengi fjárfesta að fjárhagsupplýsingum um útgefanda og um viðskipti með bréf. Skráð fyrirtæki og viðskipti með bréf þeirra sæta jafnframt nokkru eftirliti viðkomandi kauphallar og fjármálaeftirlits. Vegna þess að sambærilegar reglur og eftirlit eru ekki til staðar vegna óskráðra bréfa er rétt að leggja ríka áherslu á að lífeyrissjóðir kaupi ekki slík bréf án þess að hafa fengið aðgang að og greint með eðlilegum hætti gögn um útgefandann og viðkomandi bréf og annað sem máli skiptir við mat á eignunum.

Að lokum þykir ekki nauðsynlegt að áskilja að óskráðir fjármálagerningar verði að vera framseljanlegir, sbr. 4. másl. 3. mgr. 36. gr. gildandi laga, enda geta ýmsar ástæður leitt til þess að skynsamlegt sé fyrir lífeyrissjóð að ráðast í fjárfestingar sem ekki eru framseljanlegar á hverjum tíma. Þar er sérstaklega haft í huga að þeir hafa yfir að ráða þolinmóðu fjármagni og geta nýtt fjárfestingartækifæri sem aðrir hafa ekki sama styrk til að nýta. Nánar verður fjallað um framsetningu lágmarkskrafna í athugasemdum við einstakar greinar.

X. Nýmæli. Verðbréfalán og sértryggð skuldabréf og auknar kröfur til áhættustýringar.

a. Verðbréfalán.

Í frumvarpinu er lagt til að lífeyrissjóðum verði heimilt að taka þátt í viðskiptum á lána- markaði með verðbréf. Með því er átt við að lífeyrissjóður geti yfirfært verðbréf tímabundið til fjármálafyrirtækja á grundvelli skriflegs samnings þar um sem gerður er fyrir tilstilli verðbréfamiðstöðvar eða kauphallar. Rétt þykir að lánveitingar af þessu tagi fari ekki fram nema gegn tryggingum sem samsvara að minnsta kosti markaðsverðmæti þeirra fjármálagerninga sem eru lánaðir og nemi ekki hærri fjárhæð en sem nemur 5% af heildareignum lífeyrissjóðs. Þá er lagt til að heimildin verði enn fremur takmörkuð við 15% af eign lífeyrissjóðs í hluta- félagi eða skuldabréfaflokki.

Umsvif íslenskra lífeyrissjóða á verðbréfamörkuðum hérlendis eru mikil og munu óhjá- kvæmilega verða það þegar til lengri tíma er litið. Heimildir þeirra til verðbréfalána hafa í för með sér kosti, bæði fyrir þá og markaðinn sem heild. Þannig geta lífeyrissjóðir fengið tekjur af því að lána verðbréf sem annars lægju óhreyfð í eignasöfnum þeirra auk þess sem virkni markaða er meiri ef verðbréf sem lífeyrissjóðir kaupa til að eiga til langs tíma eru nýtt í verðbréfalánaviðskiptum. Aukin virkni leiðir til betra markaðsumhverfis í formi skilvirkari verðmyndunar.

b. Sértryggð skuldabréf.

Nýmæli er að settar séu fjárfestingarheimildir fyrir sértryggð skuldabréf, en þeirra er ekki getið í gildandi lögum um lífeyrissjóði. Þykir viðeigandi að ákvæði nýrra laga nái til þeirra enda hefur útgáfa sértryggðra skuldabréfa hér á landi farið vaxandi, ekki síst eftir að lög um þau voru sett árið 2008. Lagt er til að sértryggð skuldabréf fari í eignaflokk með fjármála- gerningum með ábyrgð sveitarfélaga og Lánasjóðs sveitarfélaga og innlána viðskiptabanka og sparissjóða í frumvarpi þessu. Sértryggð skuldabréf njóta sérstaks fullnusturéttar í trygg- ingasafni útgefanda og eru að því leyti frábrugðin öðrum skuldabréfum. Fáí útgefandi heimild til greiðslustöðvunar skal tryggt að efnadar séu skuldbindingar samkvæmt sértryggð- um skuldabréfum með verðmætum í tryggingasafni, staðgöngutryggingum og greiðslum sem koma til vegna þeirra eigna. Þá eru greiðslur af sértryggðum skuldabréfum undanþegnar rift- unarreglum í XX. kafla laga um gjaldþrotaskipti o.fl., nr. 21/1991. Með vísan til stöðu sér- tryggðra skuldabréfa að lögum þykir enn fremur rétt að leggja til að sérregla gildi um mót- aðilaáhættu vegna sértryggðra skuldabréfa. Af henni leiðir að lífeyrissjóði er heimilt að

binda allt að 25% heildareigna í fjármálagerningum sama útgefanda að því gefnu að 15% heildareigna séu bundin í sértryggðum skuldabréfum. Þá er gert ráð fyrir að lífeyrissjóðum verði heimilt að binda fé í samsvarandi sértryggðum skuldabréfum útgefnum innan ríkja Evrópska efnahagssvæðisins, í aðildarríki stofnsamnings fríverslunarsamtaka Evrópu (EFTA) eða í Færeyjum, enda gildi samsvarandi löggjöf um sértryggð skuldabréf í ríkjunum.

c. Áhættustýring.

Í frumvarpinu eru gerðar kröfur til lífeyrissjóða vegna áhættustýringar, en hingað til hefur aðeins verið fjallað um áhættustýringu sjóðanna í 9. tölul. 3. mgr. 29. gr. þar sem fram kemur að stjórn skuli móta eftirlitskerfi sem gerir lífeyrissjóðnum kleift að vakta, meta og stýra áhættu í starfsemi sjóðsins. Á grundvelli þessa hefur Fjármálaeftirlitið sett leiðbeinandi tilmæli um áhættustýringu samtryggingadeilda annars vegar og séreignardeilda hins vegar. Það þótti hins vegar nauðsynlegt að fjalla frekar um áhættustýringu lífeyrissjóða í lögunum, m.a. vegna aukinna krafna sem tengjast áhættustýringu á aðra eftirlitsskylda aðila á fjármálamarkaði, stærðar sjóðanna og aukinnar þátttöku og áhrifa á fjármálamarkaði. Þá er mikilvægt að áhættuvitund sjóðanna aukist þar sem í frumvarpi þessu er lögð aukin áhersla á undirliggjandi áhættu fjárfestinga lífeyrissjóðanna í stað áherslu á form gerninganna.

XI. Samræmi við stjórnarskrá og alþjóðlegar skuldbindingar.

a. Samræmi við íslensku stjórnarskrána.

Lífeyrisréttindi sem hafa myndast á grunni iðgjalda til lífeyrissjóða eru talin til eignar í skilningi grundvallarreglu 1. mgr. 72. gr. stjórnarskrárinnar, um friðhelgi eignarréttar. Af því hefur verið leitt að ekki sé unnt að skylda lífeyrissjóði til þess að verja fé til verkefna sem fyrir fram eru talin óarðbær.

b. 40. gr. EES-samningsins um frjálst flæði fjármagns.

