Fjármála- og efnahagsráðuneytið

Minnisblað

Viðtakandi: **Efnahags- og viðskiptanefnd**
Sendandi: **Fjármála- og efnahagsráðuneytið**
Dagsetning: **29.08.2016**
Málsnúmer: **FJR15080063**

Efni: *Viðbrögð fjármála- og efnahagsráðuneytisins við umsögnum sem bárust efnahags- og viðskiptanefnd um frumvarp til laga um breytingu á lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, nr. 129/1997, með síðari breytingum (631. mál, þskj. 519).*

Fjármála- og efnahagsráðuneytið tekur í minnisblaði þessu afstöðu til framkominna athugasemda sem bárust efnahags- og viðskiptanefnd um frumvarp til laga um breytingu á lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, nr. 129/1997, með síðari breytingum. Nefndinni bárust athugasemdir frá níu aðilum og er farið yfir þær með vísan til greina frumvarpsins í minnisblaði þessu. Ráðuneytið vill þó áður en til þess kemur víkja að ummælum Landssamtaka lífeyrissjóða (LL), þar sem því er haldið fram að atriði er lúta að skynsemisreglunni, áhættustýringu og afleiðum hafi hlotið takmarkaða umræðu í starfi nefndarinnar sem vann að smíði frumvarpsins. Ráðuneytið finnur sig tilknúið til að mótmæla fullyrðingu landssamtakanna, sér í lagi fékk skynsemisreglan umfangsmikla umræðu á vettvangi nefndarinnar og var borin undir stjórn landssamtakanna. Hinir þættirnir tveir fengu ekki eins viðamikla umræðu en því fer fjarri að umræðan um þá hafi verið takmörkuð.

3. gr frumvarpsins (LL, Gildi og Fjármálaeftirlitið, FME)

LL telur að texti frumvarpsins um áhættustýringu þurfi efnislegrar endurskoðunar við og tiltekur í því sambandi ýmis viðmið sem rétt sé að hafa að leiðarljósi. Gildi tekur undir sjónarmið LL og leggur m.a. áherslu á að ekki sé nægilegur greinarmunur gerður á stýringu áhættu innan lífeyrissjóðs annars vegar og eftirliti með henni hins vegar. Ráðuneytið tekur undir afstöðu Fjármálaeftirlitsins (FME) til athugasemda LL og Gildis við ákvæði frumvarpsins um áhættustýringu, eins og hún er sett fram í erindi FME til nefndarinnar, dags. 23. maí sl.

Ráðuneytið leggst ekki gegn því að bæði áhættustýringarákvæðin verði sett í IV. kafla frumvarpsins en ráðuneytið getur ekki fallist á tillögu FME að breyttu orðalagi 3. gr. frumvarpsins, sbr. erindi FME til nefndarinnar, dags. 17. maí sl. Þar lítur ráðuneytið m.a. til samræmis á milli 3. gr. og e-liðar 6. gr. frumvarpsins þar sem fjallað er um að „greina, meta, vakta og stýra áhættu“.

4. gr. frumvarpsins (LL, Gildi, Samtök fjármálafyrirtækja, SFF og Kristján Loftsson)

Það er mat LL og Gildis að texti tillagna í 3. og 4. tölul. sé of niðurnjörvaður og að eðlilegt svigrúm til þess að móta stefnu fyrir ólíka sjóði eða eftir atvikum deildir lífeyrissjóða skorti. Ráðuneytið tekur undir afstöðu FME í umsögn eftirlitsins frá 23. maí, þar sem fjallað er um mikilvægi þess að áhætta vegna hverrar og einnar fjárfestingar sé greind með fullnægjandi hætti í stað þess að eingöngu sé fjallað um efni í fjárfestingarstefnu og getur því ekki tekið undir athugasemdir LL og Gildis.

Þá getur ráðuneytið ekki fallist á það með SFF að þættir skynsemisreglunnar stangist á við ákvæðin um lágmarkskröfur til eignadreifingar. Ráðuneytið telur fullt svigrúm og tilefni, þegar lágmarks-kröfunum sleppir, til þess að beita 4. gr. frumvarpsins.

Það er til svars að við athugasemd Kristjáns Loftssonar að ekki var fjallað um það atriði sem hann nefnir við smíði frumvarpsins og því telur ráðuneytið að það komi ekki til álita að slík breyting verði gerð að svo stöddu.

5. gr. frumvarpsins (LL og Kauphöllin)

SFF gagnrýnir að lífeyrissjóðum sé áfram heimilt að veita bein lán til einstaklinga og fyrirtækja. Ráðuneytið vísar til þess að sjóðfélagalán hafi tíðkast um langa hríð og það hafi að svo stöddu ekki þótt tilefni til þess að leggja þau af, enda hafa þau reynst sjóðunum vel.

Ráðuneytið getur fallist á það með LL að orðinu „eða“ verði bætt við a. lið 6. tölul. 2. mgr.

a-liður 6. gr. frumvarpsins (LL, Kauphöllin og FME)

LL og Kauphöllin telja að of strangar kröfur séu gerðar í 5. mgr., þar sem mælt er fyrir um að unnt sé að selja slíka samninga samdægurs á raunvirði hverju sinni. FME leggur til breytingar á 5. mgr. í tilefni af athugasemd LL í erindi þess til nefndarinnar, dags. 23. maí sl., og tekur ráðuneytið undir þá tillögu.

Kauphöllin gagnrýnir að ekki sé gerður áskilnaður um skráningu fjármálagerninga með ríkisábyrgð á skipulegum verðbréfamarkaði, sbr. 2. mgr. Ráðuneytið telur, líkt og fram kemur í athugasemdum við frumvarpið, að skráning breyti litlu varðandi bréf með ríkisábyrgð og því sé ekki ástæða til þess að gera kröfu um skráningu.

Þá telur Kauphöllin að heimildir til fjárfestinga í ýmsum eignaflokkum séu of rúmar, sbr. 1. mgr. Ráðuneytið getur ekki fallist á afstöðu Kauphallarinnar og vísar til annarra ákvæða frumvarpsins, sérstaklega skynsemisreglunnar, sem hafa vægi þegar lágmarkskröfum sleppir.

b-liður 6. gr. frumvarpsins (FME, LL, Gildi, Stefnir, Kauphöllin og SFF)

Ráðuneytið fellst á tillögu FME, dags. 17. maí, um að nota hugtakið „félag“ í stað hugtaksins „fyrirtækis“ í 7. og 8. mgr.

LL leggur til að tilvísun til „tengdra viðskiptaaðila“ í 5. mgr. verði breytt. Ráðuneytið tekur undir afstöðu FME til tillögu LL og Gildis.

Stefnir gerir ýmsar athugasemdir við þetta ákvæði frumvarpsins og tekur ráðuneytið undir afstöðu FME til þeirra athugasemda, sbr. erindi eftirlitsins til nefndarinnar, dags. 23. maí sl.

Ráðuneytið tekur undir rökstuðning FME þegar kemur að hámarkseign í félögum eða sjóðum, sbr. 7. mgr. Ráðuneytið telur þó að það geti komið til greina að hækka viðmiðið í 20%, enda séu samhliða sett fjárhæðarmörk.

11. gr. frumvarpsins (LL)

LL leggur til að prósentutalan í 4. mgr. 11. gr. frumvarpsins hækki úr 20 í 25% til þess að gætt sé samræmis á milli 4. mgr. 11. gr. og b-liðar 6. gr. Ráðuneytið tekur undir athugasemdir FME varðandi þetta atriði og getur ekki fallist á tillöguna.

12. gr. frumvarpsins (LL og FME)

Þegar hér er komið við sögu getur ráðuneytið fallist á að gildistöku frumvarpsins verið breytt til 1. janúar 2017.

13. gr. frumvarpsins (LL og FME)

LL leggur til breytingar á orðalagi 13. gr. og fellir brott áskilnað um að aðilar skuli leitast við að uppfylla ákvæði laganna eins fljótt og auðið er. Ráðuneytið telur áskilnaðinn eðlilegan, þ.e. að lífeyrissjóðir og vörsluaðilar leggi upp með uppfylla skilyrði laganna eins fljótt og auðið er og fellst ekki á breytinguna.

Ráðuneytið fellst hins vegar á tillögu FME, dags. 17. maí, um að bæta við ákvæðið á eftir orðunum „Eigi lífeyrissjóður“ orðunum „eða vörsluaðili séreignarsparnaðar“. Þá er enn fremur rétt að vísa til ákvæðis 39. gr. b auk 36. gr. b og 36. gr. c. Þá fellst ráðuneytið á að sett verði dagsetning í ákvæðið líkt og FME gerir að tillögu sinni í umsögn eftirlitsins, dags. 23. maí sl.

FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ
THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

Alþingi
v/ Austurvöll
150 REYKJAVÍK

23. maí 2016
Tilvísun: 2016050003

Efni: Viðbótarumsögn um frumvarp til laga um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða (fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða), 631. mál.

Fjármálaeftirlitið vísar til tölvubréfs frá nefndasviði Alþingis, dags. 2. maí 2016, þar sem óskað var umsagnar um frumvarp til laga um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða (fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða), 631. mál. Þá vísar Fjármálaeftirlitið jafnframt til umsagnar Fjármálaeftirlitsins, dags. 17. maí 2016 og fundar með efnahags- og viðskiptanefnd hinn 20. maí sl. þar sem óskað var eftir viðbótarumsögn Fjármálaeftirlitsins.

Varðandi 1. athugasemd Landssamtaka lífeyrissjóða (LL)
Fjármálaeftirlitið leggst gegn því að 3. tölul. 1. mgr. 4. gr. frumvarpsins verði breytt til samræmis við tillögu LL. Núverandi tillaga setur skyldu á eignastýringu lífeyrissjóða að greina áhættu vegna hverrar og einnar fjárfestingar með fullnægjandi hætti í stað þess að eingöngu sé fjallað um efnið í fjárfestingarstefnu sem sett er einu sinni á ári.

Varðandi 2. athugasemd LL
Fjármálaeftirlitið vísar til umsagnar Fjármálaeftirlitsins, dags. 17. maí 2016, varðandi athugasemdir við áhættustýringarákvæði frumvarpsins. Fjármálaeftirlitið tekur undir að ákvæði um áhættustýringu eigi betur heima undir VI. kafla laganna en ítrekar þó mikilvægi þess að ákvæði um áhættustýringu verði sett samhliða öðrum breytingum sem lagt er til í frumvarpinu. Núgildandi lög hafa ekki að geyma efnisákvæði um áhættustýringu heldur eingöngu almennt ákvæði um að lífeyrissjóði beri að móta eftirlitskerfi sem gerir sjóðnum kleift að greina, vakta, meta og stýra áhættu í starfsemi sjóðsins. Jafnframt er bent á að í frumvarpinu er lögð aukin áhersla á að lífeyrissjóðirnir beiti svokallaðri varfærnisreglu (e. prudent person principle) í fjárfestingum sínum sem eykur mikilvægi þess að sjóðirnir hafi yfir að ráða öflugri áhættustýringu. Með hliðsjón af mikilvægi áhættustýringar í starfsemi lífeyrissjóða telur Fjármálaeftirlitið því nauðsynlegt að efnisákvæði frumvarpsins varðandi áhættustýringu, með þeim breytingum sem Fjármálaeftirlitið hefur lagt til, verði samþykkt.

Varðandi 4. athugasemd LL
Fjármálaeftirlitið leggur til að lokamálsgrein a. liðar 6. gr. frumvarpsins verði orðuð svo *„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, gera upp eða loka afleiðunni með gagnstæðum samningi samdægurs á raunvirði hverju sinni."*
Tillaga Fjármálaeftirlitsins er til samræmis við iii. lið g. liðar 1. tölul. 50. gr. tilskipunar Evrópusambandsins 2009/65/EC (UCITS) sem hljóðar svo *„the OTC derivatives are subject*

to reliable and verifiable valuation on a daily basis and can be sold, liquidated or closed by an offsetting transaction at any time at their fair value at the UCITS' initiative..."
Fjármálaeftirlitið vekur athygli á að um er að ræða öryggisákvæði sem felur í sér að lífeyrissjóði sé ekki unnt að gera afleiðusamning sem getur falið í sér óendanlegt tap, án þess að lífeyrissjóði sé unnt að losa sig undan slíkum samningi á hverjum tíma. Ákvæðinu er ekki ætlað að mæta innlausnarskyldu verðbréfasjóða líkt og getið er um í umsögn LL.

Varðandi 5. athugasemd LL
Að frátalinni þeirri einföldun sem felst í að sama regla gildi fyrir alla telur Fjármálaeftirlitið ekki að sömu sjónarmið eigi að öllu leyti við um fjárfestingar lífeyrissjóða og vörsluaðila séreignarsparnaðar. Í hinu þriggja stoða lífeyriskerfi hefur viðbótarlífeyrissparnaður verið felldur undir þriðju stoðina ásamt öðrum frjálsum einstaklingsbundnum eða vinnutengdum sparnaði. Í því sambandi vekur Fjármálaeftirlitið t.d. athygli á að verðbréfasjóðum, sem viðbótartryggingavernd á um margt sameiginlegra með að mati Fjármálaeftirlitsins, er óheimilt að eiga meira en 20% af eignum sínum í fjármálagerningum eða innlánum í sama aðila.
Þá sér Fjármálaeftirlitið ekki rök hníga að því að þó lífeyrissjóðum sé veitt sérstök heimild til aukinna fjárfestinga í sértryggðum skuldabréfum, vegna mikilvægis lífeyrissjóða sem fjármögnunaraðila húsnæðismarkaðar á Íslandi, að hækka skuli öll mörk mótaðilaáhættu hjá vörsluaðilum séreignarsparnaðar.
Fjármálaeftirlitið vill að lokum koma því á framfæri, með hliðsjón af sjónarmiðum um neytendavernd, að það telji fullt tilefni til að sett verði sérstök lög um viðbótartryggingavernd á Íslandi þar sem neytendum verði tryggð sambærileg réttarvernd og hlutdeildarskírteinishöfum verðbréfasjóða að breyttum breytanda.

Varðandi 6. athugasemd LL
Fjármálaeftirlitið vekur athygli á að frumvarpið felur í sér vægari skyldur en núgildandi lög til að tengja aðila. Ákvæðinu er ætlað að lágmarka samþjöppunaráhættu í eignasafni lífeyrissjóða en Fjármáleftirlitið telur að fullnægjandi upplýsingar til að tengja hóp viðskiptavina saman ættu að koma fram ef fjárfesting lífeyrissjóðs byggir á viðeigandi greiningu á upplýsingum líkt og 3. tölul. 1. mgr. 4. gr. frumvarpsins gerir ráð fyrir. Þá vekur Fjármálaeftirlitið athygli á að fjármálafyrirtæki hafa engin sérstök úrræði umfram lífeyrissjóði til að afla sér upplýsinga um viðskiptavini sína.

Varðandi 7. athugsemd LL
Fjármálaeftirlitið tekur undir umsögn LL um að óraunhæft sé að miða gildistöku við 1. júlí nk. og leggur til að gildistaka frumvarpsins verði miðuð við 1. janúar 2017. Fjármálaeftirlitið telur ekki nauðsynlegt að fresta gildistöku frumvarpsins lengur.

Varðandi 8. athugasemd LL
Fjármálaeftirlitið telur að fremur skuli setja sólarlagsákvæði um hvenær lífeyrissjóðum er í síðasta lagi skylt að uppfylla þau takmörk sem fram koma í lögunum. Til að tryggja hagsmuni sjóðfélaga og hindra að lífeyrissjóðir þurfa að losa sig við eignir undir markaðsvirði væri hugsanlegt að ákvæðið gerði ráð fyrir að lífeyrissjóðir geti sótt um lengri frest til Fjármálaeftirlitsins sambærilegu við því sem lagt er til í lokamálslið 7. gr. frumvarpsins. Ákvæðið gæti hljóðað svo: *„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, þó eigi síðar en 31. desember 2020. Fjármálaeftirlitið getur þó heimilað lengri frest enda sé það augljóslega í þágu sjóðfélaga."*
Lífeyrissjóðir gætu ellegar haldið áfram að nota þau samlagshlutafélög sem þeir eiga umfram viðmið frumvarpsins, þó upphaflegur tilgangur þeirra flestra hafi verið eignarhald til skamms tíma í formi framtaksfjárfestinga.

Katrínartún 2 / 105 Reykjavík / Sími: 520 3700 / Símbréf: 520 3727 / Tölvupóstur: fme@fme.is / www.fme.is

Varðandi umsögn Stefnis
Fjármálaeftirlitið telur ekki tilefni til að taka tillit til athugasemda Stefnis. Ljóst er að fjárfestingarsjóðir munu falla undir AIFMD tilskipun Evrópusambandsins ásamt öðrum sjóðum um sameiginlega fjárfestingu og telur Fjármálaeftirlitið því eðlilegt, og með hliðsjón af uppsetningu frumvarpsins þar sem fjárfestingarsjóðum er skipað með öðrum sjóðum um sameiginlega fjárfestingu í áhættuflokk, að sömu takmarkanir eigi við.
Þá telur Fjármálaeftirlitið ekki þörf á að taka tillit til annarra athugasemda Stefnis, enda ljóst af skilgreiningu hóps tengdra viðskipta að sé unnt að sýna fram á að aðilar myndi ekki eina áhættu er lífeyrissjóði ekki skylt að tengja aðila saman.

Virðingarfyllst,

FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ

Guðrún Finnborg Þórðardóttir
Guðrún Finnborg Þórðardóttir

Gunnar Þór Ásgeirsson
Gunnar Þór Ásgeirsson

Katrínartún 2 / 105 Reykjavík / Sími: 520 3700 / Símbréf: 520 3727 / Tölvupóstur: fme@fme.is / www.fme.is

FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ
THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

Alþingi
v/ Austurvöll
150 REYKJAVÍK

17. maí 2016
Tilvísun: 2016050003

Efni: Umsögn um frumvarp til laga um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða (fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða), 631. mál.

Fjármálaeftirlitið vísar til tölvubréfs frá nefndarsviði Alþingis, dags. 2. maí 2016, þar sem óskað er umsagnar um frumvarp til laga um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða (fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða), 631. mál.

Fjármálaeftirlitið styður framgang frumvarpsins en stofnunin átti m.a. fulltrúa í nefndinni sem fjármála- og efnahagsráðherra skipaði 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. Fyrirliggjandi frumvarp er byggt er endanlegum niðurstöðum nefndarinnar.

Fjármálaeftirlitið telur þó ástæðu til að koma eftirfarandi ábendingum á framfæri:

Varðandi 3. gr. frumvarpsins
Fjármálaeftirlitið leggur til að 1. mgr. 35. gr. a orðist svo:

Lífeyrissjóður skal tilnefna starfsmann hjá sjóðnum til að bera ábyrgð á greiningu, mælingu og skýrslugjöf um áhættu og skal tilnefningin tilkynnt Fjármálaeftirlitinu sem og láti viðkomandi af störfum. Ábyrgðaraðila áhættustýringar verður hvorki sagt upp störfum né hann færður til í starfi nema að fengnu samþykki stjórnar.

Framangreind breyting á 1. málslið ákvæðisins er í samræmi við orðalag 5. mgr. 17. gr. laga um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002 en Fjármálaeftirlitið telur mikilvægt að samræmis sé gætt milli lagabálka þegar kemur að hlutverki áhættustýringar.