Í frumvarpinu er ekki gerður greinarmunur á fjárfestingum á Íslandi og í öðrum ríkjum Evrópska efnahagssvæðisins. Hins vegar er mælt fyrir um að lífeyrissjóður skuli takmarka gengisáhættu með því að tryggja að af heildareignum sjóðsins séu að lágmarki 50% í íslenskum krónum. Samsvarandi áherslur eru í 36. gr. gildandi laga og er talið að þær séu í samræmi við 40. gr. EES-samningsins um frjálst flæði fjármagns. Í því sambandi er höfð hliðsjón af 18. gr. tilskipunar Evrópuþingsins og ráðsins 2003/41/EB þar sem mælt er fyrir um að aðildarríkjunum sé heimilt að takmarka fjárfestingar í eignum sem tilgreindar eru í erlendum gjaldmiðli við 30% af heildareignum til jöfnunar tryggingaskuldar.

XII. Samráð.

Í I. kafla er rakið að frumvarpið byggist á tillögum nefndar þar sem sæti áttu fulltrúar fjármála- og efnahagsráðuneytisins, Seðlabanka Íslands, Fjármálaeftirlitsins og Landssamtaka lífeyrissjóða. Þá áttu fulltrúar nefndarinnar fundi með Samtökum fjármálafyrirtækja og áhættustýringarhópi Landssamtaka lífeyrissjóða.

XIII. Mat á áhrifum.

Í frumvarpi þessu er áfram byggt á magnbundnum takmörkunum á fjárfestingum í eignum bæði á tegunda- og útgefendagrunni. Að því leyti munu ákvæðin ekki hafa stórvægilegar breytingar í för með sér fyrir lífeyrissjóðina. Það kann þó að vera að einhverjir sjóðir þurfi að leitast við að komast inn fyrir ný mörk. Hins vegar er ekki gert ráð fyrir að sjóðirnir þurfi að selja eignir til þess að uppfylla ný skilyrði heldur geti þeir hagað fjárfestingum í framhaldinu þannig að mörkum laganna verði náð. Þegar magnbundnum takmörkunum sleppir, en þau fela í sér lágmarkskröfur til eignadreifingar, er lögð sérstök áhersla á stöðu lífeyris-

sjóðanna við fjárfestingar og áhættustýringu, eins og fram kom í VIII. kafla. Gera má ráð að fyrir lífeyrissjóðirnir þurfi að leggja í einhverja vinnu við að setja saman greinargerð um það hvernig þeir fylgi reglunum um skynsamlegar fjárfestingar eins þær eru settar fram í 1. mgr. 4. gr. frumvarpsins og mögulega breyta einhverjum áherslum við fjárfestingar. Það verður ekki litið svo á að eftirfylgni við viðmiðin og tilheyrandi skýrslugjöf, sem leggur grundvöllinn að umræðu á milli lífeyrissjóðanna og Fjármálaeftirlitsins, verði íþyngjandi fyrir lífeyrissjóðina.

Í frumvarpinu er lögð aukin áhersla á áhættustýringu hjá lífeyrissjóðum. Með lögum nr. 156/2011 var nýjum tölulið bætt við 3. mgr. 29. gr. gildandi laga þar sem mælt er fyrir um að stjórn skuli móta eftirlitskerfi sem gerir sjóðnum kleift að greina, vakta, meta og stýra áhættu í starfsemi sjóðsins, en stuttu áður hafði Fjármálaeftirlitið stuðlað að styrkingu áhættustýringar hjá lífeyrissjóðum með útgáfu leiðbeinandi tilmæla um áhættustýringu (eftirlitskerfi) samtryggingadeilda lífeyrissjóða á grundvelli 2. mgr. 8. gr. laga um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi. Rétt þykir að megin sjónarmið við áhættustýringu verði reifuð í lögnum sjálfum en þau hafa að megin stefnu til verið sett fram í tilvitnuðum tilmælum Fjármálaeftirlitsins. Það verður því litið svo á að ákvæðin hafi grundvallarbreytingar í för með sér í starfsemi lífeyrissjóðanna en það má gera ráð fyrir að þeir þurfi að einhverju marki að yfir fara skipulag og ferla verði frumvarpið að lögum. Í frumvarpinu er gert ráð fyrir að ákvæði þess um áhættustýringu gildi enn fremur um áhættustýringu hjá vörsluaðilum séreignarsparnaðar. Þannig muni ákvæðin um áhættustýringu ná til allra sem veita tryggingavernd á grundvelli laganna. Breytingin mun hafa í för með sér óverulegar breytingar fyrir vörsluaðila, enda hafa þeir flestir starfað á grundvelli laga um fjármála fyrirtæki þar sem kveðið er á um áhættustýringu. Þá hefur Fjármálaeftirlitið gefið út leiðbeinandi tilmæli um áhættustýringu vörsluaðila séreignarsparnaðar.

Gert er ráð fyrir að þær auknu áherslur sem lagðar eru til í frumvarpi þessu muni kalla á aukið frumkvæðiseftirlit Fjármálaeftirlitsins þar sem áhættuþættir í starfsemi lífeyrissjóða eru kerfisbundið skoðaðir, lagt er mat á hve líklegt sé að áhættan valdi truflun á starfsemi sjóðanna og gripið til viðeigandi ráðstafana sem miða að því að fá lífeyrissjóðina til að draga úr áhættunni, þegar það á við. Framangreint áhættumat ætti að gefa til kynna, mun fyrr en ella, ef áhætta lífeyrissjóðs fer umfram ásættanleg mörk og því ætti að vera hægt að gripa tímanlega til viðeigandi ráðstafana. Það er ekki gert ráð fyrir að aukið frumkvæðiseftirlit af hálfu Fjármálaeftirlitsins hafi kostnaðarauka í för með sér. Þannig er gerð krafa um breyttar áherslur við eftirlit en ekki aukið eftirlit. Það er til að mynda fallið frá því að skipta verðbréfasafni að baki skírteinunum eða hlutunum í verðbréfasjóðum upp með tilliti til takmarkana á tegunda- og útgefendagrunni. Það mun hafa umtalsverða einföldun í för með sér fyrir Fjármálaeftirlitið og ekki síður lífeyrissjóðina, en þeim hefur reynst erfitt að fá upplýsingar frá rekstrarfélögum verðbréfasjóða um eignasafn sjóðanna eins og það er á hverjum tíma.

Athugasemdir við einstakar greinar frumvarpsins.

Um 1. gr.

Í greininni er lagt til að 2. másl. 1. mgr. 20. gr. falli brott. Í stað hans kemur ákvæði 1. mgr. 5. gr. frumvarpsins. Þar með er lagt til að fjallað verði um allt það sem lýtur að fjárfestingum lífeyrissjóða í einum kafla.

Um 2. gr.

Í greininni er lagt til að stjórn lífeyrissjóðs skuli, að því viðbættu að móta eftirlitskerfi með áhættu sjóðsins, sbr. e-lið 6. gr. frumvarpsins, setja áhættustefnu fyrir lífeyrissjóðinn. Í áhættustefnu skal stjórn setja fram áhættuvilja sjóðsins og tiltaka hver þolmörk eru fyrir hvern áhættuþátt sem skilgreindur er í áhættustefnunni. Stjórn sjóðsins ber ábyrgð á starf-

semi sjóðsins og er því eðlilegt að hún setji takmörk fyrir því hversu mikla áhættu stjórnendum lífeyrissjóðs er heimilt að taka.

Um 3. gr.

Í 1. mgr. greinarinnar er mælt fyrir um að lífeyrissjóður skuli tilnefna starfsmann sjóðsins til að bera ábyrgð á áhættustýringu hans og að þeim starfsmanni verði hvorki sagt upp né verði hann færður til í starfi nema að fengnu samþykki stjórnar. Ekki er talið nægjanlegt að stjórn lífeyrissjóðs veiti samþykki sitt fyrir uppsögn, færslu í starfi eða brottrekstri eftir á. Gert er ráð fyrir allar breytingar er varða ábyrgðaraðila áhættustýringar séu tilkynntar til Fjármálaeftirlitsins, en nauðsynlegt er að eftirlitið hafi upplýsingar um hver ber ábyrgð á áhættustýringu til að geta uppfyllt eftirlitshlutverk sitt á fullnægjandi hátt.

Í 2. mgr. er gert ráð fyrir að áhættustýring sé óháð öðrum starfseiningum sjóðsins. Í því felst að ábyrgðaraðilinn má ekki koma að verkefnum sem hann þarf svo að hafa eftirlit með í störfum sínum innan áhættustýringar. Þá þykir jafnframt mikilvægt að áhættustýringu sé tímanlega tryggður aðgangur að öllum þeim upplýsingum og gögnum sem nauðsynleg eru til að unnt sé að sinna áhættustýringu svo fullnægjandi sé. Ákvæði þetta á við óháð stærð sjóðsins.

Í 3. mgr. er mælt fyrir um undanþágu frá 1. másl. 2. mgr. þegar ekki er unnt að koma við aðgreiningu starfa vegna smæðar lífeyrissjóðsins, en í þeim tilvikum er heimilt að ábyrgðaraðili áhættustýringar sinni einnig öðrum störfum hjá sjóðnum, enda sé hugað að því að koma í veg fyrir hagsmunaaðreksu og þá sérstaklega gagnvart þeim sem annast eignastýringu og bakvinnslu. Þá er mikilvægt að áhættustýring hafi óheftan aðgang að stjórn lífeyrissjóðs.

Um 4. gr.

Gerðar hafa verið almennar kröfur til fjárfestinga lífeyrissjóðanna í 1. másl. 1. mgr. 36. gr. gildandi laga þar sem mælt er fyrir um að stjórn lífeyrissjóðs skuli móta fjárfestingarstefnu og ávaxta fé sjóðsins með hliðsjón af þeim kjörum sem best eru boðin á hverjum tíma með tilliti til ávöxtunar og áhættu. Eins og nánar er gerð grein fyrir í almennum athugasemdum þykir tilefni til þess að breyta áherslum þegar gerðar eru almennar kröfur til ákvarðana sjóðanna um fjárfestingar og tilgreina viðmið sem talin eru skynsamleg við fjárfestingar þeirra þegar lágmarkskröfum skv. a-, b- og c-liðum 6. gr. frumvarpsins sleppir. Þar er höfð hliðsjón af leiðbeiningum OECD þar sem mælt er til þess að byggt sé á skynsemisreglunni, og eru þættir hennar tilgreindir í fjórum tölulíðum í þessari grein frumvarpsins.

Í 1. tölul. 1. mgr. er lagt til að kveðið verði á um að við fjárfestingar lífeyrissjóðs í eignum skuli hafa hagsmuni sjóðfélaga að leiðarljósi. Það á ekki að heita vafa undirorpið, sbr. 1. gr. og 1. másl. 1. mgr. og 1. másl. 2. mgr. 20. gr. gildandi laga, en það þykir eigi að síður ástæða til þess að áskilja með skýrum hætti að hagsmunir sjóðfélaga skuli hafðir í forgrunni við fjárfestingar. Þar er sérstaklega haft í huga að hugsanlegt er að hagsmunir sjóðfélaga geti rekist á hagsmuni annarra, til að mynda hagsmuni aðstandenda sjóðanna, rekstraraðila þeirra eða jafnvel stjórnvalda.

Í 2. tölul. 1. mgr. er mælt fyrir um að lífeyrissjóður skuli horfa til aldursamsetningar sjóðfélaga og annarra tryggingafræðilegra þátta sem hafa áhrif á skuldbindingar hans. Í því felst m.a. krafan um að lífeyrissjóður vegi og meti fjölda þátta, sér í lagi vegna þeirrar óvissu sem felst í annars vegar varðveislu og ávöxtun eigna til langs tíma og hins vegar þróun skuldbindinga til langs tíma. Áhætta lífeyrissjóðs er fólgin í öllum þeim þáttum sem geta valdið misræmi þarna á milli þannig að eignir og ávöxtun þeirra nægi ekki til að standa undir skuldbindingunum. Því verður lífeyrissjóður að hafa góða yfirsýn yfir þá þætti og taka ákvarðanir um fjárfestingar og annað með hliðsjón af þeim. Þá stendur það lífeyrissjóðum nær en öðrum fjárfestum, sem jafnan hugsa til skamms tíma, að huga að langtímavexti hag-

kerfisins. Þar er byggt á því að aukin framleiðni hagkerfisins hafi verulegt vægi eigi að vera unnt að skila komandi kynslóðum sem bestum lífeyri og að lífeyrissjóðir hafi ekki einvörðungu getu til að hafa áhrif á þróun hagkerfisins í bráð og lengd, heldur einnig að þeir komist ekki hjá því að hafa slík áhrif.

Í 3. tölul. 1. mgr. er kveðið á um að fjárfestingar lífeyrissjóðs skuli byggðar á tilhlýðilegri greiningu upplýsinga með öryggi, gæði, lausafjárstöðu og arðsemi safnsins í heild í huga. Eins og fram kom í VII. kafla í almennum athugasemdum er æskilegt að lífeyrissjóðirnir horfi lengra en til greiningar á skammtímabreytileika markaðsverðs sem getur að miklu leyti ráðist af öðrum þáttum en gæðum viðkomandi eigna og langtímahorfum. Þegar litið er til langs tíma skipta vaxtarmöguleikar hagkerfisins og þar með geta þess til að skila verðmætum til eigenda fjármálagerninga mun meira máli. Þurfa sjóðirnir, að því marki sem það er unnt, að afla sér upplýsinga og leggja mat á gæði eigna sem langtímafjárfestinga. Að því leyti er staða lífeyrissjóða allt önnur en skammtímafjárfesta sem horfa iðulega fyrst og fremst til þess sem þeir telja líklegar verðbreytingar til skamms tíma og reyna að hagnast á að sjá þær fyrir.