Þá leggur Fjármálaeftirlitið til að lokamálsliður 3. mgr. 35. gr. a verður fluttur sem lokamálsliður 2. mgr. 35. gr. a sem orðist þá svo:

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. Tryggt skal að ábyrgðaraðili áhættustýringar hafi milliliðalausan aðgang að stjórn lífeyrissjóðs.

Að lokum leggur Fjármálaeftirlitið til að 3. mgr. 35. gr. a orðist svo:

Sé ekki unnt að tryggja aðskilnað starfa, sökum smæðar lífeyrissjóðs, skal lífeyrissjóðurinn lágmarka líkur á hagsmunaárekstrum, m.a. með fullnægjandi verklagsreglum og innra eftirliti.

Varðandi 6. gr. frumvarpsins

Fjármálaeftirlitið leggur til að orðinu *„fyrirtæki" verði breytt í „félagi"* í 7. og 8. mgr. b. liðar 6. gr. frumvarpsins. Fjárfestingarheimildir 5. gr. frumvarpsins tiltaka heimild til að fjárfesta í félögum en ekki fyrirtækjum.

Varðandi 13. gr. frumvarpsins

Fjármálaeftirlitið telur nauðsynlegt að tiltaka jafnframt vörsluaðila séreignarsparnaðar til viðbótar við lífeyrissjóði þar sem heimild hverrar leiðar vörsluaðila séreignarsparnaðar fer úr 30% í 20% í hlutdeildarskírteinum eða hlutum útgefnum af sama verðbréfasjóði eða fjárfestingarsjóði.

Að lokum telur Fjármálaeftirlitið mikilvægt að í lögunum sé að finna tilvísun til viðurkenndra leiðbeininga um stjórnarhætti og leggur því til að bætt sé við setningu í lok 1. mgr. 29. gr. laganna sem orðist svo:

Stjórn skal árlega endurmeta stjórnarhætti sína með tilliti til viðurkenndra leiðbeininga um stjórnarhætti og bregðast við með viðeigandi hætti ef þörf er á.

Virðingarfyllst,

FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ

Jón Þór Sturluson

Guðrún Finnborg Þórðardóttir

Katrínartún 2 / 105 Reykjavík / Sími: 520 3700 / Símbréf: 520 3727 / Tölvupóstur: fme@fme.is / www.fme.is

Nefndarsvið Alþingis
Efnahags- og viðskiptanefnd
Austurstræti 8-10
150 Reykjavík

Reykjavík 17. maí 2016

Efni: Umsögn Frjálsa lífeyrissjóðsins um 631. mál á 145. löggjafarþingi 2015-2016, þingskjal 1054. (Fjárfestingaheimildir lífeyrissjóða)

Frjálsi lífeyrissjóðurinn tekur undir umsögn frá Landsamtökum lífeyrissjóða um sama mál, dags. 17. maí 2016, en vill að auki gera athugasemdir við eftirfarandi ákvæði í frumvarpinu.

Í 4 gr. frumvarpsins segir: „Stjórn lífeyrissjóðs skal móta og kunngera fjárfestingarstefnu fyrir sjóðinn og einstakar deildir hans og ávaxta fé sjóðsins og einstakra deilda hans í samræmi við eftirtaldar reglur og innan þeirra marka sem tilgreind eru í þessum kafla."

Samkvæmt ákvæðinu í 4 gr. sem vitnað er til að ofan skal gera fjárfestingastefnu um sjóðinn í heild og einstakar deildir. Í frumvarpinu eru ýmsar magnbundnar takmarkanir á fjárfestingum lífeyrissjóða og óvíst er hvort þær gildi fyrir sjóðinn í heild eða einstakar deildir hans, því þegar greint er frá þeim er iðulega kveðið á um að „lífeyrissjóður skal...". Að öllum líkindum hafa fjárfestingaheimildirnar átt að gilda fyrir hverja deild fyrir sig í deildarskiptum sjóði því annars gæti deildarskiptur sjóður farið út fyrir magnbundnar takmarkanir í einstökum deildum. Tilgangur magnbundinna takmarkana er m.a. að setja takmörk á samsetningu eignasafna sjóðfélaga. Eðlilegt er að sömu magnbundnu takmarkanir gildi fyrir alla sjóðfélaga óháð því hvort þeir séu í deildarskiptum sjóði eða ekki.

Lagt er til að 4 gr. frumvarpsins breytist í:

„Stjórn lífeyrissjóðs skal móta og kunngera fjárfestingastefnu fyrir sjóðinn og einstakar deildir hans og ávaxta fé sjóðsins og einstakra deilda hans í samræmi við eftirtaldar reglur og innan þeirra marka sem tilgreind eru í þessum kafla. *Fyrir deildarskiptan sjóð skulu þær reglur og mörk sem tilgreind eru í þessum kafla gilda fyrir hverja deild en ekki sjóðinn í heild:*"

Virðingarfyllst,

Arnaldur Loftsson
Framkvæmdastjóri Frjálsa lífeyrissjóðsins

GILDI

Nefndasvið Alþingis,
Efnahags- og viðskiptanefnd
Austurstræti 8-10
150 Reykjavík
nefndasvid@althingi.is

Reykjavík, 17. maí 2016.

Efni: Umsögn Gildis-lífeyrissjóðs um 631. mál á 145. löggjafarþingi 2015-2016, þingskjal 1054.

Gildi-lífeyrissjóður (Gildi) óskar þess að koma á framfæri umsögn þessari um frumvarp til laga um breytingu á lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, nr. 129/1997, með síðari breytingum (fjárfestingarheimildir).

Gildi vill nýta tækifærið og þakka fyrir þá tímabæru vinnu sem fram hefur farið varðandi endurskoðun á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða og felst í því frumvarpi sem nú hefur verið lagt fram fyrir Alþingi. Það er hins vegar afstaða Gildis að frumvarpið í núverandi mynd þarfnist breytinga, ekki síst er snýr að vísireglum um fjárfestingarstefnu, áhættustýringu, hámarkseign í félögum og sjóðum, sem og reglum um mótaðilaáhættu. Sjóðurinn vill láta þess getið að hann tekur undir þau sjónarmið sem fram koma í umsögn Landssamtaka lífeyrissjóða og þær tillögur að breytingum sem þar eru gerðar, sem myndu að mati sjóðsins bæta fyrirliggjandi frumvarp. Verður hér tæpt nánar á völdum efnisatriðum frumvarpsins til frekari skýringar á afstöðu og sjónarmiðum Gildis til frumvarpsins.

a. Leiðbeiningarreglur varðandi gerð fjárfestingarstefnu (4. gr. frv.)

Ákvæði 4. gr. fyrirliggjandi frumvarps mælir fyrir um breytingar á 36. gr. laganna og felur í sér að stjórn lífeyrissjóðs skuli móta og kunngera fjárfestingarstefnu og ávaxta fé sjóðs í samræmi við þær reglur og innan þeirra marka sem tilgreind eru í ákvæðinu.

Athugasemdir eru gerðar við orðalag 3. og 4. tl. ákvæðisins í fyrirliggjandi frumvarpi. Horfa mætti til þess að um sé að ræða atriði sem hafa eigi í huga við gerð fjárfestingarstefnu og eftir atvikum atriði sem útfæra mætti nánar þar. Orðalag er á köflum óskýrt og annars staðar heldur afdráttarlaust þegar hafðar eru í huga takmarkanir sem leiða af öðrum ákvæðum frumvarpsins og ætlað er að ná sömu markmiðum.

Ákvæði 3. töluliðar mælir fyrir um að allar fjárfestingar skuli byggðar á viðeigandi greiningu á upplýsingum með öryggi, gæði, lausafjárstöðu og arðsemi safnsins í heild í huga. Ákvæðið fjallar raunverulega um tvö atriði. Annars vegar að greina skuli hverja fjárfestingu með viðeigandi hætti. Hins vegar að þegar eignir eru valdar skuli það gert með það í huga að eignasafnið í heild sinni verði nægjanlega öruggt, af nægjanlegum gæðum, með fullnægjandi lausafjárstöðu og kröfu um arðsemi. Bæði þessi atriði tengjast en eru ekki endilega hluti af sama ferli þegar fjárfestingarákvörðun er tekin. Óljóst er sem dæmi hvernig staðreyna mætti þessi atriði í hverju tilfelli með öðrum hætti en að líta til þess hvort viðkomandi fjárfesting rúmist innan fjárfestingarstefnu. Fjárfestingarstefna er mótuð með það markmið að tryggja að eignasafn í heild hafi fullnægjandi öryggi, gæði, lausafjárstöðu og arðsemi. Þarfnast frumvarpsdrögin því endurskoðunar hvað þetta snertir.

Ákvæði 4. töluliðar segir m.a. að lífeyrissjóður skuli gæta þess að eignir sjóðsins séu nægilega fjölbreyttar til að komið sé í veg fyrir samþjöppun og uppsöfnun áhættu í eignasafninu. Óhjákvæmilegt er að gera athugasemd við orðalagið „komið sé í veg fyrir". Það getur verið illframkvæmanlegt að koma algerlega í veg fyrir þau atriði sem tilgreind eru í ákvæðinu, með hliðsjón af þeim fjárfestingarkostum sem lífeyrissjóðum standa til boða, þótt vissulega sé hægt að draga úr eða takmarka áhrif einstakra þátta eins og kostur er. Í þessu samhengi verður einnig að líta til þess að frumvarpsdrögin sjálf hafa að geyma takmarkanir hvað þetta atriði snertir á öðrum stöðum. Velta má því fyrir sér hvort þörf sé á ákvæðinu og hvort takmarkanir annars staðar séu ekki fullnægjandi til þess að ná fram þeim markmiðum sem að er stefnt.

b. Um áhættustýringu

Gildi tekur undir með Landssamtökum lífeyrissjóða að efnisreglur um áhættustýringu lífeyrissjóða eins og þær birtast í frumvarpinu séu ekki fullnægjandi og þarfnist frekari umræðu og skoðunar. Þetta á sérstaklega við um 3. gr. frumvarpsins, þar sem ekki er nægjanlegur greinarmunur gerður á stýringu áhættu innan lífeyrissjóðs annars vegar og eftirliti með henni hins vegar.

Í tilfelli Gildis fer þetta fram með þeim hætti að stjórn sjóðsins setur fjárfestingarstefnu fyrir sjóðinn. Í fjárfestingarstefnu er meðal annars:

- Sett markmið um ávöxtun og áhættu heildarsafns, leyfilega eignaflokka, viðmiðunarhlutföll og vikmörk eignaflokka og viðmið hvað varðar ávöxtun og áhættu eignaflokka.
- Skilgreind helstu viðmið og skorður sem unnið er út frá í fjárhagslegri áhættustýringu sjóðsins og skýrslugjöf.

Rétt er að vekja athygli á því að fjárfestingarstefna er grundvallarskjal varðandi dreifingu og stýringu á fjárhagslegri áhættu lífeyrissjóða. Áhættustefna sjóðsins bætir síðan við viðmiðum og skorðum þar sem fjárfestingarstefnunni sleppir.

Í skipulagi Gildis er til staðar sérstakt starfssvið, áhættueftirlit, sem heyrir beint undir framkvæmdastjóra. Áhættueftirlit sinnir eftirliti bæði er varðar fjárhags- og rekstrarlega áhættu, áhættumælingum á eignasafni sjóðsins og skráningu frávika og

eftirfylgni með þeim. Áhættueftirlit skal milliliðalaust geta lagt fram skýrslu til stjórnar um niðurstöður sínar og lagt til viðeigandi ráðstafanir varðandi fjárfestingar-takmarkanir. Eignastýring sjóðsins hefur hins vegar það hlutverk að stýra fjárhagslegri áhættu sjóðsins með ákvörðunum um kaup og sölu verðbréfa, í samráði við framkvæmdastjóra og stjórn sjóðsins eins og við á hverju sinni, innan ramma fjárfestingarstefnunnar og heimilda sem stjórn hefur veitt til fjárfestinga. Með þessu móti er náð fram aðgreiningu á milli þeirra starfsmanna sem hafa eftirlit með og mæla áhættu í starfsemi sjóðsins (þ.e. áhættueftirlit) og þeirra sem taka áhættu með ákvörðunum fyrir sjóðinn (þ.e. eignastýring og framkvæmdastjóri).

Framkvæmdastjóri og aðrir aðilar er sinna áhættueftirliti og áhættustýringu Gildis upplýsa stjórn reglulega um árangur og áhættu fjárfestingarstarfseminnar og ákvarðanir er varða áhættueftirlit og áhættustýringu. Endurskoðunarnefnd sjóðsins metur skilvirkni og fyrirkomulag áhættustefnu. Innri endurskoðandi sannreynir árlega hvort starfsemi sjóðsins sé í samræmi við áhættustefnu.

Þess ber að geta að hjá Gildi er áhættustýring skilgreind sem þær áherslur, reglur, verkferlar, verklag, aðferðafræði og samantekt upplýsinga sem beitt er til að greina, mæla, meta, stýra og fylgjast með áhættu í eignasafni og starfsemi sjóðsins (í víðu samhengi). Áhættustýring, ekki síst stýring á fjárhagslegri áhættu í því samhengi, er með öðrum orðum viðamikið ferli sem framkvæmt er á grundvelli fyrirmæla sem stjórn setur (fjárfestingarstefna og áhættustefna) og fjölmargir starfsmenn koma að framkvæmd á, bæði er snýr að greiningu, mati, vöktun og ákvörðunartöku.

Það eru að mati Gildis ekki aðkallandi ástæður til lagabreytinga er snúa að áhættustýringu á þessu stigi, ekki síst í ljósi þess að fullnægjandi umræða hefur ekki farið fram um markmið og tilgang fyrirliggjandi tillagna að breytingum.

c. Um hámarkseign í félögum og sjóðum (7. mgr. 6. gr. b. frv.)

Samkvæmt fyrirliggjandi frumvarpi er það lagt til að lífeyrissjóði sé 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. Þetta ákvæði kemur fram í kafla um mótaðilaáhættu og er þá væntanlega markmið ákvæðisins að draga úr áhættu og tryggja fullnægjandi eignadreifingu.

Gildi lítur svo á að ekki hafi verið færð fram fullnægjandi rök fyrir víðtækri takmörkun af þessu tagi. Tiltekið hlutfall hlutafjár í félagi gefur mjög svo takmarkaðar vísbendingar um undirliggjandi fjárhagslega áhættu lífeyrissjóðs, enda veltur það á endanum m.a. á stærð viðkomandi fjárfestingar og eðli hennar. Fjárhæð fjárfestingar í hlutfallslegu samhengi við stærð lífeyrissjóðs virðist mun betri mælikvarði á fjárhagslega áhættu lífeyrissjóðs í þessu samhengi. Takmarkanir af þessu tagi, sem líta til forms umfram efni, geta einnig dregið úr möguleikum lífeyrissjóða til eignadreifingar, til dæmis með fjárfestingu í litlum og meðalstórum fyrirtækjum og fjárfestingarsjóðum.

Að öðru leyti er tekið undir þau sjónarmið sem fram koma í umsögn Landssamtaka lífeyrissjóða hvað þetta varðar. Óskað er eftir breytingum á ákvæðinu í samræmi við það sem þar kemur fram.

d. Um mótaðilaáhættu og tengda viðskiptavini (6. gr. b. frv.)

Samkvæmt fyrirliggjandi frumvarpi skulu aðilar sem teljast til sömu samstæðu eða tilheyra hópi tengdra viðskiptavina, sbr. lög um fjármálafyrirtæki, teljast einn aðili við útreikning samkvæmt ákvæðinu.

Gildi tekur undir þau sjónarmið sem fram eru færð af hálfu Landssamtaka lífeyrissjóða í þessu sambandi. Lífeyrissjóðir hafa ekki eiginlega viðskiptavini og takmarkaða ef nokkra möguleika á því að meta tengsl þeirra á milli með þeim hætti sem ráð er fyrir gert varðandi fjármálafyrirtæki. Verði frumvarpsákvæðið að lögum verða lagðar skyldur á lífeyrissjóði sem eru óframkvæmanlegar þegar á reynir.

e. Annað

Tekið er undir sjónarmið Landssamtaka lífeyrissjóða varðandi ákvæði um afleiðusamninga, fjárfestingarheimildir séreignarleiða, gildistökuákvæði og bráðabirgðaákvæði frumvarpsins.

Virðingarfyllst,
f.h. Gildis-lífeyrissjóðs

Árni Guðmundsson

Árni Guðmundsson framkvæmdastjóri

Nefndasvið Alþingis
Austurstræti 8-10
150 REYKJAVÍK

Reykjavík, 20. maí 2016
Tilvísun 111
MKÁ

Efni: Umsögn um frumvarp til laga um breytingu á lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, nr. 129/1997, með síðari breytingum (fjárfestingarheimildir), 631. mál

Vísað er til tölvupósts efnahags- og viðskiptanefndar Alþingis frá 2. maí sl. þar sem óskað var umsagnar um frumvarp til laga um breytingu á lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, nr. 129/1997, með síðari breytingum (fjárfestingarheimildir), 631. mál.

Kauphöll Íslands hf. (**„Nasdaq Iceland“** eða **„Kauphöllin“**) fagnar því að fram sé komið frumvarp sem tekur með heildstæðum hætti á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða. Á undanförnum árum hefur Kauphöllin talað fyrir ýmsum breytingum á lagaumgjörð hér á landi með það fyrir augum að auka virkni og gagnsemi íslensks verðbréfamarkaðar. Í skýrslu sem Kauphöllin vann út frá samtölum við hagsmunaaðila árið 2014[1] var meðal annars komið inn á þátt lífeyrissjóða í framþróun verðbréfamarkaðar og mikilvægi þess að vel sé hugað að umgjörð og heimildum lífeyrissjóða til fjárfestinga. Í skýrslunni var lögð áhersla á að takmarkanir á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða mættu ekki vera of hamlandi en að sama skapi yrði að gæta þess að þær væru í eðlilegu jafnvægi við þá verndarhagsmuni sem hvíla að baki löggjöf um lífeyrissjóði. Í skýrslu Kauphallarinnar voru lagðar fram tvær tillögur til úrbóta á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða sem endurspeglast í frumvarpinu sem er hér til umfjöllunar. Tillögurnar verða raktar hér á eftir. Áður en farið verður í þau atriði er snúa að tillögum sem komu fram í skýrslu Kauphallarinnar er þó ástæða til að koma á framfæri athugasemdum varðandi umfjöllun í IX. kafla athugasemda við frumvarpið og einstaka ákvæði í frumvarpinu.

Gagnsemi verðbréfamarkaðar fyrir lífeyrissjóði - umfjöllun í IX. kafla athugasemda við frumvarpið
Í IX. kafla athugasemda við frumvarpið er því meðal annars haldið fram að þeir kostir sem helst eru taldir fylgja skráningu nýtist íslensku lífeyrissjóðunum ekki að öllu leyti vegna sérstöðu þeirra á innlendum fjármálamarkaði. Þar er sérstaklega rætt um takmarkaðan seljanleika ákveðinna fjármálagerninga sem eru skráðir og lítið gert úr öðrum kostum sem fylgja skráningu á markað.