Í 4. tölul. 1. mgr. er lögð áhersla á að áhættu skuli dreift eftir mætti, m.a. með hliðsjón af fylgni áhættu einstakra eigna og eignaflokka. Í tölulíðnum er lögð áhersla á að gætt sé að safninu í heild og þar geta ýmsir þættir komið til skoðunar. Huga verður sérstaklega að þeim áhættuþáttum sem stefnt geta getu lífeyrissjóðs til að standa undir skuldbindingum sínum í hættu, bæði til skamms og langs tíma. Eignasafn þarf að vera fjölbreytt og ekki berskjaldað fyrir einstökum áhættuþáttum sem geta haft veruleg áhrif á heildarverðmæti þess eða langtímaarðsemi.

Vegna hlutfallslegrar stærðar sjóðanna á tiltölulega smáum innlendum markaði með fáum og nokkuð einsleitum fjárfestingarkostum eru því takmörk sett hve vel er hægt að dreifa áhættu innan lands. Það þarf engu að síður að gera eftir mætti. Sérstaklega þarf hér að gæta þess að innlent eignasafn lífeyrissjóðs eigi ekki of mikið undir einstökum eða svipuðum útgefendum verðbréfa. Þá þarf að huga vel að næmi eignasafnsins fyrir helstu áhættuþáttum sem hafa áhrif á íslenskt hagkerfi í heild.

Á svipaðan hátt þarf að huga að erlendum eignum lífeyrissjóðs og nýta sérstaklega þá áhættudreifingu sem hægt er að ná fram á stærri mörkuðum. Erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna þarf jafnframt að meta út frá samspili þeirra við þær innlendu, þ.e. því að hvaða marki erlendar eignir draga úr heildaráhættu eignasafns að teknu tilliti til gengisáhættu og annarra þátta.

Þá er lagt til í 1. mgr. greinarinnar að lífeyrissjóður kunngerir fjárfestingarstefnu sjóðsins. Birting stefnunnar á vefsíðu sjóðsins telst fullnægjandi í því sambandi.

2. og 3. mgr. greinarinnar samsvara í meginatriðum 1. mgr. 37. gr. gildandi laga með þeirri viðbót að lagt er til að fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðs fylgi greinargerð um það hvernig sjóðurinn kemur til móts við reglur 1. mgr. Það er byggt á því að greinargerðin verði tekin til umræðu í samskiptum Fjármálaeftirlitsins og lífeyrissjóðs ef tilefni er til.

Um 5. gr.

Um 1. mgr.

Í 1. mgr. greinarinnar er kveðið á um að lífeyrissjóði sé eingöngu heimilt að binda fé sjóðsins, sem ætlað er til þess að standa undir lágmarkstryggingavernd, í innlánum viðskiptabanka eða sparissjóða og fjármálagerningum. Ákvæðið samsvarar 1. mgr. 20. gr. gildandi laga en tillit hefur verið tekið til breyttrar hugtakanotkunar í lögum um verðbréfavíðskipti. Þannig er talað um fjármálagerninga í stað verðbréfa og nær hugtakið yfir allar þær eignir sem lífeyrissjóðum er heimilt að binda fé sitt í ef frá eru talin hefðbundin innlán sem eru nefnd sérstaklega. Lagt er til að horfið verði frá því að áskilja „framseljanleika“, líkt

og gert er í 20. gr. gildandi laga. Í því sambandi er vísað til þess að það liggur í skilgreiningum á flestum þeim eignum sem lífeyrissjóðum er heimilt að fjárfesta í að þær eru framseljanlegar, sbr. a-lið 2. tölul. 2. gr. laga um verðbréfiðskipti. Þá er enn fremur áskilið að stærstur hluti eigna lífeyrissjóðs sé skráður á skipulegum markaði, sbr. 2. og 3. mgr. a-liðar 6. gr. frumvarpsins. Það verður því talið fyllilega tryggt að þorri eigna lífeyrissjóðanna sé framseljanlegur á hverjum tíma og ekki þykir nauðsynlegt að gera frekari kröfur um framseljanleika í frumvarpinu, enda geta ýmsar ástæður leitt til þess að skynsamlegt sé fyrir lífeyrissjóð að ráðast í fjárfestingar sem ekki eru framseljanlegar á hverjum tíma. Þeir hafa til að mynda yfir að ráða þolinmóðu fjármagni og geta nýtt fjárfestingartækifæri sem aðrir hafa ekki sama styrk til að nýta. Einnig verður talið í þessu sambandi að það geti verið skynsamlegt fyrir lífeyrissjóð að binda fé í framvirkum samningum. Með samsvarandi rökum er lagt til að ákvæði 2.–4. másl. 3. mgr. 36. gr. gildandi laga verði felld brott.

Um 2. mgr.

Í 2. mgr. greinarinnar er gert ráð fyrir að lífeyrissjóðir flokki eignir sínar í sex eignaflokka.

Undir 1. tölul. falla eignir sem þykja sérstaklega traustar, annars vegar fjármálagerningar sem tryggðir eru með ríkisábyrgð og hins vegar skuldabréf tryggð með veði í fasteign, enda fari veðhlutfall ekki umfram 75% af markaðsvirði íbúðarhúsnæðis eða 50% af markaðsvirði annarra fasteigna við lánveitingu. Lagt er til að fallið verði frá kröfum um skráningu fjármálagerninga með ríkisábyrgð á skipulegum markaði, sbr. 2. mgr. a-liðar 6. gr. frumvarpsins. Þá er lagt til að hugtakið sérhæft atvinnuhúsnæði falli brott. Skýring hugtaksins hefur þótt vandasöm og því er lagt til að ein regla gildi um atvinnuhúsnæði þar sem mælt er fyrir um að veðhlutfallið fari ekki umfram 50% af markaðsvirði þess. Í því felst að hámarksveðhlutfall er hækkað þegar litið er til fasteigna sem teljast vera sérhæft atvinnuhúsnæði samkvæmt gildandi lögum, og lækkað þegar litið er til annars atvinnuhúsnæðis. Lífeyrissjóður getur tekið veð í fasteign sem fer umfram þau hlutföll sem mælt er fyrir um í tölulíðnum á grundvelli sérstaks veðskuldabréfs sem fellur þá undir 6. tölul. þessarar greinar.

Undir 2. tölul. falla fjármálagerningar með ábyrgð sveitarfélaga eða Lánasjóðs sveitarfélaga ohf., innlán viðskiptabanka og sparisjóða og sértryggð skuldabréf í skilningi laga um sértryggð skuldabréf og samsvarandi skuldabréf útgefin í ríki Evrópska efnahagssvæðisins, í aðildarríki stofnsamnings fríverslunarsamtaka Evrópu eða í Færeyjum. Með orðunum „samsvarandi skuldabréf“ er átt við skuldabréf útgefin af viðskiptabanka, sparisjóði eða lánaþyrirtæki í þessum ríkjum sem lúta samsvarandi lagaskilyrðum og tilgreind eru í lögum um sértryggð skuldabréf, m.a. með tilliti til undirliggjandi trygginga. Þessar eignir þykja vel tryggðar, ýmist með ábyrgð sveitarfélags eða öðrum tryggingum, svo sem veðum eða réttthæð í kröfuhafaröð. Þar er litið til þess að innlán teljast til forgangskrafna við slit fjármálaþyrirtækis, sbr. 3. mgr. 102. gr. laga um fjármálaþyrirtæki. Þá er ekki síður byggt á því að innlán hafa sögulega verið afar örugg eign á Vesturlöndum og fá dæmi um að þau hafi tapast þrátt fyrir að fjármálakerfi hafi lent í margvíslegum hremmingum. Ríkur pólitískur vilji hefur verið til þess að vernda hagsmuni innstæðueigenda sem m.a. birtist í yfirlýsingum fjölmargra ríkisstjórna árið 2008, þar á meðal hinnar íslensku, um að allar innstæður væru tryggðar. Í ljósi þessa er talið rétt að flokka áhættu lífeyrissjóða vegna innlána með þeim hætti sem hér er gert. Jafnframt skiptir máli að sú staða getur komið upp að lífeyrissjóði sé nauðsyn að hafa stóran hluta eigna sinna á formi innstæðna. Getur það t.d. átt við um sjóði sem taka ekki lengur við iðgjöldum en eru enn að greiða út lífeyri. Þannig er í frumvarpi þessu gert ráð fyrir að lífeyrissjóður geti bundið heildareignir sínar í eignum sem falla undir tölulíðinn, sbr. 1. mgr. a-liðar 6. gr. frumvarpsins, en það er gert ráð fyrir að fjármálagerningarnir sem falla undir tölulíðinn séu skráðir á skipulegum markaði, sbr. 2. mgr. a-liðar

6. gr. frumvarpsins, og ákvæði um mótaðilaáhættu gildi um eignir samkvæmt töluliðnum, sbr. b-lið 6. gr. frumvarpsins.

Undir 3. tölul. falla skuldabréf og peningamarkaðsskjöl útgefin af lánastofnunum og váttryggingafélögum, að undanskildum kröfum sem um hefur verið samið að víki fyrir öllum öðrum kröfum, svo sem vikjandi lán og hlutir eða hlutdeildarskírteini verðbréfasjóða samkvæmt lögum um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjárfestasjóði eða tilskipun 2009/65/EB um samræmingu á lögum og stjórnslufyrirmælum að því er varðar verðbréfasjóði(UCITS). Strangar kröfur eru gerðar til verðbréfasjóða, UCITS-sjóða öðru nafni, til að mynda um þær eignir sem sjóðunum er heimilt að binda fé sitt í og dreifingu áhættu. Þá eru hlutir og hlutdeildarskírteini í verðbréfasjóðum innleysanleg að kröfu eiganda á hverjum tíma. Í ljósi þess er talið viðhlítandi að flokka hlutina eða hlutdeildarskírteinin með skuldabréfum og peningamarkaðsskjölum útgefnum af eftirlitsskyldum aðilum, þ.e. lánastofnunum og váttryggingafélögum, öðrum en kröfum sem um hefur verið samið að víki fyrir öllum öðrum kröfum, sem falla undir 4. tölul. 2. mgr. þessarar greinar frumvarpsins og 2. tölul. 1. mgr. a-liðar 6. gr. frumvarpsins.

Undir 4. tölul. falla skuldabréf og peningamarkaðsskjöl félaga, annarra en lánastofnana og váttryggingafélaga, og sjóða um sameiginlega fjárfestingu, auk skuldabréfa og peningamarkaðsskjala lánastofnana og váttryggingafélaga sem um hefur verið samið að víki fyrir öðrum kröfum. Þau þykja að jafnaði ekki eins traust og skuldabréf sem falla undir 3. tölul. og eru gefin út af eftirlitsskyldum aðilum, en það þykir rétt að setja þau undir sérstakan tölulið og skör ofar en hlutabréf, sbr. 5. tölul., þótt sömu magnbundnu takmarkanir gildi um þessa flokka, sbr. 2. tölul. 1. mgr. a-liðar 6. gr. frumvarpsins. Þar er m.a. litið til réttþæðar þessara krafna við gjaldþrot félaga.

Undir 5. tölul. falla hlutabréf félaga og hlutir eða hlutdeildarskírteini sjóða um sameiginlega fjárfestingu, annarra en verðbréfasjóða. Samkvæmt gildandi lögum geta hlutir eða hlutdeildarskírteini í sjóðum um sameiginlega fjárfestingu fallið undir 6., 7. og 8. tölul. 36. gr. laganna eftir því hvert rekstrarform þeirra er. Sjóður um sameiginlega fjárfestingu sem er starfræktur sem samlagshlutafélag getur til að mynda bæði fallið undir 6. og 8. tölul. en samsvarandi sjóður á sjóðaformi fellur undir 8. tölul. Með frumvarpinu er því lagt til að hlutir og hlutdeildarskírteini í sjóðum um sameiginlega fjárfestingu, öðrum en verðbréfasjóðum, falli í sama flokk. Þar með er horft á eðli eignarinnar en ekki form, en nokkuð hefur borið á því að sjóðir um sameiginlega fjárfestingu séu hannaðir að teknu tilliti til ákvæða 36. gr. laganna, en telja verður með tilliti til áhættu að rekstrarformið eigi ekki að skipta máli.

Að lokum er í 6. tölul. gert ráð fyrir að lífeyrissjóðum verði heimilt að fjárfesta í tiltekn-um afleiðum, sbr. a-lið töluliðarins, og öðrum fjármálagerningum, sbr. b-lið töluliðarins, þó ekki öðrum afleiðum en þeim sem taldar eru í a-lið. Lagt er til að fjallað verði um viðmið afleiða í stað þess áskilja að dregið sé úr áhættu sjóðsins með gerð afleiðusamninga, sbr. 10. tölul. 1. mgr. 36. gr. gildandi laga.

Gert er ráð fyrir að 11. tölul. 1. mgr. 36. gr. gildandi laga, þar sem lífeyrissjóðum er heimilt að kaupa og reka íbúðarhúsnæði, falli brott. Er tillagan til samræmis við athugasemdir úttektaarnefndarinnar sem gerði það að tillögu sinni að lífeyrissjóðir fjárfesti fremur í félögum um rekstur fasteigna. Það er áfram gert ráð fyrir að lífeyrissjóðum sé heimilt að fjárfesta í slíkum félögum að uppfylltum öðrum skilyrðum frumvarpsins.