Á hlutabréfamarkaði er seljanleiki með fáum undantekningum með ágætum. Vissulega er það svo að lítil viðskipti eru með nokkurn fjölda skuldabréfa. Engu að síður má fullyrða að skráningin geri bréfin að vænlegri kosti fyrir mögulega kaupendur en ella og hámarki seljanleika. Fá dæmi eru um seljanleg óskráð verðbréf. Jafnframt er það undir lífeyrissjóðunum sjálfum komið hvaða kröfur þeir gera til seljanleika þeirra verðbréfa sem þeir fjárfesta í á markaði. Geri lífeyrissjóðir almennt ríkar kröfur um seljanleika leikur lítill vafi á því að útgefendur verðbréfa munu laga sig að þeim kröfum, einmitt vegna stöðu lífeyrissjóða á innlendum markaði. En jafnvel í þeim tilfellum sem seljanleiki er lítill ræðst ákvörðun um skráningu þó ekki af tilgangslausum formskilyrðum heldur þeirri vernd sem umgjörð verðbréfamarkaðar og skýrar reglur um upplýsingagjöf veita og ætlað er að tryggja jafnræði fjárfesta.

[1] http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/96/96044_ipo-task-force-iceland.pdf

Kauphöllin telur lítið gert úr þeirri vernd sem umgjörð verðbréfamarkaðar veitir fjárfestum. Hvað varðar kosti þess sem fylgja skráningu á verðbréfamarkað þá má fyrst nefna að ríkar kröfur eru gerðar um gagnsæi í viðskiptum sem stuðlar að skilvirkari verðmyndun og seljanleika skráðra fjármálagerninga. Ákvæði laga um birtingu innherjaupplýsinga og annarra mikilvægra upplýsinga um útgefanda og skráða fjármálagerninga tryggir einnig jafnræði fjárfesta og veitir þeim tryggan aðgang að þeim upplýsingum sem skipta máli við mat á virði fjármálagerninga. Enn fremur veitir regluverk á verðbréfamarkaði mikilvæga vernd gegn innherja- og markaðsmisnotkun. Loks má nefna að á grundvelli laga er Fjármálaeftirlitinu og Kauphöllinni falið að hafa eftirlit með því að fyrrgreindum kröfum sé fylgt. Það hefur sýnt sig í fjölda mála sem afgreidd hafa verið af báðum þessum aðilum og ákæruvaldinu fyrir og eftir hrunið að eftirlit með því að kröfum verðbréfamarkaðarins sé fylgt er mjög virkt og aðilum markaðarins er þannig veitt stöðugt aðhald.

Kauphöllin getur út af fyrir sig tekið undir það sem fram kemur í greinargerð með frumvarpinu að skráning í kauphöll tryggir ekki fjárfesta fyrir tjóni vegna verðbreytinga, enda er ógjörningur að tryggja slíkt hvort sem um skráða eða óskráða eign er að ræða. Hvort sem fjárfest er í skráðum eða óskráðum verðbréfum ber að hafa fyllstu varfærnissjónarmið að leiðarljósi. Umgjörð verðbréfamarkaðar tryggir aftur á móti að fjárfestar, hvort sem um er að ræða lífeyrissjóði eða aðra fjárfesta, hafi jafnar forsendur til að leggja mat á áhættu sem tengist fjárfestingum.

Kauphöllin telur að frumvarpið gefi að vissu leyti til kynna að rangar ályktanir hafi verið dregnar af hruninu þar sem aukin áhersla virðist vera á að beina fjárfestingum frá regluverki verðbréfamarkaðar sem er hannað til að auka vernd og stuðla að jafnræði fjárfesta. Dæmi um þessa áherslu má finna í fyrrgreindri umfjöllun í IX. kafla athugasemda frumvarpsins og endurspeglast enn frekar í vissum ákvæðum þess.

Að framangreindu virtu vill Kauphöllin vekja athygli á eftirfarandi atriðum í frumvarpinu.

Skráning fjármálagerninga á skipulegan verðbréfamarkað, sbr. 2. mgr. a-liðar 6. gr.
Í 2. mgr. a-liðar 6. gr. í frumvarpinu er gerð krafa um að fjármálagerningar sem falla undir 2.-6. tl. 2. mgr. 5. gr. frumvarpsins skuli skráðir á skipulegum verðbréfamarkaði. Eins og fram kemur í athugasemdum við ákvæðið er það 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 [þyki] jafnan traustir og því er lagt til að fallið verði frá kröfum um skráningu á skipulegum verðbréfamarkaði.“

Kauphöllin undrast að sú staðreynd að fjármálagerningar með ríkisábyrgð teljist traustir leiði til þeirrar ályktunar að lífeyrissjóðir njóti ekki hagræðis af skráningu þeirra á markað. Slík ályktun lítur framhjá flestum kostum skráningar á markað. Skuldabréf útgefin af ríkinu hafa löngum verið skráð í Kauphöllinni og hafa lífeyrissjóðir notið gífurlegs hagræðis af skilvirkri verðmyndun og auknum seljanleika. Enn fremur er ástæða til að leiða hugann að því að á undanförnum árum hefur Fjármálaeftirlitið, fyrir hvatningu markaðsaðila og fjárfesta, veitt ríkinu og opinberum stofnunum mikilvægt aðhald varðandi mótun á innri ferlum í tengslum við meðferð innherjaupplýsinga og viðskipti innherja. Ákvæðið er í þversögn við þær áherslur og færir viðskipti með ríkisverðbréf út fyrir vernd laga gegn markaðsmisnotkun og innherjasvikum. Það er óhætt að halda því fram að umgjörð sú sem sniðin er í kringum verðbréfamarkað hafi á undanförnum árum verið sérstaklega mikilvæg og til þess fallin að tryggja jafnræði í viðskiptum með skuldabréf útgefin af ríkinu. Þessu til viðbótar má benda á að fjármálagerningar með ríkisábyrgð eru í reynd afar mistraustir, sbr. mikinn mun á lánshæfismati mismunandi ríkja. Kauphöllin mælir því eindregið með að sama krafa sé gerð til skráningar fjármálagerninga með ríkisábyrgð og annarra fjármálagerninga.

Heimild lífeyrissjóða til að eiga allt að 80% í skuldabréfum og peningamarkaðsskjölum útgefnum af lánastofnunum og vátryggingafélögum, sbr. 1. tl. 1. mgr. a-liðar 6. gr.
Samkvæmt 1. tl. 1. mgr. a-liðar 6. gr. í frumvarpinu skal lífeyrissjóður tryggja að vægi eigna sem falla undir 3.-6. tl. 2. mgr. 5. gr. frumvarpsins sé innan við 80% heildareigna. Eignir skv. 4.-6. tl. skulu aftur á móti samanlagt vera innan við 60% heildareigna. Undir síðari flokkinn, þ.e. 4.-6. tl. falla m.a. skuldabréf og peningamarkaðsskjöl félaga og hlutabréf félaga. Af þessu er ljóst að lífeyrissjóður má ekki fjárfesta sem nemur meira en 60% af heildareignum í fyrirtækjaskuldabréfum og hlutabréfum til samans. Hér er um töluverða skerðingu að ræða umfram núgildandi lög.

Það sem helst vekur athygli í þessu samhengi er að lífeyrissjóði er heimilt að fjárfesta allt að 80% af eignum sínum í eignum sem falla undir 3.-6. tl. 2. mgr. 5. gr. frumvarpsins. Það er því ljóst að heimilt er fyrir lífeyrissjóð að fjárfesta allt að 80% af eignum sínum í skuldabréfum og peningamarkaðsskjölum útgefnum af lánastofnunum og vátryggingafélögum sem falla undir a-lið 3. tl. 2. mgr. 5. gr. Enginn áskilnaður er gerður um að slík skuldabréf séu tryggð með veði en þau mega þó ekki vera víkjandi gagnvart öðrum kröfum.

Engin rök eru sett fram í athugasemdum fyrir því af hverju skuldabréf og peningamarkaðsskjöl útgefin af lánastofnunum og vátryggingafélögum séu talin svo traust að talin sé ástæða til að heimila lífeyrissjóðum að fjárfesta allt að 80% af eignum sínum í slíkum fjármálagerningum. Það má þó ráða af umræddum tillögum í frumvarpinu að fjárfesting í dreifðu eignasafni hlutabréfa og fyrirtækjaskuldabréfa er talin töluvert áhættusamari heldur en fjárfesting í ótryggðum skuldabréfum útgefnum af fjármálafyrirtækjum. Skýtur það að vissu leyti skökku við í ljósi þeirra afleiðinga sem slíkar fjárfestingar í aðdraganda hrunsins höfðu í för með sér.

Að sama skapi vekur athygli að gert er ráð fyrir að lífeyrissjóður geti geymt allt að 100% eigna sinna í innlánum sem falla undir 2. tl. 2. mgr. 5. gr. og virðist það að mikilvægu leyti byggt á þeirri forsendu að ríkisábyrð innstæðna verði viðvarandi, óháð stærð innstæðnanna og formlegum innstæðutryggingum. Rétt væri að mati Kauphallarinnar að takmarka hversu mikinn hluta eigna sinna lífeyrissjóður getur geymt í innlánum sem ekki njóta formlegrar tryggingaverndar.

Mótaðilaáhætta – hlutfall af heildarhlutafé útgefanda, sbr. 7. mgr. b-liðar 6. gr.
Samkvæmt 7. mgr. 6. gr. b er lífeyrissjóði 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. Kauphöllin telur að hækka mætti heimildina, t.d. í 20%, enda gæti það aukið skilvirkni eignastýringar lífeyrissjóðanna. Í þessu samhengi álítur Kauphöllin sérstaklega mikilvægt að þessi heimild sé að minnsta kosti jafn rúm fyrir fjárfestingar í skráðum félögum og óskráðum. Seljanleiki skráðra eigna er að jafnaði meiri en óskráðra sem auðveldar sölu á stórum eignarhlutum.

Fjármálagerningar skráðir á markaðstorgum fjármálagerninga (MTF), sbr. 3. mgr. a-liðar 6. gr.
Í fyrrgreindri skýrslu sem Kauphöllin gaf út árið 2014 var lagt til að heimildir lífeyrissjóða til fjárfestinga á markaðstorgum fjármálagerninga (MTF) yrðu rýmkaðar. Breyting var gerð á lögum nr. 129/1997 með lögum nr. 54/2015 þar sem lífeyrissjóðum var veitt sérstök heimild til að fjárfesta fyrir allt að 5% af hreinni eign sjóðsins í verðbréfum skráðum á MTF markað. Kauphöllin fagnar því að umrædd heimild haldist í frumvarpinu, sbr. 3. mgr. a-liðar 6. gr.. Það er fyrirséð að heimild lífeyrissjóða til að fjárfesta í verðbréfum á MTF muni hafa jákvæð áhrif í för með sér, fjölga fjárfestingarkostum lífeyrissjóða og styðja við fjármögnun smærri fyrirtækja og frekari vöxt þeirra fyrir tilstuðlan skráningar á verðbréfamarkað.

Heimildir lífeyrissjóða til að lána verðbréf, sbr. d-liður 6. gr.
Síðari breytingin sem Kauphöllin hefur talað fyrir á undanförnum árum varðar takmarkanir á heimildum lífeyrissjóða og verðbréfasjóða til að lána verðbréf úr eignasöfnum sínum. Í fyrrgreindri skýrslu Kauphallarinnar var greint frá því að á fundum með hagsmunaaðilum hefði komið fram að eitt allra mikilvægasta umbótaverkefnið á verðbréfamarkaði væri fólgið í því að bæta aðgengi að verðbréfalánum. Takmarkaðir möguleikar til verðbréfalána stæðu virkum viðskiptum og áreiðanlegri verðmyndun fyrir þrifum. Efling verðbréfalánamarkaðar myndi þannig hafa í för með sér skilvirkari verðmyndun og þar með aukna fjárfestavernd, virkari viðskipti á hlutabréfa- og skuldabréfamarkaði og aukið öryggi í uppgjöri verðbréfaviðskipta. Í þessu samhengi var talið mikilvægt að ryðja úr vegi ákveðnum hindrunum sem stæðu í vegi virks verðbréfalánamarkaðar og þá sérstaklega þeirri hindrun sem væri fólgin í þeim takmörkunum sem lög hafa sett lífeyrissjóðum og verðbréfasjóðum varðandi lán á verðbréfum. Til viðbótar við jákvæð áhrif á verðbréfamarkaðinn, lífeyrissjóðum og öðrum til hagsbóta, yrðu verðbréfalán ný tekjulind fyrir lífeyrissjóði.

Í d-lið 6. gr. frumvarpsins er sett fram tillaga um heimild lífeyrissjóða til að lána skuldabréf og hlutabréf til fjármálafyrirtækja gegn viðeigandi tryggingu. Samkvæmt 3. mgr. ákvæðisins er heimildin takmörkuð við 5% af heildareignum lífeyrissjóðs og við 15% af eign lífeyrissjóðs í einstöku hlutafélagi eða einstökum skuldabréfaflokki. Umræddar takmarkanir eru að vissu leyti settar fram með varfærni að leiðarljósi, en ástæða getur verið til að fara varlega fram í byrjun. Kauphöllin hvetur þó til þess að lagt verði mat á, nú eða að skömmum tíma liðnum, hvort ástæða sé til að rýmka umrædd viðmið. Að því virtu telur Kauphöllin að umrædd breyting sé til þess fallin að leggja grunninn að lánamarkaði með verðbréf hér á landi og hvetur því til þess að hún verði samþykkt. Í samhengi við uppbyggingu lánamarkaðar með verðbréf er þó einnig brýnt að styrkja umgjörð um skortsölu í íslenskri löggjöf með innleiðingu skortsölureglugerðar Evrópusambandsins nr. 236/2012. Kauphöllin er meðvituð um að vinna við þá innleiðingu er langt komin í efnahags- og fjármálaráðuneytinu.

Kauphöllin hefur ekki frekari athugasemdir við tillögurnar og er fús til frekari umræðu eða samstarfs um ofangreind mál.

Virðingarfyllst,

Magnús Kristinn Ásgeirsson,
forstöðumaður lögfræðisviðs,
Nasdaq Iceland

Frá: Kristjáni Loftssyni, Laugarásvegi 19, 104 Reykjavík.

Til: Efnahags- og viðskiptanefndar, Alþingis.

Efni: Umsögn/ábending vegna frumvarps til laga um breytingar á lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, nr. 129/1997. Þingskjal 1054 - 631. mál.

Með auknum heimildin lífeyrissjóða til fjárfestinga í íslensku atvinnulífi meðal annars með kaupum á hlutafé er ástæða til þess að huga að því hvernig lífeyrissjóðirnir beita þeim áhrifum sem slíkri fjárfestingu fylgir. Ágreiningur hefur komið upp innan þeirra fyrirtækja sem lífeirssjóðirnir hafa fjárfest í m.a. þegar breytingar á samsetningu stjórna hafa verið knúnar fram með afli atkvæða lífeyrissjóðanna í óþökk stjórnenda félaganna og kjölfestufjárfesta. Hafa lífeyrissjóðirnir jafnvel krafist margfeldiskosninga til að ná fram slíkum breytingum.

Í ljósi þess að fjárfestingar lífeyrissjóðanna koma líklega til með að aukast í íslensku atvinnulífi er ástæða til að hafa gát á því hvernig á er haldið. Á það hefur margoft verið bent, að ef til vill sé heppilegast að slíkir fjárfestar beiti áhrifum sínum með þeim hætti, að þeir „kjósi með fótunum" það er að séu þeir ósáttir við stjórnun félaganna selji þeir hlut sinn og láti þannig í ljósi skoðun sína. Mér er tjáð að til dæmis fylgir norski olíusjóðurinn þeirri stefnu að skipta sér ekki af rekstri þeirra félaga sem hann fjárfestir í en sé hann ósáttur við fjárfestinguna selur hann en sé hann sáttur kaupir hann hugsanlega meira.

Í ljósi þessa er bent á að til að sporna við óæskilegum afleiðingum sem þessum af vaxandi áhrifa stofnanafjárfesta í íslensu atvinnulífi væri í lögunum sett meðalhófsregla um beitingu áhrifa sem hlutafjáreign fylgir. Er á það bent að í 4. gr. frumvarpsins mætti koma fyrir slíku ákvæði í nýjum tölulið, 5. tl. svo vel færi.

Tillaga um viðbót við 4. gr:

Við bætist nýr töluliður 5 svohljóðandi:

„Í fjárfestingastefnu skal setja reglur um meðferð sjóðanna á hlutafjáreign í félögum sem þeir hafa fjárfest í sem m.a. taki til þess við hvaða aðstæður beitt sé atkvæðavægi til að knýja fram breytingar á stjórn hlutafélags eða hlutast til um málefni þess og skal í þeim efnum byggt á meðalhófi og samstarfi við hluthafa og kjölfestufjárfesta. Sé um samstarf að ræða á milli sjóða skal það tilkynnt sérstaklega til viðkomandi félags og Kauphallar."

Reykjavík, 23.05. 2016

Kristján Loftsson

Kristján Loftsson, kt.170343-5499

Landsamtök lífeyrissjóða
Bt. stjórnar og framkvæmdastjóra
Guðrúnartúni 1
105 Reykjavík

25. september 2016

Efni: Fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða

Þann 20. september s.l. lagði efnahags- og viðskiptanefnd fram breytingartillögur (þingskjal 1686) á stjórnarfumvarpi fjármála- og efnahagsráðherra er varðar fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða (þingskjali nr. 1054). Með breytingartillögum þingnefndarinnar fylgir nefndarálit (þingskjal nr. 1685) þar sem færð eru rök fyrir breytingunum.

Eigna- og áhættustýringarnefnd Landsamtaka lífeyrissjóða (LL) hefur farið yfir nefndarálit efnahags- og viðskiptanefndar og komið eftirfarandi athugasemdum á framfæri við stjórn LL, og vill með bréfi þessu freista þess að koma ákveðnum sjónarmiðum á framfæri við þá sem málið varða.

- **Gildistaka**: Fresta þarf gildistöku lagabreytinganna svo tryggja megi vandaða og raunhæfa innleiðingu. Þrír mánuðir er of stuttur tími til innleiðingar, sjá umfjöllun hér að neðan.
- **Áhættustýring:** Taka þarf tillit til athugasemda FME frá 17. maí 2016 þess efnis að áhættustjóri eigi **EKKI** að stýra allri áhættu lífeyrissjóða. Áherslan ætti að vera að lífeyrissjóður sem skipulagsheild stýri áhættu en ekki einstaka starfsmaður samkvæmt núverandi tillögu. Tillögurnar stangast á við önnur ákvæði laganna um hlutverk stjórnar og framkvæmdastjóra. Áhættustjóri er hluti af skipulagsheildinni og getur ekki borið ábyrgð á áhættunni einn og sér. Það er í ósamræmi við alþjóðleg viðmið um áhættustýringu lífeyrissjóða, sjá umfjöllun hér að neðan.
- **Uppgjör á afleiðum**: Það verður að endurskoða breytingartillögu nr. 4. b-lið þar sem lagt er til að við 6. gr. frumvarpsins komi í stað orðanna „slíka samninga“ í 5. mgr. a-liðar: *gera upp eða loka slíkum samningum*. Breytingartillagan virðist ekki vera í samræmi við þann vilja sem lýst er í nefndarálitinu að slaka á kröfu um að unnt verði að selja afleiður samdægurs.
- **Sértryggð skuldabréf**: LL telja upphaflegu tillöguna þess efnis að sértryggð skuldabréf verði aðgreind frá öðrum fjármálagerningum með skýrum hætti mun heppilegri enda teljast slík bréf eðlisólík skuldabréfum án trygginga. Þá er það mat LL að mikilvægt sé að sérákvæði verði til staðar um mótaðilaáhættu slíkra bréfa hver sem prósentan verður. Það auðveldar greiningu á áhrifum þessa eignaflokks til framtíðar, sjá m.f. umfjöllun.

LL telja mikilvægt að þessum sjónarmiðum verði komið áleiðis til umræðu um frumvarpið á Alþingi.

Gildistaka

Samkvæmt núverandi breytingartillögum er gert ráð fyrri því að lögin taki gildi 1. janúar 2017 eða eftir þrjá mánuði. LL benda á að samkvæmt frumvarpinu er gert ráð fyrir að:

> Ráðherra skuli 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

Eins og frumvarpið ber með sér er verið að gera nokkuð viðamiklar breytingar á fjárfestingar-heimildum lífeyrissjóða, flokkun fjárfestingakosta og formi og efni fjárfestingarstefnu. Samkvæmt núgildandi reglum eiga lífeyrissjóðir að skila fjárfestingastefnu fyrir árið 2017 þann 1. desember 2016 eða eftir 2 mánuði. Flestir lífeyrissjóðir hafa þegar hafið undirbúning og byggja hann á núgildandi reglum. Að mati LL er fyrirsjáanlegt að ef lögin taka gildi 1. janúar n.k. verði að móta fjárfestingarstefnuna í samræmi við fyrirhugaðar breytingar enda taki þær gildi í byrjun næsta árs. Sá tími sem lífeyrissjóðir hafa til stefnu er of stuttur og sér í lagi ef horft er til þess að þær reglugerðir sem vísað er til í lagatextanum liggja ekki fyrir og mikil óvissa er uppi um hvenær þær verða settar. Vonast er til að þær reglugerðir verði sendar í umsagnarferli og að vandað verði til gerðar þeirra eins og kostur er.

LL telja **9 mánaða aðlögunartíma** að breyttum lögum og reglum vera raunhæfan frest til að vanda megi vel til verka og undirbúa málið af kostgæfni. Breyta þarf reglugerðum, reglum FME og regluverki lífeyrissjóða og öllum verðbréfakerfum.

Áhættustýring lífeyrissjóða

Samkvæmt breytingartillögu nefndarinnar, fyrsta tölulið, er lagt til að síðari málsliður 3. efnismgr. 3. gr. verði 3. málsl. 2. efnismgr. 3. gr. Sú breyting er endurröðun á texta en ekki efnisbreyting á inntaki ákvæðisins.

LL benda á að Fjármálaeftirlitið, sem hafði aðkomu að undirbúningsnefndinni, lagði til breytingar á þessari grein í umsögn sem skráð er með komudag 17. maí 2016. Í umsögn FME segir um 3. gr. frumvarpsins:

Fjármálaeftirlitið leggur til að 1. mgr. 35. gr. a orðist svo:

> *Lífeyrissjóður skal tilnefna starfsmann hjá sjóðnum til að bera ábyrgð á greiningu, mælingu og skýrslugjöf um áhættu og skal tilnefningin tilkynnt Fjármálaeftirlitinu sem og láti viðkomandi af störfum.*

LL taka undir með FME um að mikilvægt sé að koma þessum breytingum að enda falli það betur að hlutverki áhættustjóra lífeyrissjóða eins og það hefur verið skilgreint af OECD.

Meðfylgjandi texti sýnir þá hvernig 3. gr. myndi breytast bæði með núverandi breytingartillögu og breytingartillögu FME:

> *Lífeyrissjóður skal tilnefna starfsmann hjá sjóðnum til að bera ábyrgð á greiningu, mælingu og skýrslugjöf ~~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. 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.

Áhættustýring lífeyrissjóðs skal vera óháð öðrum starfseiningum sjóðsins.

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 hagsmunaárekstrum. Tryggt skal að ábyrgðaraðili áhættustýringar hafi milliliðalausan aðgang að stjórn lífeyrissjóðs.

LL bent á að áhættustýring lífeyrissóða nær til allra þátta í starfseminni og ekki er hægt að fela einum einstaklingi að stýra allri áhættu né heldur að gera hann ábyrgan fyrir áhættunni. Þessi sjónarmið koma fram í frumvarpinu þar sem segir um áhættustýringu að:

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.

Hér er það áréttað að áhættustýring er eftirlitskerfi með áhættu í tengslum við alla starfsemina sem er sannarlega mikilvægur þáttur í starfsemi lífeyrissjóða. Áherslan er á skipulagsheildina, lífeyrissjóðinn en ekki einstakling. Þessi texti er í samræmi við leiðbeinandi tilmælum OECD og IOPS þar sem segir í gr. 2.2. :

An effective risk management system is comprised of strategies, processes and reporting procedures necessary to identify, measure, monitor, assess, control and report, on a continuous and an ad hoc basis, all material risks, at an individual and an aggregated level, to which the pension fund or plan is or could be exposed, and their interdependencies.

Heimild: http://www.iopsweb.org/principlesandguidelines/46864307.pdf

Hér er ekki vísað til þess að það sé hlutverk áhættustjóra að stýra allri áhættu, heldur að stefnan, ferlarnir og skýrslur skuli gera **sjóðnum** kleyft að *greina, meta, vakta og stýra (e. control) áhættu.*

Þessi skilningur er áréttaður á öðrum stöðum í leiðbeinandi tilmælum OECD og IOPS um áhættustýringu lífeyrissjóða. Samkvæmt gr. 4.2 í tilmælunum er til að mynda gert ráð fyrir að fjárhagslegri áhættu sé best stýrt í gegnum fjárfestingastefnu: Ákvæði OECD er eftirfarandi:

An investment policy is a key mechanism for identifying and managing investment risk. Pension funds should have a written policy in place, covering at a minimum strategic asset allocation, performance objectives, any broad decisions regarding tactical asset allocation, and trade execution...

Með öðrum orðum þá er gert ráð fyrir því að fjárfestingarstefnan sé aðal farvegur lífeyrissjóða til að greina og stýra markaðsáhættu. Áherslan í OECD textanum er að lífeyrissjóðurinn og stjórn hans, sem markar fjárfestingastefnuna stýri áhættu, ekki einstaklingur í sjóðnum. Starfsmaður í áhættustýringu getur verið ábyrgur fyrir því að áhættustefnu lífeyrissjóðs sé framfylgt, en honum er ekki endilega ætlað að gera það sjálfur. Hann sinnir í þeim skilningi mikilvægu eftirlitshlutverki þegar kemur að því að meta og fylgjast með markaðsáhættu, sem kemur ekki í veg fyrir að sjóðstjóri stýri áhættu með fjárfestingarákvörðunum. Verðlagning á skuldabréfum ræðst að miklu leyti af áhættu útgefanda og sjóðstjóri tekur áhættu fyrir lífeyrissjóð þegar hann fjárfestir í skuldabréfum. Það er vandséð hvernig aðgreina á þann hluta eignastýringar frá áhættustýringu og fela tveimur starfsmönnum ábyrgð á sömu áhættunni.

Uppgjör á óskráðum afleiðum

Að mati LL verður að endurskoða breytingartillögu nr. 4, b-lið þar sem lagt er til að við 6. gr. frumvarpsins komi í stað orðanna „slíka samninga“ í 5. mgr. a-liðar: *gera upp eða loka slíkum samningum*. Breytingartillagan virðist ekki vera í samræmi við þann vilja sem lýst er í nefndarálitinu að slaka á kröfu um að unnt verði að selja afleiður samdægurs. Ef þessi breyting er felld inn í fyrirliggjandi texta verður málsgreinin eftirfarandi:

> (5. mgr. 36. gr. b): 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~~ , gera upp eða loka slíkum samningum slíka samninga samdægurs á raunvirði hverju sinni.

Í nefndarálitinu kemur fram að með hliðsjón af tillögu Fjármálaeftirlitsins leggur nefndin til að slakað verði á áskilnaðinum með því að ekki þurfi að vera unnt að selja afleiðu samdægurs ef unnt er að gera hana upp eða loka henni samdægurs á raunvirði. Af þessu virðist það vera vilji nefndarinnar að slaka á þeirri kröfu að hægt verði að selja afleiður samdægurs án þess þó að lagt sé til að sá hluti málsgreinarinnar verði felldur niður. Því má ætla að breytingin hafi átt að vera á eftirfarandi veg:

> (5. mgr. 36. gr. b): 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, gera upp eða loka slíkum samningum daglega með áreiðanlegum hætti.

Afleiðuviðskipti eru síður en svo stór hluti af núverandi fjárfestingarstarfsemi lífeyrissóða. Engu að síður telur LL mikilvægt að lagaumhverfið er varðar afleiðunotkun verði skýrt enda getur afleiðunotkun til framtíðar orðið virkur þáttur áhættustýringar. Lífeyrissjóður sem vill tryggja sig fyrir verðbólgu gæti til framtíðar boðist slíkar afleiður sem kynnu að verða dýrari ef áskilnaðurinn er krafa um að geta gert slíka samninga upp daglega. Verðbólgutölur eru birtar mánaðarlega og fyrirsjáanlegt er að krafan geri lífeyrissjóðum einfaldlega erfiðara fyrir að verja sig fyrir áhættu með afleiðum.

Sértryggð skuldabréf

Samkvæmt breytingartillögu nr. 3. við 5. gr. frumvarpsins er lagt til að C-liður 2. tölul. 2. efnismgr. falli alfarið brott. Með því er lagt til að sú hugmynd að sérgreina *sértryggð skuldabréf* frá öðrum skuldabréfum verði alfarið felld út. Til samræmi við þá tillögu leggur nefndin einnig til skv. breytingartillögu nr. 4, C-lið að sérstakt ákvæði um 15% mótaðilaáhættu í 2. mgr. b-liðar (36. Gr. c.) falli líka á brott. Þar með er fellt á brott sérákvæði þess efnis að lífeyrissjóðum verði heimilt að eiga allt að 15% af heildar eignum í sértryggðum skuldabréfum sem gefin eru út af sama útgefanda.

LL telja upphaflegu tillöguna þess efnis að sértryggð skuldabréf verði aðgreind frá öðrum fjármálagerningum með skýrum hætti mun heppilegri enda teljast slík bréf eðlisólík skuldabréfum án sértrygginga. Í umfjöllun samtakanna á undirbúningstímanum var fallist á það sjónarmið að sértryggð skuldabréf bera minni áhættu en mörg önnur skuldabréf og viðeigandi væri að aðgreina þau frá öðrum skuldabréfum með tilliti til áhættu. Landsamtökin telja mjög mikilvægt að svo verði. Þannig gæti til framtíðar umræðan snúist um hlutfallið sem væri í þeim skilningi afmörkuð umræða sem byggði á aðgreinanlegum upplýsingum um eignaflokkinn eins og hann birtist í skýrslum lífeyrissjóða, FME og Seðlabanka Íslands. Með öðrum orðum þá væri eignaflokkurinn aðgreindur frá öðrum fjármálagerningum sem myndi gera alla umfjöllun einfaldari.

Sérákvæði um 15% takmörkun á einstaka útgefanda (mótaðila) var talið varfærið skref í ljósi þess að eignarflokkurinn er enn sem komið er lítill og gildandi takmörkun er 10% á einstaka mótaðila. Með því að koma sérákvæðinu fyrir í lögunum og hækka það í 15%, væri hægt að endurskoða hlutfallið án þess að gera þurfi miklar breytingar á lagatextanum. Sú umræða gæti þá byggt á fyrrgreindum upplýsingum um stöðu lífeyriskerfisins í eignaflokknum og þróun eignaflokksins frá því að hann var aðgreindur.

Að mati LL eru rök nefndarinnar fyrir þessari breytingu mjög langsótt. Það kann að vera rétt að ef bankar veðsetja stóran hluta eigna sinna þá skipti forgangur innstæðna litlu máli. En að mati LL er þetta ekki rétti vettvangurinn til að sporna við mögulegri þróun í bankakerfinu. Eðlilegra væri að gera kröfur til innlánsstofnana um takmörk á því hve mikið af eignasafni verði heimilt að veðsetja, frekar en að gera lífeyrissjóðum erfiðara fyrir að kaupa sértryggð skuldabréf banka.

Í innsendri umsögn SFF eru færð fyrir því rök að sértryggð skuldabréf ættu að færast upp um eignaflokk og falla í sama áhættuflokk og ríkisskuldabréf og fasteignaveðtryggð skuldabréf, oft nefnd sjóðfélagalán. Í umfjöllun LL var horft til þess að vísað er til laga um sértryggð skuldabréf og samsvarandi skuldabréfa sem útgefin eru í ríki innan Evrópska efnahagssvæðisins. Lögin kveða ekki á um að tryggingar sértryggðra skuldabréfa þurfi að vera húsnæðislán einstaklinga. Mögulegt er að gefa út sértryggð skuldabréf með öðrum tryggingum svo sem skuldabréfum með veði í bújörðum og öðrum fasteignum sem notaðar eru til landbúnaðar, sbr. 3. tölul. 5. gr. laga um sértryggð skuldabréf. Þá má benda á að veðhlutfall íbúðarhúsnæðislána í tryggingarsafni geta verið að hámarki 80%, sbr. 1. tölul. 7. gr. sömu laga, borið saman við 75% hámarks veðhlutfall sjóðfélagalána. Í því ljósi var talið málefnalegt að færa sértryggð skuldabréf í flokk B en þó með þeim hætti að eignaliðurinn væri aðgreinanlegur og auðvelt yrði að fjalla um eignaflokkinn til framtíðar, stöðu hans og þróun.

Að þessu sögðu telja LL mikilvægt að eignaliðurinn sértryggð skuldabréf verði ekki felldur út og sérákvæði um hámarks mótaðilaáhættu verði að sama skapi haldið inni hvert sem hlutfallið verður.

F.h. eigna- og áhættustýringarnefndar LL

Ólafur Sigurðsson

LANDSSAMTÖK
LÍFEYRISSJÓÐA

Nefndarsvið Alþingis,
Efnahags- og viðskiptanefnd,
Austurstræti 8-10,
150 Reykjavík

Reykjavík, 17. maí 2016.

Efni: Umsögn Landssamtaka lífeyrissjóða um 631. mál á 145. löggjafarþingi 2015-2016, þingskjal 1054.

Með tölvubréfi, dags. 2. maí sl. barst Landssamtökum lífeyrissjóða (LL) til umsagnar frumvarp til laga um breytingu á lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, nr. 129/1997, með síðari breytingum (fjárfestingarheimildir).

LL telur tímabært að gera breytingar á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða í ljósi þeirrar þróunar sem orðið hefur á fjárfestingarumhverfi lífeyrissjóða á þeim hart nær tveimur áratugum sem liðnir eru frá því að heildarlög voru sett um starfsemi lífeyrissjóða með lögum nr. 129/1997. Þó að gerðar hafi verið allnokkrar breytingar á lögunum síðan þá hafa fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða ekki verið teknar til skoðunar með heildstæðum hætti fyrr en nú. LL telja að þær breytingar sem lagðar eru til í frumvarpinu og snúa beint að fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða séu um flest til bóta. Eins og fram kemur í skýringum með frumvarpinu áttu LL einn fulltrúa í þeirri sex manna nefnd sem vann að smíði frumvarpsins. Ýmis áhersluatriði landssamtakanna náðu þó ekki fram að ganga, en það er mat LL að fyrirliggjandi frumvarp hafi að geyma ýmsar gagnlegar breytingar. Má þar til að mynda nefna samræmingu hugtaka við aðra löggjöf sem gildir um fjárfestingarstarfsemi og einföldun á reglum um flokkun undirliggjandi eigna verðbréfasjóða.

LL vilja vekja sérstaka athygli efnahags- og viðskiptanefndar á því að atriði sem lúta að vísireglum um fjárfestingar (skynsemisreglu), áhættustýringu og afleiður fengu takmarkaða umræðu í starfi nefndarinnar sem vann að smíði frumvarpsins. LL taka undir þau meginsjónarmið sem liggja til grundvallar fyrirliggjandi tillögum varðandi þessi atriði, en það er mat LL að þær reglur sem settar eru fram í frumvarpinu þarfnist þó nánari rýni og umræðu. Verði þær samþykktar óbreyttar er um að ræða afturför frá núgildandi lögum. Þá verður að telja að reglur um mat á mótaðilaáhættu séu að hluta til óframkvæmanlegar með þeim hætti sem þær eru settar fram í frumvarpinu, eins og nánar er gerð grein fyrir í umsögn um einstök efnisatriði hér að neðan.

Sætún 1 • 105 Reykjavík • Sími: 563 6450 • Fax: 563 6401 • Netfang: ll@ll.is • Vefslóð: www.ll.is • Kt.: 451099-2069

Eftirfarandi er umsögn LL um tiltekin efnisatriði sem samtökin óska eftir að efnahags- og viðskiptanefnd taki sérstaklega til skoðunar í umfjöllun sinni um frumvarpið.

Efnisatriði:

1. Um fjárfestingarstefnu 2
2. Um áhættustýringu 2
3. Um hámarkseign í hlutafélagi 4
4. Um afleiðusamninga 7
5. Um fjárfestingarheimildir séreignarleiða 7
6. Um mótaðilaáhættu og tengda viðskiptavini 7
7. Um gildistöku 9
8. Um bráðabirgðaákvæði 9

1. Um fjárfestingarstefnu (4. gr. frv.)

LL taka undir þau meginsjónarmið sem koma fram í 4. gr. frumvarpsins um að eignasafn sé vel áhættudreift, fjárfestingarkostir séu greindir með viðhlítandi hætti og eignastýring taki mið af aldursamsetningu sjóðfélaga og öðrum tryggingafræðilegum þáttum, allt með hagsmuni sjóðfélaga að leiðarljósi.

Við lögfestingu slíkra viðmiða er mikilvægt að gæta þess að orðalag lagatexta sé ekki of niðurnjörvað, að stjórnendur lífeyrissjóða geti gert sér vel grein fyrir lagaskyldum sínum og eðlilegt svigrúm sé til að móta stefnu fyrir ólíka lífeyrissjóði/deildir lífeyrissjóða.

Tillaga: 3. og 4. töluliður 1. mgr. 4. gr. frumvarpsins verði:

> *„3. Í fjárfestingarstefnu skal koma fram með hvaða hætti fjárfestingarkostir eru greindir með hliðsjón af eðli þeirra, með tilliti til áhættu og arðsemi safnsins í heild.*
>
> *4. Í fjárfestingarstefnu skal koma fram með hvaða hætti þess er gætt að eignir sjóðsins séu nægilega fjölbreyttar til að takmarka áhrif einstakra eigna og eignaflokka á eignasafnið í heild.„*

2. Um áhættustýringu (3. gr. frv. og 6. gr. e.)

LL telja að efnisreglur um áhættustýringu lífeyrissjóða eins og þær birtast í frumvarpinu séu ekki fullnægjandi og þarfnist því frekari umræðu og skoðunar við. Frumvarpstextinn virðist unninn meira í samræmi við það sem eðlilegt kann að vera innan banka og annarra sambærilegra fjármálafyrirtækja.

Reglur um áhættustýringu lífeyrissjóða þarf því að skoða betur í samhengi við skipulag lífeyrissjóða og með hvaða hætti stjórnkerfi þeirra er byggt upp varðandi eftirlit og ákvarðanatöku. Mikilvægt er að skilgreining á hugtakinu „áhættustýring" taki mið af því.