Þá er fallið frá kröfunni í 7. tölul. 36. gr. gildandi laga um að verðbréfasafni að baki skírteinum eða hlutum í verðbréfasjóðum og fjárfestingarsjóðum sé skipt upp með tilliti til takmarkana í 2.–6. mgr. 36. gr. Með því næst fram umtalsverð einföldun, enda hefur lífeyrissjóðum reynst erfitt að fá upplýsingar frá rekstrarfélögum verðbréfasjóða um eignasafn þeirra verðbréfa- og fjárfestingarsjóða sem lífeyrissjóðirnir fjárfesta í á hverjum tíma. Það verður ekki litið svo á að verulegum hagsmunum sé fórnað, enda gera ákvæði laga um

verðbréfasjóði (UCITS-sjóði) viðhlítandi kröfur um eigna- og áhættudreifingu. Samsvarandi kröfur eru ekki gerðar til fjárfestingarsjóða og því er lagt til í frumvarpi þessu að þeir verði flokkaðir með hlutabréfum, sbr. 2. tölul. 1. mgr. a-liðar 6. gr. frumvarpsins.

Um 6. gr.

Um a-lið (36. gr. b).

Í greininni er annars vegar fjallað um takmarkanir á fjárfestingum í eignaflokkum og hins vegar kröfur sem gerðar eru til skráningar á skipulegum markaði og þjóðernis útgefenda.

Í 1. mgr., sem samsvarar 4. mgr. 36. gr. laganna, er kveðið á um takmarkanir á fjárfestingum á tegundagrunni. Gert er ráð fyrir að takmarkanir á fjárfestingum í eignaflokkum verði miðaðar við tiltekið hlutfall af heildareignum í stað hlutfalls af hreinni eign til greiðslu lífeyris líkt og nú er gert, sbr. 7. mgr. 36. gr. gildandi laga. Þannig fæst betri sýn á stöðu fjárfestinga sjóðsins á hverjum tíma. Með heildareignum er átt við virði allra fjárfestinga lífeyrissjóðs á hverjum tíma.

Þá er lagt til að heimildir til fjárfestinga í eignaflokkum séu einfaldaðar og rýmkaðar að einhverju marki, sbr. umfjöllun um einstaka töluliði málgreinarinnar, m.a. til þess að veita lífeyrissjóðunum viðhlítandi svigrúm til eignastýringar þar sem byggt er á þeim almennu reglum sem lagðar eru til í 4. gr. frumvarpsins.

Í fyrsta lagi er gert ráð fyrir að fjárfestingar í eignum í áhættuminnstu eignaflokkunum, sbr. 1. og 2. tölul. 2. mgr. 5. gr. frumvarps þessa, verði ekki bundnar takmörkunum á tegundagrunni og því er ekki vísað til þeirra töluliða í 1. mgr. þessarar greinar. Þar með er lagt til að fjármálagerningar með ábyrgð sveitarfélaga og sértryggð skuldabréf verði tekin undan takmörkunum á tegundagrunni, sbr. 1. másl. 4. mgr. 36. gr. gildandi laga. Það er áfram gert ráð fyrir að fjármálagerningarnir verði skráðir á skipulegum markaði, sbr. 2. mgr. þessarar nýju greinar, og að fjármálagerningarnir verði háðir takmörkunum á útgefendagrunni, sbr. b-lið þessarar greinar frumvarpsins (36. gr. c).

Í öðru lagi er gert ráð fyrir að lífeyrissjóðum sé heimilt að binda allt að 80% heildareigna í öðrum eignum en þeim sem falla undir 1. og 2. tölul. 2. mgr. 5. gr. frumvarpsins.

Í þriðja lagi er gert ráð fyrir að heimilt verði að binda allt að 60% heildareigna í eignaflokkum í 4., 5. og 6. tölul. 2. mgr. 5. gr. frumvarpsins. Í skýrslu úttekta nefndarinnar var rýmkun lagaheimildar til fjárfestinga í hlutabréfum, fyrst á árinu 2004 og síðan á árinu 2006, gagnrýnd eins og fram kom í V. kafla almennra athugasemda. Gert er ráð fyrir að heimildir til fjárfestinga í hlutabréfum verði óbreyttar, eða 60% heildareigna ef allt svigrúm 2. tölul. 1. mgr. verður nýtt til fjárfestinga í hlutabréfum. Hins vegar eru hlutabréf talin með fleiri eignum í töluliðnum en í 3. másl. 4. mgr. 36. gr. gildandi laga. Það er byggt á því að þó að hlutabréf séu að sönnu áhættusöm fjárfesting þá sýna söguleg gögn að þegar horft er til langs tíma geta fjárfestar gert ráð fyrir að fá í flestum tilfellum ágæta ávöxtun sé fjárfest skynsamlega í hlutabréfum. Niðurstöður rannsóknna hafa leitt í ljós að langtímaávöxtun hlutabréfa er í flestum tilfellum betri en eigna sem eru taldar mun áhættuminni, eins og t.d. ríkisskuldabréfa. Áhættuþóknunin sem fjárfestar njóta við kaup á hlutabréfum vegur því með tímanum þyngra en einstök áföll sem valda skammtímasveiflum í verði bréfanna. Því verður að ætla að hlutabréf séu nokkuð eðlileg fjárfesting fyrir lífeyrissjóði með tilliti til langtíma-sjónarmiða.

Takmörkun 2. tölul. 1. mgr. nær enn fremur til hluta og hlutdeildarskírteina sjóða um sameiginlega fjárfestingu, annarra en verðbréfasjóða. Eins og fram kom í athugasemdum við 5. tölul. 2. mgr. 5. gr. frumvarpsins er lagt til að hlutir og hlutdeildarskírteini í sjóðum um sameiginlega fjárfestingu, öðrum en verðbréfasjóðum, falli í sama flokk með tilliti til áhættu, óháð rekstrarformi þeirra.

Í fjórða lagi er gert ráð fyrir að heimildir til fjárfestinga í eignum í áhættumesta flokknum verði bundnar við 10% af heildareignum, sbr. 3. tölul. 1. mgr. greinarinnar.

Í 1. másl. 2. mgr. er gert ráð fyrir að fjármálagerningar sem falla undir 2.–6. tölul. 2. mgr. 5. gr. frumvarpsins séu skráðir á skipulegum verðbréfamarkaði. Ákvæðið er í aðalatriðum samhljóða 2. mgr. 36. gr. gildandi laga að því frátöldu að ekki er gerð krafa um að fjármálagerningar með ríkisábyrgð séu skráðir á skipulegum verðbréfamarkaði líkt og í gildandi lögum. Slíkir fjármálagerningar þykja jafnan traustir og því er lagt til að fallið verði frá kröfum um skráningu á skipulegum verðbréfamarkaði.