Í því sambandi er m.a. vísað til ákvæða um stjórn, framkvæmdastjóra og eignastýringu í l. nr. 129/1997:

- 1. mgr. 29. gr. lsjl.: Stjórn lífeyrissjóðs ber ábyrgð á starfsemi sjóðsins í samræmi við lög þessi, reglugerðir settar samkvæmt þeim og samþykktir sjóðsins. Stjórn lífeyrissjóðs skal einnig hafa með höndum almennt eftirlit með rekstri, bókhaldi og ráðstöfun eigna sjóðsins.
- 5. mgr. 31. gr. lsjl.: Framkvæmdastjóri annast daglegan rekstur sjóðsins og skal hann fara eftir þeirri stefnu og fyrirmælum sem sjóðstjórn hefur gefið. Ráðstafanir sem eru óvenjulegar eða mikils háttar getur framkvæmdastjóri aðeins gert samkvæmt heimild frá sjóðstjórn.
- 4. mgr. 34. gr. lsjl.: Lífeyrissjóður skal hafa í þjónustu sinni starfsmann sem hæfur er til að sinna eignastýringu verðbréfasafna sjóðsins á grundvelli menntunar sinnar og starfsreynslu og skal hann hafa staðist próf í verðbréfaviðskiptum í samræmi við 53. gr. laga um fjármálafyrirtæki.

Ef ætlunin er að lögfesta ítarlegri reglur um áhættustýringu lífeyrissjóða en nú eru í lögum, sbr. 9. tölul. 3. mgr. 29. gr., og nokkur önnur ákvæði, er eðlilegt að þau ákvæði séu almenn og þeim fundinn staður í VI. kafla laganna (rekstur, innra eftirlit og innri endurskoðun) fremur en að hluta til í kafla um fjárfestingar eins og gert er í frumvarpinu. Í þessu sambandi þarf að líta til þess að áhættustýring lýtur að fleiri þáttum en þeim sem varða stýringu eigna. Þannig má með nokkurri einföldun flokka helstu áhættuþætti í starfsemi lífeyrissjóðs sem:

a) áhættuþætti vegna fjárfestinga,
b) áhættu vegna þróunar lífeyrisskuldbindinga og
c) áhættuþætti sem varða rekstur sjóðsins og starfsumhverfi hans.

Einstakir áhættuþættir sem falla hér undir liði a, b og c eru stórir og smáir í sniðum og varða alla starfsemi lífeyrissjóðs. Undir þá falla svo fjölmargir undiráhættuþættir, en þeir geta verið ólíkir eftir stærð, skipulagi og þjónustuframboði lífeyrissjóðs. Meðhöndlun einstakra áhættuþátta verður ekki skilin frá starfsemi einstakra einninga í rekstri sjóðsins, svo sem stjórn, framkvæmdastjóra og forstöðumanni eignastýringar. Hins vegar er mikilvægt að gætt sé æskilegrar sérhæfingar og aðskilnaðar starfa.

Mælt er með því að þess sé gætt að hlutverk og ábyrgð vegna einstakra stjórnunar-starfa/verkefna innan lífeyrissjóðs verði ekki aðskilin frá þáttum sem lúta að áhættueftirliti og stýringu einstakra áhættuþátta. Hins vegar er mikilvægt að eining sem er óháð einingum sem sinna daglegum rekstri hafi það með höndum að halda utan um rekstur áhættustefnu lífeyrissjóðs.

Því er lagt til að eftirfarandi vegvísar verði hafðir að leiðarljósi þegar reglur um áhættustýringu lífeyrissjóðs eru settar:

1. Að meginþættir í hugtakinu áhættustýring verði skilgreindir í lögum/reglugerð.
2. Að áhættustýring sé eðlilegur þáttur í hlutverki stjórnar, framkvæmdastjóra og eignastýringar.
3. Að tryggt sé að innan lífeyrissjóðs sé starfseining (eftir atvikum sérstakur áhættustjóri) sem heldur utan um rekstur áhættustefnu sjóðsins, fylgist með áhættuþáttum bæði sértækt og almennt, og miðlar upplýsingum til stjórnar, framkvæmdastjóra, eigna-stýringar og annarra hlutaðeigandi starfsmanna.
4. Að umsjónarmanni áhættustefnu (áhættustjóra) sé tryggt sjálfstæði í starfi gagnvart öðrum stjórnendum sjóðsins og hann hafi skýran rétt til að miðla upplýsingum beint til stjórnar.

5. Að greining áhættuþátta sé skilvirk, áreiðanleg og upplýsingum sé miðlað tímanlega til þeirra sem þurfa þeirra með í störfum sínum fyrir sjóðinn.
6. Að áhættustjóri komi að mótun og endurskoðun áhættustefnu.
7. Að settar verði reglur um aðkomu áhættustjóra að tilgreindum meiri háttar ákvörðunum sem eru til þess fallnar að hafa veruleg áhrif á áhættusnið sjóðsins.

Jafnframt er hvatt til þess að horft verði til leiðbeininga IOPS/OECD um góða framkvæmd áhættustýringar lífeyrissjóða (e. Good practices for pension funds' risk management systems) sem gefnar voru út í janúar 2011 (sjá viðhengi 1). Þar er m.a. að finna eftirfarandi skilgreiningu á áhættustýringarkerfum (e. Risk management systems):

- Áhættustýringarkerfi getur verið skilgreint sem ferli sem er hannað til að veita eðlilega (e. reasonable) vissu fyrir því að markmið náist varðandi: árangur, skilvirkni og álagsþol rekstrar, áreiðanleika í fjármálalegri skýrslugjöf sem og fylgni við lög og reglur.
- Ferlið er ekki einungis ein stefna eða verklag framkvæmt á tilteknum tíma heldur ætti það að felast í viðvarandi starfsemi á öllum stigum fyrirtækisins og krefjast aðkomu alls starfsfólks.
- Innra eftirlit er einn þáttur allsherjar áhættustýringarkerfis sem felur einnig í sér heildstæða sýn á yfirsýn stjórnenda, áhættuvitund, aðskilnað starfa, samskipti, ytra eftirlit o.s.frv.

Fyrirliggjandi frumvarpsákvæði um áhættustýringu virðast í mikilvægum tilvikum stangast á við það sem rétt og eðlilegt getur talist í áhættustýringu lífeyrissjóða. Sem dæmi má tiltaka að í frumvarpinu er ekki gerð aðgreining á þeim sem mæla áhættu í starfsemi sjóðsins (áhættueftirlit) og þeim sem taka áhættu með ákvörðunum fyrir sjóðinn, sbr. gr. 3.2 í leiðbeinandi tilmælum Fjármálaeftirlitsins nr. 1/2013.

Með vísan til framangreindrar umfjöllunar telja LL að texti frumvarpsins þurfi efnislegrar endurskoðunar við. LL eru reiðubúin að gera nánar grein fyrir áherslum sínum í þeim efnum og mögulegum leiðum sem ættu að vera til þess fallnar að mæta sjónarmiðum stjórnvalda og lífeyrissjóðanna eins og samtökin kynna þau í umsögn þessari.

3. Um hámarkseign í hlutafélagi (7. mgr. 6. gr. b. frv.)

Í frumvarpi því sem hér er til umsagnar er gert ráð fyrir að lífeyrissjóður megi ekki eiga meira en 15% hlut í hverju hlutafélagi, sbr. 7. mgr. 6. gr. b frumvarpsins (7. mgr. 36. gr. c). Þannig eru tekin af tvímæli um að rýmri mörk til fjárfestinga í samlagshlutafélögum verði ekki framlengd. Slík heimild var í gildi skv. ákvæði til bráðabirgða við lög nr. 129/1997, frá árinu 2009 til ársloka 2015. Með því ákvæði voru mörkin hækkuð tímabundið úr 15% í 20% í þeim tilgangi að liðka fyrir aðkomu lífeyrissjóða að fjármögnun fjárfestingarfélaga og þar með m.a. fjármögnun félaga sem styðja við nýsköpun og sprotastarfsemi, sem og fjármögnun lítilla og meðalstórra fyrirtækja.

Að mati LL eru rök til þess að þrengja ekki þessar heimildir, heldur, ef eitthvað er, að lögfesta rýmri heimildir og gera þær almennar. Það væri ráðlegt að miða við 25% í þeim efnum og láta slíkar heimildir ná til annarra félaga, þó að undanskildum þeim félögum sem eru skráð á skipulegum verðbréfamarkaði.

Rökin fyrir rýmkun heimilda eru þrenns konar:

a) Ekki þörf á að hafa þröngar heimildir

Með lögfestingu skynsemisreglunnar, sbr. 4. gr. frumvarpsins, og með hliðsjón af þeim takmörkum sem gilda um fjárfestingar í óskráðum bréfum (20% af heildareignum sjóðs), sbr. 6. gr. a. frumvarpsins (3. mgr. 36. gr. b.) og takmörkunum á mótaðilaáhættu skv. fyrirhugaðri grein 36 c. sem einnig er í 6. gr. frumvarpsins, er að mati LL ekki þörf á að takmarka heimildir lífeyrissjóða til fjárfestinga við 15% af hverju félagi.

Rétt er að benda á að stærð eignarhlutar í prósentum talið er ein og sér enginn mælikvarði á áhættu eignasafns lífeyrissjóðs. Þannig er ekki eðlismunur hvað áhættudreifingu varðar hvort eignarhlutur er 15, 20 eða 25%, enda sé eignarhluturinn í eðlilegu samhengi við heildareignasafnið. Það er því fyrst og fremst fjárhæðin en ekki prósentuhlutur sem skiptir máli út frá áhættusjónarmiðum og á því er tekið í frumvarpstexta um mótaðilaáhættu.

Ekki er tilefni fyrir löggjafann til að setja fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða skorður umfram það sem metið er nauðsynlegt til að tryggja eðlilega og nauðsynlega áhættudreifingu. Að öðrum kosti er hætt við að svigrúm sjóðanna til skilvirkrar eignastýringar verði skert um of. Slíkt er til þess fallið að takmarka æskilegt svigrúm lífeyrissjóða til ávöxtunar fjármuna sjóðfélaga.

b) Mikilvægt svigrúm til fjármögnunar nýsköpunar- og vaxtarfyrirtækja

Fyrir liggur að meginhlutverk lífeyrissjóða er ávöxtun eigna sjóðanna til útgreiðslu lífeyris. Fram hjá því verður hins vegar ekki litið að sá sparnaður sem sjóðfélagar vista í lífeyrissjóðum er mikilvæg uppspretta til fjárfestinga í þjóðfélaginu.

Á undanförnum árum hafa flest óskráð fjárfestingarverkefni lífeyrissjóða verið fjármögnun með stofnun samlagshlutafélaga, m.a. vegna þess að með því móti hafa lífeyrissjóðir sem stærstu fjárfestarnir getað átt allt að 20% hver af verkefninu. Líklegt er að mörg eða jafnvel flest innlend framtaksfjárfestingarverkefni undanfarinna ára hefðu ekki orðið að veruleika ef hámarkið hefði verið 15%.

Lífeyrissjóðir, fyrir hönd sjóðfélaga, eru stærstu eigendur fjármagns í landinu og því er líklegt að takmarkanir á getu þeirra til þess að fjármagna ný verkefni hafi neikvæð áhrif á hagvöxt og þar með lífskjör á Íslandi. Reglan um hámarkshlutdeild í félagi (eða sjóði) hefur haft sífellt meiri áhrif því lífeyrissjóðum hefur fækkað á undanförnum árum og útlit er fyrir enn frekari sameiningar lífeyrissjóða. Takmarkanir á svigrúmi lífeyrissjóða í þessum efnum þarf því að gaumgæfa vel.

Til að gefa nokkra mynd af vægi einstakra fjárfestinga í safni lífeyrissjóða er bent á eftirfarandi. Fjármögnun einstakra fjárfestinga sem kunna að teljast nokkuð stórar í íslensku samhengi (til að mynda 3 milljarðar) getur verið torveld fyrir lífeyrissjóði ef einstakir sjóðir mega einungis fjármagna tæplega 1/6 hluta (15%) sem svarar þá til um 450 milljóna. Slík fjárfesting, ef hún er vel ígrunduð, er hins vegar ekki stór hluti af eignasafni stærri lífeyrissjóðanna sem eru um 300 til 600 milljarðar af stærð. Þá má benda á að ákveðið óhagræði er af því fyrir stærri lífeyrissjóði að þurfa að takmarka einstaka fjárfestingar við hlutfallslega lága fjárhæð (m.v. eigið fé viðkomandi sjóðs) enda fylgir ávallt tiltekin undirbúningsvinna hverri fjárfestingu. Til frekari skýringar má taka dæmi um lífeyrissjóð, með eignir upp á 200 milljarða, sem fjárfestir í hámarkshlut í 7 milljarða samlagshlutafélagi. Ef hluturinn er 15% af félaginu nemur hann 1,05 ma. eða 0,53% af eignasafni viðkomandi sjóðs. Ef hluturinn er 20% af félaginu nemur hann 1,40

ma. eða 0,70% af eignasafni viðkomandi sjóðs. Hjá þremur stærstu sjóðunum eru þessu hlutföll mun lægri eða ca. á bilinu 0,2% til 0,4 % af heildareignasafni.

Ef ákvæði um 15% hámarkshlutdeild í samlagshlutafélögum verður viðvarandi leiðir það til þess að erfitt verður að fjármagna ýmis verkefni og færri verkefni/fyrirtæki/innviðafjárfestingar verða að veruleika. Jafnframt er líklegt að gerðar verði hærri arðsemiskröfur til þeirra verkefna sem þó tekst að fjármagna. Þetta gæti leitt til minni umsvifa í hagkerfinu til lengri tíma, minni hagvaxtar og þar af leiðandi lakari lífskjara.

Þátttaka margra lífeyrissjóða í samlagshlutafélögum hefur reynst mikilvægur farvegur fyrir fjárfestingar í sprotafyrirtækjum, sem og minni og meðalstórum fyrirtækjum. Einnig má ætla að samlagshlutafélagaformið geti reynst skilvirkur og hagkvæmur vettvangur fyrir félög sem eru að þroskast í þá átt að verða tæk til skráningar á markaðstorgi fjármálagerninga (FirstNorth).

Hafa ber í huga að fjárfestingarfélög eiga yfirleitt fleiri en eina eign þannig að áhættudreifing er undirliggjandi.

c) Of miklar takmarkanir valda hættu á hjarðhegðun

Við mat á hámarkshlut lífeyrissjóðs í samlagshlutafélagi er ljóst að ef hámarkið er 25% þarf a.m.k. fjóra sjóði, en ef hámarkið er 15% þarf að lágmarki sjö sjóði. Hafa ber í huga að lífeyrissjóðir eru mjög misjafnir að stærð og nálgun þeirra gagnvart einstökum fjárfestingarkostum er mismunandi. Þannig má gera ráð fyrir því að það þurfi yfirleitt fleiri sjóði að hverju verkefni en fjóra/sjö, enda sýnir reynslan að sumir sjóðir kjósa að skrifa sig ekki fyrir fullum eignarhlut miðað við hámarksheimildir. Í þessu sambandi er vert að benda á að í árslok 2014 námu eignir fimm stærstu lífeyrissjóðanna um 60% af heildareign kerfisins og eignir tíu stærstu sjóðanna námu um 81%. Alls voru heildareignir þá um 3.000 milljarðar og fjöldi sjóða 27.

Líklegt er að almenn regla um takmörkun á eignarhlut í hverju félagi við 15% auki hættu á hjarðhegðun hjá lífeyrissjóðum í tengslum við fjármögnun félaga og verkefna, eins og til að mynda innviðafjárfestinga og fjárfestinga sem styðja við nýsköpun. Slíkt er til þess fallið að auka kerfislega áhættu hagkerfisins.

Ef talið er mikilvægt að huga sérstaklega að áhættusjónarmiðum m.t.t. framangreindra marka er vel fært að mæla fyrir um það í lögum eða reglugerð að stjórn lífeyrissjóðs skuli, í fjárfestingar- og/eða áhættustefnu, taka sérstaklega afstöðu til þess með hvaða hætti hugað er að áhættudreifingu fjárfestinga í samlagshlutafélögum.

Tillaga: 7. mgr. 6. gr. b. frumvarpsins (sem verður 7. mgr. 36. gr. c.) verði:

„Lífeyrissjóði er ekki heimilt að eiga meira en 25% af hlutafé í hverju fyrirtæki eða hlutdeildarskírteinum eða hlutum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu eða einstakri deild þeirra. Þrátt fyrir þetta er lífeyrissjóði ekki heimilt að eiga meira en 15% af hlutafé félaga sem skráð eru á skipulegum verðbréfamarkaði, sbr. 2. mgr. 36. gr. b."

Verði ekki fallist á ofangreinda tillögu þykir þó mjög mikilvægt að fyrrgreint bráðabirgðaákvæði um auknar heimildir til fjárfestinga í samlagshlutafélögum verði gert varanlegt. Hér er lagt til að slík heimild verði 25% með því að bæta við 7. mgr. 6. gr. b. frumvarpsins eftirfarandi málslið.

„Þrátt fyrir þetta er lífeyrissjóði heimilt að eiga að hámarki 25% af hlutafé í samlagshlutafélögum."

4. Um afleiðusamninga (a-liður 6. tölul. 2. mgr. 5. gr. frv. og 5. mgr. 6. gr. a.)

Lagt er til að bæta inn einu orði til að taka af tvímæli um túlkun ákvæðis a. liðar 6. tölul. 2. mgr. 5. gr. frumvarpsins:

Tillaga: Orðinu „eða" verði bætt inn á eftir orðinu „grein" í a. lið 6. tölul. 2. mgr. 5. gr.:

6. *Eignaflokkur F.*
   a. Afleiður, enda sé viðmið þeirra fjárfestingarheimildir samkvæmt þessari grein ***eða*** neysluverðsvísitölur, verðbréfavísitölur, vextir eða gengi erlendra gjaldmiðla.

Jafnframt telur LL að í lokamálsgrein 6. gr. a frumvarpsins séu settar of stífar kröfur um þær afleiður sem ekki eru skráðar á skipulegum verðbréfamarkaði. Krafa um að unnt verði að selja slíka samninga samdægurs myndi torvelda mjög að sjóðir gætu gert afleiðusamninga við innlend fjármálafyrirtæki eða leiða til þess að samningarnir yrðu verulega dýrari og þannig óhagstæður valkostur í eigna- og áhættustýringu sjóða. Hafa ber í huga að skuldbindingar lífeyrissjóða koma til útgreiðslu á löngum tíma og sjóðirnir þurfa því ekki að miða við að unnt verði að selja eignir samdægurs, ólíkt verðbréfasjóðum sem eru með miklu ríkari innlausnarskyldu.

Tillaga: Felldur verði niður aftari hluti síðustu setningarinnar, þannig að hún verði á þessa leið:

„Þá skal vera unnt að reikna verðmæti slíkra samninga daglega."

5. Um fjárfestingarheimildir séreignarleiða (4. mgr. 11. gr. frv.)

Í grein 6. b í frumvarpinu er gert ráð fyrir að samanlögð eign lífeyrissjóðs í fjármálagerningum og innlánum sama viðskiptabanka eða sparisjóðs skuli vera innan við 25% af heildareignum. Ef lífeyrissjóðurinn á ekki innlán í þeim sama banka/sparisjóði, þá getur samanlögð eign fjármálagerninganna farið upp að 25% mörkunum.

Hins vegar er í 11. gr. frumvarpsins sem varðar séreignarleiðir sett 20% hámark á eign hverrar fjárfestingarleiðar í fjármálagerningum sama útgefanda.

Eðlilegt má telja að hafa sambærilegar heimildir í þessum efnum. Ekki verður séð að sérstök rök séu fyrir því að hafa þær mismunandi. Hafa ber í huga að séreignarsparnaður er valfrjáls, þar á meðal val fjárfestingarleiða, og hægt er að flytja sparnaðinn á milli vörsluaðila.

Tillaga: Prósentutalan í 4. mgr. 11. gr. frumvarpsins hækki úr 20% í 25%.

6. Um mótaðilaáhættu og tengda viðskiptavini (6. gr. b. frv.)

Í 6. gr. b í frumvarpinu (36. gr. c.) er fjallað um mótaðilaáhættu. Í 1. mgr. greinarinnar er hún eftir atvikum takmörkuð við 10% eða 5% af heildareign lífeyrissjóðs. Í því sambandi er vísað til samanlagðra eigna skv. 2. til 6. tölul. 36. gr. a.

Í 5. mgr. 6. gr. b í frumvarpinu (36. gr. c.) er að finna tillögu að efnisreglu um samlagningu mótaðilaáhættu. Í því sambandi er auk tilvísunar til samstæðna vísað til hugtaksins „hópur tengdra viðskiptavina", sbr. ákvæði í lögum um fjármálafyrirtæki. Er lífeyrissjóðum ætlað að

taka slíka aðila inn í útreikninga á mótaðilaáhættu. Hér er lögð illframkvæmanleg ef ekki óframkvæmanleg skylda á sjóðina og er því lagt til að tilvísun til „tengdra viðskiptavina" verði felld brott.

Framangreint hugtak „hópur tengdra viðskiptavina" er fyrst og fremst miðað við fjármálafyrirtæki og byggir á eðli þeirrar starfsemi sem þau stunda. Lífeyrissjóðir stunda ekki hefðbundna innlána- og útlánastarfsemi með sama hætti og til að mynda viðskiptabankar. Þeir ávaxta fjármuni sjóðfélaga, einkum með kaupum á skráðum hluta- og skuldabréfum og hlutdeildarskírteinum sjóða sem fjárfesta í slíkum bréfum. Lífeyrissjóðir hafa þannig ekki „viðskiptavini" í hefðbundnum skilningi þess orðs þegar kemur að ávöxtun fjármuna, líkt og t.d. bankar og önnur fjármálafyrirtæki gera. Þegar lífeyrissjóðir veita sjóðfélögum sínum veðlán er vissulega um hefðbundið viðskiptasamband að ræða. Eðli lánanna, fjárhæð þeirra og þær tryggingar sem liggja þeim til grundvallar eru hins vegar þess eðlis að ekki er þörf á sérstakri reglu um mat á áhættu í samhengi við „tengda viðskiptavini".

Eðlismunur er á þeim upplýsingum sem t.d. viðskiptabanki getur kallað eftir hjá sínum viðskiptavini (á grundvelli viðskiptasambands) og þeim upplýsingum sem lífeyrissjóði eru aðgengilegar vegna verðbréfa sem hann kaupir á markaði eða í viðskiptum með óskráða fjármálagerninga. Í tilviki fjármálafyrirtækisins hefur fyrirtækið eftir atvikum bein samskipti við sinn viðskiptavin sem það til að mynda lánar fjármuni. Í tilviki lífeyrissjóðs er hins vegar um að ræða viðskipti með fjármálagerninga (hlutabréf og skuldabréf) sem fara í flestum tilvikum fram án beinna samskipta við útgefandann. Fyrirliggjandi upplýsingar eru víðtækar opinberar upplýsingar um skráð verðbréf annars vegar og opinberar upplýsingar og sértækar upplýsingar sem aflað er beint þegar um óskráð verðbréf er að ræða.

Lífeyrissjóðir búa að jafnaði ekki yfir upplýsingum sem gera þeim kleift að meta hvort slík tengsl séu milli aðila að um tengda viðskiptavini sé að ræða í skilningi laga um fjármálafyrirtæki. Sjóðirnir hafa ekki nein samningsbundin eða lagaleg úrræði til að óska eftir upplýsingum af þessum toga frá útgefendum verðbréfa. Í frumvarpinu er ekki gengið út frá þeirri forsendu að upplýsingar um tengsl liggi fyrir opinberlega.

Taka má tvö dæmi til að varpa ljósi á vandann:

> a) Lífeyrissjóðir hafa fá úrræði til að afla þeirra upplýsinga sem vísað er til varðandi tengda viðskiptavini í lögum um fjármálafyrirtæki, við kaup á skráðum hlutabréfum á markaði. Upplýsingarnar munu sennilega ekki einu sinni liggja fyrir í skráningarlýsingum við útgáfu bréfanna eða í öðrum sambærilegum gögnum.
> b) Engu meiri upplýsingar liggja fyrir við kaup á skuldabréfum fjármálafyrirtækja og ekki verður séð að fjármálafyrirtækjum sé heimilt að veita upplýsingar um tengsl viðskiptavina sinna, þegar þau gefa út bréfin eða síðar á líftíma bréfanna.

Því er lagt til að ákvæðið í 5. mgr. 6. gr. b (36. gr. c) frumvarpsins verði einungis bundið við samstæður.

Tillaga: 5. mgr. 6. gr. b. verði svohljóðandi:

„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 skulu teljast einn aðili við útreikning samkvæmt þessari grein."

7. Um gildistöku (12. gr. frv.)

Óraunhæft er að miða gildistöku við 1. júlí 2016. Efni frumvarpsins leiðir til þess að lífeyrissjóður þarf að endurskoða veigamikla þætti í fjárfestingarstefnu sinni. Hentugt er að gera slíkt við reglulega endurskoðun, en samkvæmt lögum ber lífeyrissjóði að senda upplýsingar um fjárfestingarstefnu sína fyrir komandi ár til Fjármálaeftirlitsins eigi síðar en 1. desember ár hvert. Of skammur aðlögunartími kemur niður á gæðum vinnu við endurskoðun fjárfestingarstefnu.

Skv. almennum reglum ber að skila fjárfestingarstefnu fyrir árið 2017 til FME fyrir 1. desember í ár. Í ljósi þess að fumvarp þetta hefur verið rúm þrjú ár í smíðum og ekkert í efni þess kallar á tafarlaus viðbrögð lífeyrissjóða er rökrétt að miða gildistöku laganna við 1. janúar 2017. Fjárfestingarstefna þess árs myndi þá grundvallast á þeim breytingum sem gert er ráð fyrir í frumvarpinu. Forsenda þess er þó sú að reglugerð/ir ráðherra, sbr. 9. gr. frumvarpsins, um form og efni fjárfestingarstefnu annars vegar og framkvæmd áhættustýringar hins vegar, hafi verið settar og birtar fyrir 1. september 2016. Það er nauðsynlegt svo lífeyrissjóðir geti með fullnægjandi hætti unnið nauðsynlega greiningarvinnu vegna fjárfestingarstefnu, gert breytingar á tölvukerfum og aðlagað innra verklag og upplýsingagjöf til opinberra aðila að nýjum lagakröfum.

Tillaga: Lagt er til að í 12. gr. verði mælt fyrir um að gildistaka frumvarpsins miði við 1. janúar 2017 þannig að fjárfestingarstefna fyrir komandi ár verði samþykkt fyrir 1. desember 2016, enda liggi reglugerð um form og efni fjárfestingarstefnu sem og áhættustýringu fyrir eigi síðar en 1. september 2016. Að öðrum kosti skuli fresta gildistöku laganna til 1. janúar 2018, þannig að lífeyrissjóðum og opinberum eftirlitsaðilum sé ætlað nægjanlegt svigrúm til að innleiða breyttar lagareglur í starfsemi sína.

8. Um bráðabirgðaákvæði (13. gr. frv.)

Ábending: Færa má rök fyrir því að lagatextinn væri skýrari og meira í takt við skýringar í greinargerð ef ákvæði 13. gr. væri 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."*

Virðingarfyllst

f.h. Landssamtaka lífeyrissjóða

Þórey S. Þórðardóttir, framkvæmdastjóri

Hjálagt:

1. Leiðbeiningar IOPS/OECD um góða framkvæmd áhættustýringar lífeyrissjóða (Good practices for pension funds´ risk management systems, janúar 2011)

OECD/ IOPS GOOD PRACTICES FOR PENSION FUNDS' RISK MANAGEMENT SYSTEMS

JANUARY 2011

OECD/ IOPS GOOD PRACTICES FOR PENSION FUNDS' RISK MANAGEMENT SYSTEMS

Introduction

Due to the crucial role of private pension systems within the financial markets, and their increasing importance as a source of retirement income for individuals, the effective regulation and supervision of pension funds is becoming ever more important. Yet the regulation and supervision of pension funds are complex issues, not least because pensions are long-term contracts, with a wide social coverage of millions of members and beneficiaries, involving the participation of a range of different players (from pension funds and plans, to financial institutions, plan sponsors and social partners).

Pension regulations are increasingly focused on governance and risk management issues. Pension supervisory authorities around the world have also been following other financial sectors and moving towards a risk-based approach to pension supervision. This can be recognized as a structured process aimed at identifying potential critical risks facing each pension fund or plan and, through a focused review by the supervisor, assessing the pension fund's management of those risks and the pension fund's financial vulnerability to potential adverse experience.

As outlined in the Introduction to the IOPS Toolkit for Risk-based Supervision, risk-based supervision (RBS) is a structured approach which focuses on the identification of potential risks faced by pension plans or funds[1] and the assessment of the financial and operational factors in place to minimize and mitigate those risks. This process then allows the supervisory authority[2] to direct its resources towards the issues and institutions which pose the greatest threat. One of the main objectives of risk-based supervision is to ensure sound risk management at the institutional level taking into account both the quality of risk management and the accuracy of the risk assessment. Risk-based supervision allows much of the responsibility for risk management to rest with the individual pension funds themselves, while the pension supervisory authority verifies the quality of the fund's risk management processes and adapts its supervisory stance in response.

Risk management systems can be defined as the process designed to provide reasonable assurance regarding the achievement of objectives in terms of: effectiveness, efficiency and resilience of operations; reliability of financial reporting; and compliance with laws and regulations. The process does not involve

---

[1] According to the OECD's taxonomy (OECD 2005), a pension fund is a legally separated pool of assets forming an independent legal entity that is bought with the contributions to a pension plan for the exclusive purpose of financing pension plan benefits. The plan/fund members have a legal or beneficial right or some other contractual claim against the assets of the pension fund. Pension funds take the form of either a special purpose entity with legal capacity (such as a trust, foundation, or corporate entity) or a legally separated fund without legal capacity managed by a dedicated provider (pension fund Management Company) or other financial institution on behalf of the plan/fund members.

A pension plan is a legally binding contract having an explicit retirement objective (or – in order to satisfy tax-related conditions or contract provisions – the benefits cannot be paid at all or without a significant penalty unless the beneficiary is older than a legally defined retirement age). This contract may be part of a broader employment contract, it may be set forth in the plan rules or documents, or it may be required by law. In addition to having an explicit retirement objective, pension plans may offer additional benefits, such as disability, sickness, and survivors' benefits.

[2] Pension supervisory authorities referred to in the IOPS Toolkit are defined as any entity responsible in whole or in part for the supervision of pension funds, plans, schemes or arrangements in a country, or the subdivision of a country, whether invested with its own personality or not.

just one policy or procedure performed at a certain point of time but should be continually operating at all levels of the organisation, and involve all staff. Internal controls are one part of the overall risk system, which also incorporates a holistic philosophy of management oversight, risk awareness, separation of functions, communication, external controls, etc.

These good practices aim to outline the main features of risk management systems which pension funds employ.[3] They cover the role of management in the risk management process, look in more detail at investment risk, funding risk and operational risk (including outsourcing) control, and the risk management mechanisms which might be in place (including monitoring and reporting). The good practices also provide guidance for pension fund regulators and supervisors on how to check that such systems are not only in place but are operating effectively.

Scope and Coverage

Despite country-specific situations[4] and supervisory approaches, the OECD and IOPS believe that general good practices on pension funds' risk management can be identified, and will be helpful to members in the supervision of their pension systems. Although these good practices therefore serve as a benchmark reference for all countries or jurisdictions, the question of how to best apply them in practice should take into account country-specific conditions and circumstances. Where the language used in the good practices is directional (such a 'should'), it reflects existing OECD/IOPS recommendations such as already approved principles and guidelines.

These good practices are based on the analysis conducted in relation to the OECD/ IOPS Working Paper on risk management[5] and on guidance papers issued by OECD/ IOPS members. The good practices build on the IOPS '*Principles of Private Pension Supervision*' and the OECD '*Guidelines for Pension Fund Governance.*' They also draw on risk management standards in related sectors, such as the Basel Committee for Banking Supervision (BCBS) '*Framework for Internal Control Systems in Banking Organisations*', the International Association of Insurance Supervisors (IAIS) '*Insurance Core Principles and Methodology,*[6] and work of the Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors (CEIOPS).

These good practices cover the regulation and supervision of private pensions, including both occupational pensions and personal private pensions.[7] Though mainly referring to pension funds or pension plans, a range of other market participants may be involved (such as plan sponsors or financial institutions serving as external service providers). References to the pension supervisory authority are references to the institution (usually a governmental agency), which is empowered to supervise and oversee the pension

---

[3] The good practices help to complement pension system regulation on integral risk management systems which are implemented in some countries.

[4] It should be noted that the Good Practices may not be applicable in full to contract-type pension plans. The application of the standards may also need to be adapted for smaller pension funds.

[5] (IOPS Working Paper No.11/ OECD Pensions and Insurance Working Paper No.40 http://www.iopsweb.org/dataoecd/31/33/43946778.pdf)

[6] Please note that the IAIS ICPs are currently under review with final approval envisaged for 2011.

[7] In EU countries, the good practices may not apply those pension funds and pension plans that fall outside the scope of the EU Directive 2003/41/EC of the European Parliament and of the Council of 3 June 2003 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision, e.g. pensions funded via book reserves.

Though these good practices apply to private pension funds, it may also be considered good practice to apply similar standards to governmental funds.

sector. It is noted that in some countries this authority is a separate agency, while in many other countries it is integrated with the oversight of other financial activities into a single supervisory body.

Good Practice 1: Appropriate Mechanisms

1.1 Pension regulatory and supervisory authorities must be satisfied - for licensing/ registration purposes and on an on-going basis - that pension plans or funds have in place a comprehensive risk management system.

1.2 An effective risk management system is comprised of strategies, processes and reporting procedures necessary to identify, measure, monitor, assess, control and report, on a continuous and an ad hoc basis, all material risks, at an individual and an aggregated level, to which the pension fund or plan is or could be exposed, and their interdependencies.

1.3 The risk management system needs to be well integrated into the organisational structure and in the decision making process of the pension fund.

1.4 These systems should be commensurate with the nature, scale and complexity of the pension fund, reflecting the scope and degree of sophistication of its activities.

Annotations

Risk management systems need to be proportional. For example, entities with more complex business models may need more resources to carry out their functions to help the governing board with its tasks – such as a risk management, compensation, audit, or compliance committee. The governing board may alternatively, or in addition, rely on a centralized risk management function, such as a Chief Risk Officer. Whatever the structure chosen, it should reflect the nature and size of the pension fund, be established at the commencement of the pension fund and be clearly articulated.

The following may be considered as the broad categories of risks which pension funds face.[8] It should be noted that not all risks apply to each type of pension fund, and any risk management system needs to identify which risks are material to the particular pension fund in question (according to whether it is a defined benefit or defined contribution fund, offers guarantees, is funded by a plan sponsor etc.). It is also important to determine whether these risks are borne directly by the fund itself, the plan sponsor, or some other entity such as pension fund managers and administrators and also how risks affecting other parties may impact the pension fund.

- *Investment or market risk*: risk of losses due to adverse movements in interest rates and other market prices. The risk may also arise due to investment in unregulated/ unlisted products. 'Concentration' risk is also possible – i.e. risk that the pension fund's portfolio is not adequately diversified and is too exposed to one asset or issuer.

- *Counterparty default risk / credit risk*: risk of loss from the failures of a counterparty to meet its obligations.

- *Funding and solvency risk*: the risk that a pension fund does not have sufficient assets to meet its liabilities, and the risk of insolvency in the plan sponsor affecting its ability to fund the plan.

[8] The IOPS Toolkit for Risk-based Supervision contains further details.

- *Liquidity Risk:* the risk that an entity will not be able to meet its financial obligations as they fall due for lack of fungibility.

- *Asset-Liability mismatch risks:* risk arising from insufficient assets to meet liabilities, which may arise from, for example, adverse market movements having a differential effect on assets and liabilities.

- *Actuarial risk*: risk arising from inappropriate actuarial valuation methods and assumptions (e.g. mortality, longevity, disability, inflation, liquidity etc.).

- *Governance and agency risks*: risks which could otherwise be described as 'competition risk' or 'competition failure'. Issues include excessive fees, conflicts of interest, biased funding decisions, fraud misappropriation and misallocation, as well as inadequate objectives and strategies and other aspects of bad governance.

- *Operational and outsourcing risks:* the risk of losses resulting from inadequate or failed internal processes, people and systems, including IT systems, as well as the risks related to the outsourcing of business activities. Record keeping risks (such as errors in investment holdings, benefits not paid or late contributions etc.) would also be included. IT risk - a subset of operational risk - is the risk arising from inadequate information technology and processing in terms of manageability, exclusivity, integrity, infrastructure, controllability and continuity.

- *External and strategic risk:* these are the inherent risks with regard to the sensitivity of the fund to external factors (such as political risk, demographics, competition, technology, reinsurance, mergers, plan sponsor risk, political stability, natural disasters, etc.). The risk of non-payment of contributions should also be considered. Strategic risk is the risk resulting from strategic business decisions.

- *Legal and regulatory risk:* the likelihood of adverse consequences arising from the failure to comply with all relevant laws and regulations.

- *Contagion and related party/ integrity risk:* risks arising as a result of close association with another entity – the risks may be direct through financial exposure or indirect through reputation damage. Integrity or reputational risk may also arise from possible damage to an entity's reputation as a consequence of negative public perception (e.g. among clients, business partners, shareholders or the authorities).

Good Practice 2: Management Oversight and Culture

2.1 The governing board of the pension fund or plan[9] should be responsible for defining, implementing and improving the pension fund or plan's risk management system, and for establishing a highly ethical standard throughout the organisation.

2.2 The governing board of a pension fund or plan should determine and regularly review its overall risk management strategy. This process involves understanding the risks run; setting acceptable levels of risk; and outlining how these risks will be measured monitored and controlled.

2.3 In order for risk assessment to remain effective, the governing board needs to frequently evaluate and record the risks affecting the achievement of its goals and react to changing circumstances and conditions.

2.4 As well as setting up the risk management system, the governing board should check that it is working effectively on an on-going basis and that there is a process in place for modifying or adapting the strategy as required.

2.5 The risk management strategy needs to be documented, communicated to all relevant staff members and followed.

2.6 There should be a clear division of responsibilities within the organisation. Decision making, execution and checking functions should be assigned to different people and have suitable oversight. The division of responsibilities should reflect the nature and extent of the risks posed.

2.7 It is the responsibility of the governing board to develop a strong internal control culture within its organisation, a central feature of which is the establishment of systems for adequate communication of information between levels of management.

2.8 A conflicts of interest policy (including disclosure and review procedures) and a code of conduct policy for all staff should also be in place.

2.9 Policies and practices (including compensation) that may inadvertently provide incentives or temptations for inappropriate activities should be avoided.

Annotations

Management oversight and a control culture are a vital part of a functioning risk management system.