Í 2. másl. 2. mgr. er gerð undanþága frá meginreglu 1. másl. um skráningu fjármálagerninga, sem falla undir 2.–6. tölul. 2. mgr. 5. gr. frumvarpsins, á skipulegum verðbréfamarkaði en ekki þykir ástæða til þess að krefjast skráningar hluta og hlutdeildarskírteina í sjóðum um sameiginlega fjárfestingu ef kveðið er á um heimild til innlausnar þeirra að kröfu eiganda á hverjum tíma á raunvirði, enda séu þeir útgefnir af aðilum innan aðildarríkja OECD eða ríkja Evrópska efnahagssvæðisins, sbr. 4. mgr. þessarar greinar frumvarpsins. Með heimild til innlausnar á hverjum tíma er átt við að lífeyrissjóður geti innleyst eign sína hvenær sem er og án takmarkana. Þar er byggt á því að heimildin til innlausnar að kröfu eiganda á hverjum tíma komist nálægt því að jafngilda skráningu á skipulegum verðbréfamarkaði þar sem gengi á hlutum eða hlutdeildarskírteinum í slíkum sjóðum er reiknað reglulega og lífeyrissjóðir geta auðveldlega losað um fjárfestingu sína. Þá má gera ráð fyrir að eignasafn slíkra sjóða sé nokkuð dreift og meiri hluti eigna auðseljanlegur, sbr. ákvæði 30.–43. gr. laga nr. 128/2011, um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjárfestasjóði.

Í 3. mgr. er kveðið á um að þrátt fyrir að lífeyrissjóðir skuli að meginstefnu til fjárfesta í fjármálagerningum skráðum á skipulegum verðbréfamarkaði sé lífeyrissjóði heimilt að binda allt að 25% af heildareignum sínum í fjármálagerningum, sem falla undir áskilnað 2. mgr. um skráningu á skipulegum verðbréfamarkaði, þótt þeir séu ekki skráðir á slíkum markaði. Það þýðir með öðrum orðum að fjármálagerningar sem falla undir 1. tölul. 2. mgr. 5. gr. frumvarpsins og hlutir og hlutdeildarskírteini í sjóðum um sameiginlega fjárfestingu, ef kveðið er á um heimild til innlausnar að kröfu eiganda þeirra á hverjum tíma á raunvirði, teljast ekki óskráðir við útreikning samkvæmt þessari málsgrein. Það er því áfram gert ráð fyrir að leyfilegt hlutfall óskráðra fjármálagerninga í eignasafni lífeyrissjóðs geti verið 25% af heildareignum lífeyrissjóðs og að fimmtungur af heimildinni, eða sem nemur 5% af heildareignum, verði bundinn við fjármálagerninga sem eru skráðir á markaðstorg fjármálagerninga. Ákvæði samsvarar 1.–3. másl. 3. mgr. 36. gr. gildandi laga.

Í 4. mgr. er lagt til að þeir fjármálagerningar sem ekki eru skráðir á skipulegum verðbréfamarkaði skuli gefnir út af aðilum innan aðildarríkja OECD eða ríkja Evrópska efnahagssvæðisins.

Loks er í 5. mgr. lagt til að áskilið verði að mótaðili lífeyrissjóðs við gerð afleiðusamninga, sem ekki eru skráðir á skipulegum verðbréfamarkaði, skuli lúta eftirliti sem Fjármálaeftirlitið metur gilt. Þá er lagt til að áskilið verði að unnt sé að reikna verðmæti slíkra samninga daglega með áreiðanlegum hætti og það skal tryggt að mögulegt sé að selja slíka samninga samdægurs á raunvirði hverju sinni. Sömu kröfur eru gerðar til verðbréfasjóða, sbr. 6. tölul. 30. gr. laga nr. 128/2011, um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjárfestasjóði.

Um b-lið (36. gr. c).

Í greininni er fjallað um takmarkanir á fjárfestingum í innlánnum og fjármálagerningum sama útgefanda, aðila sem teljast til sömu samstæðu eða aðila sem tilheyra hópi tengdra viðskiptavina, sem hlutfall af heildareignum lífeyrissjóðs, annars vegar, og takmarkanir á fjárfestingum lífeyrissjóðs í einstökum útgefanda, sem hlutfall af stærð útgefandans, hins vegar, undir yfirskriftinni mótaðilaáhætta. Ákvæði greinarinnar kemur í stað 5. mgr. 36. gr. gildandi laga og er í meginatriðum efnislega samhljóma henni, ef frá er talið að það er lagt til að

sama takmörkun, sem hlutfall af stærð útgefandans, gildi um aðra sjóði um sameiginlega fjárfestingu og gildir um félög, eða 15%, og að tryggt skuli að mótaðilaáhætta, sem leiðir af afleiðu, falli undir takmarkanir 1. og 3. mgr. Jafnframt er lagt til að takmörkun á fjárfestingu í sjóðum í rekstri sama rekstrarfélags verði felld brott. Þá er lagt til að lífeyrissjóði verði heimilt að binda allt að 15% heildareigna í sértryggðum skuldabréfum sama útgefanda til viðbótar við það hlutfall sem heimilt er samkvæmt 1. mgr. greinarinnar. Nánar er fjallað um það atriði í b-lið X. kafla í almennum athugasemdum.

Um c-lið (36. gr. d).

Í greininni er fjallað um takmarkanir á áhættu í erlendum gjaldmiðlum. Ákvæðið samsvarar 6. mgr. 36. gr. gildandi laga en lagðar eru til breytingar á orðalagi til skýringarauka. Í fyrsta lagi er áréttað að 50% af heildareignum lífeyrissjóðs séu tryggðar í sama gjaldmiðli og skuldbindingar lífeyrissjóðsins og í öðru lagi að heimilt sé að uppfylla áskilnaðinn með afleiðum.

Um d-lið (36. gr. e).

Í greininni er lagt til að lífeyrissjóðum verði heimilt að taka þátt í skipulegum lána-markaði með verðbréf. Í því felst að lífeyrissjóði verði heimilt að lána verðbréf tímabundið til fjármálafyrirtækis fyrir þóknun á grundvelli skriflegs samnings þar um. Þannig geti þeir tryggt sér viðbótarávöxtun, enda eiga þeir mikið magn af hlutabréfum og skuldabréfum sem eftirsótt eru til lántöku.

Lagt er til að heimildin verði bundin skilyrðum. Í fyrsta lagi lagt til að hún verði bundin við skráð skuldabréf og hlutabréf. Í öðru lagi er byggt á því að hún verði bundin við lán á verðbréfum til fjármálafyrirtækja. Í þriðja lagi er áskilið að verðbréfin verði ekki lánuð nema gegn tryggingum sem samsvara að minnsta kosti markaðsverðmæti fjármálagerninganna sem eru lánaðir. Í fjórða lagi er gert ráð fyrir að verðbréf verði ekki lánuð nema á grundvelli skriflegs samnings fyrir tilstilli viðurkenndrar verðbréfamiðstöðvar eða viðurkenndrar kauphallar. Í fimmta lagi er lagt til að heimildin verði annars vegar takmörkuð við 5% af heildareignum lífeyrissjóðs og hins vegar við 15% af eign lífeyrissjóðs í hlutafélagi eða skulda-bréfaflokk og í sjötta lagi er lagt til að eigi verði heimilt að lána verðbréf til lengri tíma en 12 mánaða.