Risk management strategies cover all material risk, including operational risks. An effective risk assessment will normally seek to identify and consider internal factors (such as the complexity of the organisation's structure, the quality of personnel, organisational changes and employee turnover) as well as external factors (such as fluctuating economic conditions or technological advances) that could adversely affect the achievement of the pension fund's goals.

[9] In a two-tier board system, involving a managing board and a supervisory board, the body which is responsible for all strategic decisions (usually the managing board) is considered the governing board.

There are both measurable and non-measurable aspects of risks, and the risk management strategy needs to weigh the costs of controls against the benefits they provide. Risks will have to be evaluated to determine which are controllable and those which are not and whether the former should be accepted or managed, and how both can be mitigated.

In order to document the risk management strategy, a 'risk register' may be used, including an assessment of the implications of risks identified and solutions for managing risk including (i) removing the risk source; (ii) avoiding the risk by discontinuing the activity that gave rise to the risk; (iii) mitigating the likelihood or/and consequence of the risk; (iv) sharing or transferring the risk with other parties; and (v) retaining or increasing the risk by informed choice in order to pursue opportunities.

As the ultimate body responsible for the operation of the pension fund, the governing board would be expected to periodically discuss the effectiveness of the risk management system. This requires reporting systems and internal control that allow the governing board to receive unfiltered, accurate information.

Risk management systems will typically include an organizational chart (showing who is empowered to sign for the pension fund and who is empowered to approve decisions etc.), and internal guidelines (describing the division of tasks, responsibilities, powers). The strict separation of incompatible functions is an important way to avoid conflicts of interest.

For smaller organisations with limited numbers of staff, it may be difficult to assign clear division of responsibilities and powers. However, there is still a need for transparent mechanisms for handling conflicts of interest, particularly as smaller organizations tend to outsource key functions and may rely more heavily on key external advisors.

Instilling a risk management culture in a pension fund as a whole must come from the top, with the governing board leading by example. This ensures that risk management is truly embedded in the operations of the organisation.

An essential element of a strong risk management system is the recognition by all employees of the need to carry out their responsibilities effectively and to promptly communicate to the correct level of management any problems in operations, instances of non-compliance with the code of conduct, or other policy violations or illegal actions that are noticed. In cases of non-compliance, policy violations or illegal actions which are materially significant to the plan, there may be the need to whistle blow this to the pension supervisory authority.

Competent employees may be secured by appropriate recruitment, ongoing training, setting motivational targets, incentive driven career paths etc. Individual mobility and transfer of responsibility at all levels may guard against problems which can arise out of routine/ habit.

Conflicts may arise e.g. whenever the decisions of a governing board concerning the pension fund are, or may be perceived to be, affected by a separate personal interest or a duty owed to another party, rather than that of the pension plan/ fund members and beneficiaries.

A policy for handling conflicts of interest would normally include the following three stages: ***identification*** (i.e. understanding – via training if necessary – of what could constitute a conflict and notification of any outstanding); ***monitoring*** (via an up-to-date register of interests –e.g. financial interests and other appointments, role of third parties and fees paid – and recording how they are managed via minutes of meetings); ***managing*** (according to the nature of scale of the conflict).

Some conflicts may be managed – such as by outlining prohibited transactions, restricting outside personal appointments, using subcommittees, appointing an independent chair, conflicted members

abstaining from debates or votes, disclosure. Others may be so acute that they are best avoided entirely – for example through the resignation of the conflicted member and appointment of an independent governing board member, or require further legal advice.

The internal code of conduct for the staff of the entity would generally include broad principles of conduct among them: integrity, objectivity, accountability, openness, etc. Such codes normally cover subjects such as ethical behaviour, declaration of gifts, complaints procedures, use of confidential information, etc.

Policies and practices that may inadvertently provide incentives or temptations for inappropriate activities include undue emphasis on performance targets or other operational results, particularly short-term ones that ignore longer-term risks; compensation schemes that overly depend on short-term performance; ineffective segregation of duties or other controls that could allow the misuse of resources or concealment of poor performance; and insignificant or overly onerous penalties for improper behaviour.

Appropriate compensation can provide the right incentives for good performance. A compensation committee may optimize the process of evaluating the compensation of those responsible for the operation and oversight of the pension fund, such as asset managers, custodians, actuaries, as well as the members of the governing board. The compensation of sales forces of pension plan providers may warrant particularly close scrutiny.

Good Practice 3:Funding and Solvency Risk Control

3.1 Pension funds that offer defined benefits or guarantees need to maintain an appropriate level of assets to meet the liabilities corresponding to the financial commitments or obligations which arise out of the pension arrangement. [10] Such pension funds should be required to establish a funding and solvency policy.

3.2 The funding and solvency policy should be consistent with legal provisions (funding and benefit security regulations), setting out the mechanisms for monitoring the funding level and identifying the main funding and solvency risks to be monitored and disclosed to relevant parties.

3.3 At a minimum, the policy would normally also set out the valuation methods for calculating the funding level (the ratio of assets to liabilities), the target funding level, the amortisation or recovery period for meeting situations of underfunding, if allowed for a limited period of time, and the means through which funding gaps will be closed, and the procedures to be followed to address a situation of overfunding, both on an ongoing basis and if the pension plan is terminated or the pension fund liquidated.

3.4 This policy also needs to establish a procedure to collect late contributions from the sponsoring employer or/and pension plan/ fund members, including judicial procedures where relevant.

3.5. The funding and solvency policy should be reviewed regularly by the governing board, and at least every three years.

[10] See *OECD Guidelines on Funding and Benefit Security in Occupational Pension Plans* for further details http://www.oecd.org/dataoecd/3/22/38547978.pdf

Annotations

When laying out its funding and solvency policy, the governing board may need to consider the following issues:

- the nature of the benefit promise, and in particular, the extent to which accrued and future benefits, retirement ages and other plan parameters affecting pension benefits may be altered;
- the sources of financing for the pension fund, including an assessment of the financial strength of the plan sponsor, where relevant;
- the extent to which the fund itself – or its managing entity - is responsible for any guarantees;
- the presence of external forms of solvency and benefit protection, such as insolvency guaranty arrangements which protect benefits against the bankruptcy of the pension fund, its managing entity or the plan sponsor.

A key component of this policy is the procedure to be followed in case of underfunding, if underfunding is allowed for a limited period of time. There may be different mechanisms permitted for correcting underfunding, such as the payment of a lump sum or contingent financial commitments by the plan sponsor, an increase in future contributions by the sponsor or/and plan / fund members, and adjustments in future benefit accruals and other benefit parameters such as the retirement age.

When monitoring the funding level of the pension fund, the governing board will normally rely on the advice of an actuary. Such monitoring would normally include a spot check on the current funding level (as required by the legal provisions), but also stochastic and scenario or stress-testing to assess the pension fund's resilience to withstand major shocks in the future (including mortality and longevity risk). An actuarial study need to be performed regularly and will normally be subject to an external audit.

Good Practice 4: Investment / Market Risk Control

4.1 Investment risk is a major challenge for any pension fund and therefore should be a key element of their risk management systems. Appropriate mechanisms are therefore required for controlling investment risk.

4.2 An investment policy is a key mechanism for identifying and managing investment risk. Pension funds should have a written policy in place, covering at a minimum strategic asset allocation, performance objectives, any broad decisions regarding tactical asset allocation, and trade execution. The use of external managers and establishing mechanisms for monitoring the costs of their services.[11] A socially responsible investment policy may also be added to the overall investment strategy, outlining how the pension fund intends to consider environmental, social and governance risks.

4.3 Pension funds need to have a clear understanding of the overall investment strategy that they have in place directly and /or through appointed investment managers and of the risks in this strategy. The

[11] See *OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management* for further details

written investment policy should be set up and reviewed regularly by the governing board, and at least annually.

4.4 Given the specific nature and complexity of some financial instruments (in particular, derivatives and alternative investments such as hedge funds and private equity), the investment policy and if necessary other relevant information should specifically address how the underlying risks of these instruments will be monitored, evaluated and managed.

Annotations

The key way to manage investment risk is through the pension fund's investment policy – which needs to be consistent with legal provisions (prudent person and quantitative limits) and the objectives of the pension fund (i.e. with the characteristics of the liabilities, maturity of obligations, liquidity needs, risk tolerance etc,).

A comprehensive investment policy would normally contain the following elements:

- Investment objectives
- Asset allocation
- Diversification
- Liquidity need
- Foreign exchange exposure / covering
- Valuation methodology
- Use and monitoring of derivatives
- Asset Liability Matching targets (where appropriate)
- Performance measurement, monitoring and benchmarking
- Control procedures, including risk tolerances / risk monitoring procedures
- Reporting format and frequency
- Investment in alternative assets
- Leverage[12] of fund (where appropriate)

The investment policy for pension plans in which members make investment choices should ensure that an appropriate array of investment options, including a default option, is provided for members and that members have access to the information necessary to make investment decisions, and the investment policy should classify the investment options according to the investment risk that members bear.

[12] i.e. the level of borrowing

Investment in certain asset classes calls for special risk controls. For instance, alternative investments require an assessment of the extent to which they fit with the pension fund's overall strategy, diversification objective and risk profile. Pension funds or plans need to have a clear understanding of the risk characteristics of any alternative investments including derivatives and of how they contribute to the overall risk of the pension fund (which require regular checking). They need to have confidence in the asset managers of investment funds they invest in, and pay particular attention to reports and valuations from fund of funds. Contract terms (lock up periods etc.) also require checking, and particular attention given to valuation policies of unlisted assets during volatile market conditions. Consideration also needs to be given to liquidity management in relation to infrastructure or other private asset investments.

External investment managers need to provide timely and sufficient information to pension funds so that the pension fund can properly monitor, manage and control the risks of these investments individually and as part of the complete portfolio.

A key driver of the asset strategy adopted by a pension fund offering defined benefits or guarantees will be its liabilities profile, and the need to ensure that it holds sufficient assets of appropriate nature, term and liquidity to enable it to meet those liabilities as they become due. Detailed analysis and management of this asset/ liability relationship will therefore be a pre-requisite to the development and review of investment policies and procedures which seek to ensure that the pension fund adequately manages the investment-related risks to its solvency. The analysis will involve, inter alia, the testing of the resilience of the asset portfolio to a range of market scenarios and investment conditions, and the impact on the pension funds' solvency position.

Given the investment strategies of DC plans may involve specific risks, specific internal controls may be required. For example, as many members invest in the plan's default fund, this would need to be reviewed carefully.

Good Practice 5: Operational and Outsourcing Risk Control

5.1 An operational risk management system should be drawn up, identifying a set of procedures, which include procedures to define, identify, assess, monitor and control operational risk. This will cover IT risks and include a business continuity plan.

5.2 The pension fund needs to develop a written policy regarding outsourcing which should be approved by the governing board. The policy needs to be regularly assessed and updated with any necessary changes implemented.

5.3 Where an outsourcing agreement has been entered into, although the business activity or function is delegated, the governing board of the pension fund remains accountable for the outsourced business activity.

5.4 To manage the risk of outsourcing activities, the governing board of the pension fund needs to check that their service providers have set up appropriate control systems before appointing them. This will be part of the due diligence and tender process which precedes signing a written outsourcing agreement.

5.5 Service providers need to be monitored on an on-going basis, with the outsourcing agreement containing clear service requirements and details of how, and how frequently, these will be measured. The

governing board of the pension fund may require access to information and the premise of the service provider (themselves or via an audit) to check that the conditions of their agreement are being met.

5.6 Conditions for how the agreement can be terminated, and continuity/ hand-over provisions also need to be laid out.

Annotations

Operational risk is the risk resulting from inadequate or failed internal processes, people and systems or from external events. Such risks include administrative errors (for example arising from the wrongful assignment of contributions), IT errors or failures (leading to data loss or trading mistakes), as well as the more serious risk of fraud and external risks such as contagion from related parties facing financial difficulties, political instability, natural disasters (such as damage to buildings due to fire, floods or earthquakes) and crime (burglary or theft of pension fund property).

Models which attempt to quantify the level of future operational risk could be developed. Quantification can be used to assess the efficiency of the pension fund in controlling risks and/or in providing an estimation of the capital required to absorb potential losses from operational risk events. The effectiveness of the operational risk management quantification could be measured through stress tests or by a back testing of the model's outputs in a reasonable time horizon.

With all types of financial services now highly dependent on technology, internal controls are needed to verify the security of the IT systems. IT risks include risks of error, fraud, negligence, and chance mishaps (such as system crashes), the concentration of data, which can weaken the security of information and the use of complex applications which can result in the repetition of problems. Controls are needed to ensure the physical and logistical security of data, including the protection of files and software. The information processes, operational software systems, and accounting and financial reporting systems should be regularly reviewed. Contingency plans using an alternate off-site facility, including the recovery of critical systems supported by an external service provider, are also required.

Controls over information systems and technology would normally include both general and application controls. General controls are controls over computer systems (for example, mainframe, client/server, and end-user workstations) and ensure their continued, proper operation. Application controls are computerised steps within software applications and other manual procedures that control the processing of transactions and business activities, including, for example, edit checks and specific logical access controls unique to a business system. Necessary protection measures will include: IT security requirements (data protection, firewalls); data backup; system recovery; password controls (including a password policy addressing password strength and complexity etc.). Monitoring and incident management controls are also essential.

In addition to the risks and controls above, inherent risks exist that are associated with the loss or extended disruption of services caused by factors beyond the organisation's control – hence the need for contingency plans. Business resumption plans must be periodically tested to ensure the plan's functionality in the event of an unexpected disaster.

The risk from pension funds outsourcing activities needs particular attention. The quality of the internal control systems of pension fund service providers may pose a threat to the pension funds or plans and thus the interests of plan / fund members and beneficiaries. The oversight of these service providers

should therefore be part of the pension fund's own risk management system.[13] Providers should be aware that they are accountable to the pension fund's governing board for advice given.

An outsourcing agreement is an arrangement between the governing board of a pension fund and a service provider for the performance of a business activity of the pension fund. A material business activity is one which has the potential, if disrupted or poorly performed, to affect members' or beneficiaries' interests, or to have a significant impact on the business operations, reputation, rate of return, profitability or net assets of a pension fund. The outsourcing policy would normally contain considerations of the impact of outsourcing on its business and the reporting and monitoring arrangements to be implemented once outsourcing is undertaken. When considering whether to outsource an activity, the pension fund's governing board would normally assess whether the business activity is material, the cost of the outsourcing arrangement, and the degree of difficult (including time taken) to find an alternative service provider or to bring the service in-house.

Due diligence for the evaluation and selection of a service provider involves at a minimum assessing the financial and technical abilities, system and capabilities of the service provider to deliver the required services and an assessment of the service provider's internal control system – including performance standards, policies, procedures, compliance, reporting and monitoring processes. A tender process could be considered as a good practice component of the due diligence process. All due diligence should be suitably documented.

Signed, written outsourcing agreements will include details of any default arrangements, a dispute resolution process, liability and indemnity provisions, confidentiality requirements, and details of pricing and fee structures.

Audit, monitoring and assessment procedures - specifying service levels and performance requirements – need to be clearly laid out. The frequency of reporting against targets should reflect the level of risk to the fund in event of the failure of the service provider to perform at a certain level. The agreement needs to provide the governing board of the pension fund and the pension supervisory authority (where appropriate)[14] with access to information, including access to the service providers' premises, and the right of the governing board or pension supervisory authority to require an audit. Service providers may not charge a fee for such information or access.

Termination provisions need to be transparent and clear to all parties, and business continuity planning included.

Good Practice 6: Control and Monitoring Mechanisms

6.1 Control mechanisms – both internal and external - operate at every level and are an integral part of daily activities, at the top management level, as well as within each department. They normally comprise of physical controls and checking for compliance with exposure limits, as well as processes for verification and reconciliation etc.

[13] Information on management of outsourcing risk drawn from Australian Prudential Regulation Authority guidance, as well as CEIOPS and BCBS good practices.

[14] Alternatively the pension supervisory authority should have mechanisms in place to liaise with the appropriate financial sector oversight body.

6.2 Monitoring needs to be part of daily activities but also include separate periodic evaluations of the overall internal control process, with the frequency of monitoring different activities determined by the risks involved and the frequency and nature of changes occurring in the operating environment.

6.3 Adequate monitoring systems should be in place. Risk management systems need to ensure that transactions have been carried out by the persons assigned, in ways authorized by the governing board (delegation of signatures, division of tasks and control procedures etc.). Decision making (or authorizing decisions), protection of assets, accounting and control need to be assigned to different staff members.

6.4 Key elements of the risk management and monitoring system are the internal audit and compliance functions – the nature and scope of which should be appropriate to the operations of the pension fund. These functions report directly to the governing board and they should not conflict with other obligations. Those responsible for internal audit and compliance require access to records and the ability to communicate freely to carry out their role effectively.

6.5 Performance measurement and compensation mechanisms should be part of risk management systems. The performance of the persons and entities involved in the operation and oversight of the pension fund should be assessed regularly, particularly where the governing board of the pension fund or plan is also a commercial institution.

6.6. In addition to – and working with – the internal control mechanisms, independent external parties should be appointed as part of the risk management of a pension system. Third parties such as external auditors, actuaries and custodians should be independent and have 'whistle blowing' responsibilities.[15]

Annotations

Monitoring evaluations can be done by personnel from several different areas, including the business function itself, financial control and internal audit. Separate evaluations of the internal control system often take the form of self-assessments when persons responsible for a particular function determine the effectiveness of controls for their activities. The documentation and the results of the evaluations are then reviewed by senior management. All levels of review need to be adequately documented and reported on a timely basis to the appropriate level of management – with the governing board having ultimate oversight. Monitoring mechanisms will include senior management clarifying which personnel are responsible for which monitoring functions.

The internal auditing function within a pension fund should cover the effectiveness of operations, the reliability of financial reporting, deterring and investigating fraud, safeguarding assets, and compliance with laws and regulations.

Performance of the compliance function may be delegated by internal audit to a separate area, depending on the size and complexity of the pension fund, among other factors. The compliance function advises management on compliance with laws and regulations and may also produce assessments of the possible impact of any significant changes in the legal environment on the operations of the undertaking concerning the identification and assessment of compliance risk. The compliance function, along with the internal audit must have unrestricted access to all departments and information; be suitably independent (reporting to the governing board); have sufficient weight and resources to carry out its task. In terms of

[15] See also OECD '*Guidelines for Pension Fund Governance*'.

good practice, the reports of the compliance function and internal audit will be issued directly to the governing board of the pension fund or plan or its audit committee, thereby providing unbiased information about operational activities. Due to the important nature of their tasks, the compliance function and internal audit must be staffed with competent, well trained individuals who have a clear understanding of their role and responsibilities. Responsibilities of the internal audit include ensuring compliance with all applicable policies and procedures and reviewing whether the pension fund's policies, practices and controls remain sufficient and appropriate.

Further independence of the internal audit function can be reinforced by the governing board of the pension fund or plan having such matters as the compensation or budgeted resources of the internal audit determined by the governing board or the highest levels of management rather than by managers who are affected by the work of the internal auditors.

Mechanisms are needed to assess regularly the performance of the pension fund's internal staff, as well as external service providers (e.g. those providing consultancy, actuarial analysis, asset management, custody another services). Objective performance measures should be established for all the persons and entities involved in the administration of the pension fund (e.g. appropriate benchmarks should be established for external asset managers). Performance needs to be regularly evaluated against the performance measures and results should be reported to the relevant decision maker, and, where appropriate, to the supervisory board,[16] the pension supervisory authority, and the pension plan/ fund members and beneficiaries. The benchmarks need to be reviewed regularly also to ensure their consistency with the pension fund objectives (e.g. the investment strategy).