Að lokum er lagt til að verðbréf sem lífeyrissjóður lánar teljist með eignum skv. 6. tölul. 2. mgr. 5. gr. frumvarpsins og að mótaðilaáhætta vegna lántakans skuli vera innan þeirra marka sem tilgreind eru í b-lið 6. gr. frumvarpsins.

Þá er gert ráð fyrir að Fjármálaeftirlitið geti sett nánari ákvæði um viðhlítandi tryggingar.

Um e-lið (36. gr. f).

Í ákvæðinu er fjallað með ítarlegri hætti um áskilið eftirlitskerfi með áhættu, sbr. 9. tölul. 3. mgr. 29. gr. laganna, og í 1. mgr. er áskilið að fullnægjandi og skjalfestir ferlar skuli vera til staðar hjá lífeyrissjóði sem gera honum kleift að greina, vakta, meta og stýra áhættu í starfsemi sjóðsins og veita stjórn hans yfirlit yfir raunverulega áhættu.

Í 2. mgr. er gert ráð fyrir að ábyrgðaraðili áhættustýringar taki þátt í mótun áhættustefnu, þar sem áhættuvilji og áhættuþol lífeyrissjóðsins eru sett fram á mælanlegan hátt. Þá skal framangreint endurspeglast í verkferlum sjóðsins. Til að áhættustýring geti farið fram á fullnægjandi hátt er einnig mikilvægt að innri reglur og verkferlar lífeyrissjóðs tryggji samvinnu eigna- og áhættustýringar þannig að áhættustýring fái upplýsingar um fyrirhuguð viðskipti sem teljast meiri háttar eða óvenjuleg, áður en þau fara fram, þannig að hægt sé að meta áhrif viðskiptanna á heildareignir lífeyrissjóðsins. Verði áhættustýring vör við að grípa þarf til aðgerða til að minnka áhættu sjóðsins skal hún gera eignastýringu viðvart svo að hægt sé að bregðast við og draga úr áhættunni.

Í 3. mgr. er gert ráð fyrir að lífeyrissjóðir framkvæmi eigið áhættumat þar sem lífeyrisjóðurinn metur þá áhættuþætti sem hafa verið greindir í starfsemi hans og hvaða áhrif það

geti haft á lífeyrissjóðinn ef þeir raungerast. Þá er gert ráð fyrir því að ábyrgðaraðili áhættustýringar, stjórn og aðrir stjórnendur setji fram aðgerðaáætlun sem grípa á til ef áhætta raungerist. Greining og mat á áhættuþáttum skal vera siendurtekið ferli og er því gert ráð fyrir að eigið áhættumat sé framkvæmt að lágmarki árlega, en þó mögulega oftar ef áhættusnið lífeyrissjóðsins breytist verulega.

Um f-lið (36. gr. g).

Ákvæðið er efnislega samhljóða 12. mgr. 36. gr. gildandi laga að öðru leyti en því að ekki er þörf á að láta undanþáguna ná til þeirra bréfa sem ríkið sem bakábyrgðaraðili gefur út í þessum tilgangi þar sem fallið hefur verið frá því að slík bréf séu skráð skipulegum markaði, sbr. 2. mgr. a-liðar 6. gr. frumvarpsins.

Um 7. gr.

Í greininni er kveðið á um að Fjármálaeftirlitinu skuli tilkynnt um það án tafar fari eignir lífeyrissjóðs fram úr leyfilegum mörkum samkvæmt lögnum og að þegar skuli gerðar ráðstafanir til úrbóta. Þá er mælt fyrir um að lögmaeltu hámarki skuli náð í síðasta lagi innan þriggja mánaða en þó er gert ráð fyrir að Fjármálaeftirlitið geti heimilað lengri frest enda sé það augljóslega í þágu sjóðfélaga. Þar er litið til þess að markaðsaðstæður geta verið þannig að rétt sé að veita rýmri frest til þess selja eða innleysa eignir.

Um 8. gr.

Í greininni er lagt til að 5. mgr. 38. gr. falli brott en heppilegra þykir að lífeyrissjóðir fjárfesti eftir atvikum í félögum um rekstur fasteigna en ekki í fasteignum með beinum hætti.

Um 9. gr.

Ákvæðið hefur að geyma reglugerðarheimild. Ráðherra skal setja í reglugerð nánari ákvæði um form og efni fjárfestingarstefnu, úttekt á ávöxtun lífeyrissjóða og vörsluaðila sér eignarsparnaðar og framkvæmd áhættustýringar, m.a. um umfang hennar í hlutfalli við stærð lífeyrissjóðs, stöðu þeirra sem stýra áhættu í skipuriti lífeyrissjóðs, útvistun áhættustýringar, áhættumat og skýrslugjöf og tryggingar vegna verðbréfalána.

Um 10. gr.

Lagt er til að fjallað verði um ávöxtun fjár, sem ætlað er til að veita viðbótartryggingavernd, í sérstökum kafla, sbr. e-lið 11. gr. frumvarpsins. Því er lagt til að fyrirsögn VII. kafla verði breytt til samræmis við það.

Um 11. gr.

Lagt er til í frumvarpi þessu að fjallað verði um ávöxtun fjár, sem ætlað er til að veita lágmarkstryggingavernd og viðbótartryggingavernd, í aðskildum köflum, sbr. einnig 10. gr. frumvarpsins þar sem lagt er til að fyrirsögn VII. kafla verði breytt.

Í ákvæðinu er lagt til að vikið verði frá magnbundnum takmörkunum á tegundagrunni á fjárfestingum þeirra sem veita viðbótartryggingavernd ef frá eru talin takmörk á fjárfestingum í afleiðum. Þá er lagt til að takmörkunin á útgefendagrunni, sbr. b-lið 36. gr. a í gildandi lögum, haldist óbreytt.

Um 12. gr.

Ákvæðið fjallar um gildistöku og þarfnast ekki skýringar.

Um 13. gr.

Í greininni er mælt fyrir um að eigi lífeyrissjóður eignir umfram þau takmörk sem sett eru með lögum þessum sé honum heimilt að eiga þær áfram en hann skuli leitast við að uppfylla ákvæði laganna eins fljótt og auðið er. Það þykir tilhlýðilegt að lífeyrissjóðunum verði veitt svigrúm til þess að færa eignasafn sitt til samræmis við takmarkanir laganna. Það þýðir til að mynda að lífeyrissjóði er heimilt að efna þær skuldbindingar sem hann hefur stofnað til á grundvelli ákvæðis til bráðabirgða VII í gildandi lögum.