Internal controls need to be revised to appropriately address any new or previously uncontrolled risks (e.g. from financial innovation, such as new asset allocation strategies and alternative investments).

External control mechanisms include:

- Reports from the supervisory board[17]
- Use of separate custodian
- Actuarial reports
- External Audit

External auditors can have an important impact on the quality of risk management through their audit activities. They may have responsibility for assessing the management of funding risk, for example through checking actuarial assumptions used by the pension fund to estimate their liabilities. External auditors can influence risk management systems in various ways, including through discussions with e.g. management and recommendations for improvement, which provide important feedback on the effectiveness of the internal control system. External auditors may have to obtain an understanding of the internal control system in order to assess the extent to which they can rely on the system in determining the nature, timing and scope of their own audit procedures.

Though the nature and extent of the external audit will vary by country, it is generally expected that material weaknesses identified by the auditors would be reported to the governing board in confidential letters and, in many countries, to the pension supervisory authority, and that external auditors may be

[16] Applicable where a two-tier board system, involving a managing board and a supervisory board, is in place.

[17] Applicable where a two-tier board system, involving a managing board and a supervisory board, is in place.

subject to special supervisory requirements that specify the way that they evaluate and report on internal controls.

Good Practice 7: Information, Reporting and Communication

7.1 Adequate and comprehensive channels for the reporting and communication of internal data, external information (e.g. from service providers and to pension supervisory authorities) and external market information (in particular to plan /fund members)[18] should be established, with all information required to be reliable, timely, accessible and consistent. A policy should also be in place to ensure that confidential information is treated appropriately.

7.2 Efficient reporting is an important part of any risk management system. Information needs to be released to the relevant parties in an understandable format, and with due frequency. Separate records should be kept for each pension fund or account.

7.3 Effective channels of communication are required so that everyone understands their responsibilities and to make sure that relevant information is reaching the appropriate personnel. Communication lines should encourage adverse reporting (whistle blowing) – particularly when flowing upwards.

7.4 Internal control deficiencies, or ineffectively controlled risks, should be reported to the appropriate person(s) as soon as they are identified, with serious matters reported to the governing board.

Annotations

Effective information flows are vital for risk management systems to operate properly. Information is enhanced by effective communication. The organisational structure needs to facilitate an adequate flow of information - upward, downward and across the organisation. A structure that facilitates this flow ensures that information flows upward so that the governing board is aware of the business risks and the operating performance.

Information flowing down through an organisation ensures that objectives, strategies, and expectations, as well as its established policies and procedures, are communicated to lower level management and operations personnel. Communication across the organisation is necessary to ensure that information that one division or department knows can be shared with other affected divisions or departments.

Appropriate reporting mechanisms also need to be in place for receiving information from external service providers.

Appropriate reporting mechanisms to the pension supervisory authority are also required (reporting activities on an on-going, regular basis, not only performance numbers). Such reporting should include notifying the pension supervisory authority, in a timely manner, prior to the outsourcing of critical or important functions as well as of any subsequent material developments with respect to those activities (e.g. a change in service provider, a major problem with the performance of a service provider etc.).

[18] See *OECD Guidelines for the Protection of Rights of Members and Beneficiaries in Occupational Pension Plans* *http://www.oecd.org/dataoecd/16/33/34018295.pdf*

Once reported, it is important that the governing board corrects deficiencies on a timely basis. The internal auditors need to conduct follow-up reviews or other appropriate forms of monitoring, and immediately inform the governing board of any uncorrected deficiencies. In order to ensure that all deficiencies are addressed in a timely manner, the governing board is responsible for establishing a system to track internal control weaknesses and actions taken to rectify them.

Minimum standards regarding the use of confidential information would include requirements on how to control the information – such as 'Chinese Wall' policies (i.e. documents control, restricted lists, etc.).

Good Practice 8: Supervisory Oversight of Pension Funds' Risk Management Systems

8.1 The pension regulatory or supervisory authority should have the power to evaluate the directors and governing boards of pension funds or plans, and to determine that appropriate corporate governance, risk management and internal controls and a code of conduct will be in place (appropriate meaning reflecting the scope and degree of sophistication of the proposed activities of the applicant).[19]

8.2 Pension supervisory authorities can indicate the type of risk management systems they expect pension funds or plans to have in place either through regulatory requirements and /or through issuing guidance (or even, where appropriate, by providing training).

8.3 An evaluation of a pension fund or plan's risk management system should be central to on-going supervisory assessment as well as part of any licensing or registration criteria. The supervision of risk management systems should be proportional to the nature, scale and complexity of the pension fund.

8.4 In those instances where supervisors determine that the risk management system is not adequate or effective for the organisation's specific risk profile, they should take appropriate action. This would involve communicating their concerns to the governing board and monitoring what action is taken to improve risk management.

8.5 Pension fund supervisory authorities should aim to adopt a risk-based approach in their supervision of risk management systems.[20]

8.6 If the regulation provides pension supervisory authorities should where possible directly monitor the risk management systems of the service providers which perform important outsourced functions for pension funds, such as investment management. Pension funds should therefore notify the pension supervisory authority if they are considering outsourcing any major functions, and to which parties. If the pension supervisory authority's jurisdiction of powers does not extended to the industries of which the service providers are part, they should oversee these systems indirectly, i.e. via ensuring the pension funds themselves are fulfilling their responsibilities in this regard, and through liaising with their appropriate supervisory counterpart, via MOUs, regular industry updates etc.

8.7 Supervisory reviews should where possible include the right to directly address to and request information from a pension fund's service providers (via prescribed conditions in the contract between the pension fund and the service provider). Alternatively, the pension supervisory authority should have mechanisms in place for liaising with other financial service authorities in order to do so.

---

[19] See *OECD/ IOPS Guidelines on the Licensing of Pension Entities*
http://www.oecd.org/dataoecd/7/34/40434531.pdf

[20] See *IOPS Principles of Private Pension Supervision*
http://www.iopsweb.org/dataoecd/59/7/40329249.pdf?contentId=40329250

8.8 The pension supervisory authority should ensure that outsourcing decisions are made on a rational and arm's-length basis, ensuring that outsourcing is done via competitive tendering rather than on a relationship basis.

8.9 When assessing a pension fund which already has outsourcing agreements in place, the pension supervisory authority should consider whether the governing board is aware of any shortfall in existing arrangements vs. good practices or supervisory guidance, what steps the pension fund has taken to ensure that arrangements meet such standards, and whether the risks arising as a result of entering into an outsourcing agreement are appropriately covered in the fund's risk management strategy.

Annotations

It is important that supervisors not only assess the effectiveness of the overall system of risk management systems as part of their on-going oversight, but also evaluate the controls over high-risk areas.

Some pension supervisory authorities may use a self-assessment process, in which the pension fund's management reviews the risk management system and certifies to the supervisor that its controls are adequate. Such certifications could be used as part of a licensing/ registration process. The pension supervisory authority would then check whether the self-assessment of the managing board is accurate as part of their on-going oversight.

For on-going supervision, if the pension supervisory authority is satisfied with the quality of the internal audit department's work, the reports of internal auditors can be used as a primary mechanism for identifying control problems, or for identifying areas of potential risk that the auditors have not recently reviewed.

Other pension supervisory authorities may require periodic external audits of key areas where the supervisor defines the scope.

Pension supervisory authorities may combine one or more of the above techniques with their own on-site reviews of internal controls.

During an on-site review, supervisors may ask for 'dummy trades' to be executed on the systems to see how they operate. The less sure the supervisor is of the reliability of the risk management system, the more tests and investigation will need to be carried out.

Pension fund supervisors, in evaluating risk management systems, may choose to direct special attention to activities or situations that historically have been associated with internal control breakdowns leading to substantial losses. Certain changes in the environment should be the subject of special consideration to see whether accompanying revisions are needed in the risk management system – such as a changed operating environment; new personnel; new or revamped information systems; new technology etc. The pension supervisory authority could, where appropriate, draw aspects of certain emerging trends to the attention of pension funds or plans.

As part of its ongoing oversight, supervisors can evaluate the work of the internal audit department through review of its work papers, including the methodology used to identify, measure, monitor and control risk. The less the pension supervisory authority can rely on the internal (or external) audit, the more in-depth its own investigation will have to be.

Supervisors will take note of the external auditors' observations and recommendations regarding the effectiveness of internal controls (both during licensing/ registration and on-going supervision) and determine that management and the board of directors have satisfactorily addressed the concerns and recommendations expressed by the external auditors. The level and nature of control problems found by auditors will be factored into supervisors' evaluation of the effectiveness of the internal controls. In some jurisdictions, if the pension supervisory authority does not have expertise in particular areas to conduct in-depth analysis of the internal control of the governing board, it may engage the services of independent, external experts. The skills of the external experts may strengthen the capabilities of pension supervisory authorities.

Discussions of the risk management system will likely form part of the supervisor's frequent contact and enhanced engagement with the management of a pension fund during off-site analysis. Likewise, physical, on-site inspections should include an assessment of a pension fund's risk management architecture, and indeed may be the only way to confirm the quality of the control systems.

A full assessment of a risk management system will require several stages. First the supervisor needs to understand the system which is in place (via studying manuals, internal audit reports etc.). The supervisor will then need to establish whether the systems actually exist in practice. This could be done via a questionnaire sent to key operational staff (asking for specific details on how certain checks are undertaken, for example). Supervisors are in effect acting as 'super external auditors' – with additional scope and powers to their investigations of normal internal and external checks. For example, their investigation may be universal, seeking to establish and overall picture of the risk management architecture, where as an internal operational audit may only focus on one division. Also the conclusions of the supervisor will be directed to the board, and any recommendations will be binding.

When evaluating the management and internal control system of a pension fund or plan (either for licensing purposes or as part of ongoing oversight), the pension supervisory authority may undertake the following:[21]

- a review of the minutes of the meeting of the governing board of the pension fund, and detailed examination of the auditor's and actuary's reports;
- an evaluation of the management's capacity to run the fund, their efficiency, and their ability to acknowledge and correct their management mistakes (especially after management changes);
- an audit of selected internal procedures and risk control systems, (including internal audit, reporting, monitoring and IT systems), in order to assess the relevance and robustness of these internal controls and the fund's approach to risk management;
- an examination of the accounting procedures in order to know whether the financial and statistical information periodically sent to the pension supervisory authority is reliable or not, and in compliance with the regulations;
- an examination of the governance structure and governance mechanisms of the pension fund (including the segregation between operational and oversight responsibilities);
- pension fund's oversight of outsourced service providers.

[21] See IOPS Guidelines for *Supervisory Assessment* for further details

In some jurisdictions the pension supervisory authority licenses the service providers directly. Outsourcing of critical or important functions by pension funds should not be undertaken in such a way as to lead to the impairment of the ability of pension supervisory authorities to monitor the compliance of the pension fund with its obligations.

While the pension supervisory authority does not need to approve outsourcing agreements - prior notification of these agreements and material changes in them provides the authority with an opportunity to raise concerns and discuss.

SAMTÖKFJÁRMÁLAFYRIRTÆKJA
Icelandic Financial Services Association

25. maí 2016

Nefndarsvið Alþingis

Alþingi við Austurvöll

Varðar : Frumvarp til laga um breytingu á lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða (fjárfestingarheimildir), mál 631 á 145. löggjafarþingi

Vísað er til fundar með efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis, þann 20.maí sl. þar sem Samtök fjármálafyrirtækja (SFF) kynntu umsögn sína um frumvarpið fyrir nefndinni.

Á fundinum kom fram ósk frá nefndinni að SFF kæmi með hugmyndir um hvernig mætti útfæra nánar þá tillögu SFF að heimildir lífeyrirssjóða til fjárfestinga í hlutdeildarskírteinum eða hlutum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu væru rýmkaðar frá því sem lagt er til í frumvarpinu en þar er sett 15% hámark á eignarhlut í slíkum félögum.

Tilllaga SFF byggir á því að svo þröng mörk gætu torveldað lífeyrissjóðum aðkomu að ýmsum fjárfestingarverkefnum. Landssamtök lífeyrissjóða koma með sömu athugasemd í sinni umsögn um frumvarpið. Þau leggja til breytingu á 7. mgr. b. liðar 6. gr. frumvarpins sem er svofelld :

„Lıfeyrissjóði er ekki heimilt að eiga meira en 25% af hlutafé í hverju fyrirtæki eða hlutdeildarskírteinum eða hlutum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu eða einstakri deild þeirra. Þrátt fyrir þetta er lífeyrissjóði ekki heimilt að eiga meira en 15% af hlutafé félaga sem eru skráð á skipulegum verðbréfamarkaði, sbr. 2. mgr. 36. gr. b“.

Samtök fjármálafyrirtækja telja að þessi tillaga sé ásættanleg lausn til að koma til móts við þessi sjónarmið, en minna jafnframt á þá ábendingu sína að þessi mörk ættu ef til vill að vera enn hærri eða á bilinu 25% - 50%.

Virðingarfyllst,

fyrir hönd Samtaka fjármálafyrirtækja

SAMTÖKFJÁRMÁLAFYRIRTÆKJA
Icelandic Financial Services Association

Reykjavík, 21. september 2016

Efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis
Alþingi við Austurvöll

Varðar: Mál 631, breyting á lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129/1997 (fjárfestingarheimildir).

Vísað er annars vegar til umsagnar Samtaka fjármálafyrirtækja um málið sem send var efnahags- og viðskiptanefnd í maímánuði síðastliðnum og hins vegar til álits nefndarinnar sem liggur fyrir á vef Alþingis. Sérstaklega vekur athygli og áhyggjur hjá fjármálafyrirtækjum það sem lagt er til varðandi heimildir lífeyrissjóða til að fjárfesta í sértryggðum skuldabréfum[1] sem gefin eru út af fjármálafyrirtækjum. Í áliti nefndarinnar kemur fram:

> **„Sértryggð skuldabréf.**
> Í c-lið 2. tölul. 2. efnismgr. 5. gr. og 2. mgr. b-liðar 6. gr. (36. gr. c) frumvarpsins eru ákvæði sem greiða fyrir fjárfestingum lífeyrissjóða í sértryggðum skuldabréfum.
> Við slit á fjármálafyrirtæki mundu kröfur samkvæmt sértryggðum skuldabréfum njóta forgangs umfram innstæðukröfur. Mikil útgáfa banka og sparisjóða á sértryggðum skuldabréfum grefur því undan vernd innstæðna. Forgangur innstæðna var veigamikill þáttur í því að vel tókst til við uppgjör á slitabúum gömlu bankanna sem féllu haustið 2008. Það uppgjör hefði verið til muna erfiðara hefði verulegur hluti krafna á hendur bönkunum notið forgangs umfram innstæður. Með sama hætti gæti orðið erfiðara að takast á við síðari áföll í fjármálageiranum hafi bankar og sparisjóðir gefið út umtalsvert magn sértryggðra skuldabréfa sem njóta forgangs umfram innstæður.
> Af þessum sökum telur nefndin óheppilegt að ýta undir útgáfu banka og sparisjóða á sértryggðum skuldabréfum með því að greiða sérstaklega fyrir fjárfestingum lífeyrissjóða í þeim. Nefndin leggur því til að felldur verði brott c-liður 2. tölul. 2. efnismgr. 5. gr. og 2. mgr. b-liðar 6. gr. (36. gr. c) frumvarpsins. Í því felst ekki að lífeyrissjóðum verði óheimilt að fjárfesta í sértryggðum skuldabréfum en um fjárfestingarnar fer þá sem um fjárfestingar í öðrum skuldabréfum fjármálafyrirtækja, sbr. einkum a-lið 3. tölul. 2. efnismgr. 5. gr. frumvarpsins.“

Efnislega felur tillaga nefndarinnar í sér að áform um rýmka heimildir fjármálafyrirtækja til að gefa út sértryggð skuldabréf eru dregin til baka þrátt fyrir að aðstæður á fjármagnsmarkaði kalli á að heimildir lífeyrissjóða séu auknar, eins og fallist var á við gerð frumvarpsins.

Sértryggð skuldabréf útgefin af fjármálafyrirtækjum í nágrannalöndum eru vaxandi þáttur í fjármögnun fjármálafyrirtækja, ekki síst í þeim tilgangi að fjármagna húsnæðislán. Svo er einnig hér á landi. Sértryggð skuldabréf gera fjármálafyrirtækjum kleift að nálgast fjármagnskjör á langtímafjármagni eins og gildir um ríkisstryggð skuldabréf til hagsbóta fyrir lántakendur á fasteignamarkaði. Sértryggð skuldabréf draga einnig úr lausafjár- og vaxtaáhættu í rekstri fjármálafyrirtækja með því að para saman útlán og fjámögnun þeirra. **Með þeirri breytingu sem verið er að leggja til í áliti nefndarinnar er verið**

[1] Sértryggð skuldabréf (covered bonds) eru skuldabréf eða önnur einhliða, óskilyrt, skrifleg skuldarviðurkenning sem nýtur sérstaks fullnusturéttar í tryggingasafni útgefanda.Efnislega má segja að sértryggð skuldabréf séu tryggð með veði í sérstöku eignasafni auk ábyrgðar útgefanda.

hefta möguleika lífeyrissjóða til fjárfestinga í hágæðaskuldabréfum, þrengja aðgengi lántakenda á fasteignamarkaði að hagstæðum lánum og takmarka svigrúm fjármálafyrirtækja til þess að lágmarka áhættu sína af veitingu langtímalána, svo sem húsnæðislána.

Það vandamál sem velt er upp í nefndarálitinu, þ.e. að reyna að tryggja að nægar óveðsettar skuldir séu í efnahag innlánsstofnana til að tryggja að forgangur innstæðna leiði til þess að þær skaddist ekki við þrot innlánsstofnana, hefur enga beina tengingu við fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða og á því er tekið með allt öðrum hætti í evrópskri löggjöf. Löggjöf sem þegar hefur verið innleidd hér á landi eða er í innleiðingarferli. Meginþættir hinnar evrópsku löggjafar sem skipta máli í þessu sambandi eru:

1. Nýjar og auknar kröfur um eigið fé fjármálafyrirtækja. Með þeim reglum er viðbúnaður og fjáhagslegur styrkur fjármálafyrirtækja almennt aukinn og heimildir eftirlitsaðila styrktar, meðal annars til að kalla eftir auknu eigin fé vegna sérstakrar áhættu í rekstri fjármálafyrirtækja. Þessi löggjöf hefur að hluta verið innleidd og seinni þáttur hennar liggur fyrir Alþingi nú.
2. Nýjar reglur um innstæðutryggingar sem annars vegar takmarka hámark tryggðra innstæðna við 100.000 evrur og hins vegar þrengja það hvaða innstæður mega njóta tryggingar. Tilskipunin takmarkar ábyrgð innstæðutryggingakerfa frá því sem áður var. Áformað er að leggja fram frumvarp til innleiðingar á þessari tilskipun í haust.
3. Nýjar reglur um skilameðferð fjármálafyrirtækja, en með þeim eru innstæður og tryggðar innstæður settar í vaxandi forgang (umfram ótryggðar kröfur), opinberum aðilum heimilað að færa niður hlutafé og ótryggðar skuldir til að endurreisa eiginfjárstöðu fjármálafyrirtækja og færa skuldbindingar svo sem innstæður yfir til starfandi fjámálafyrirtækja. **Þá er opinberum aðilum falið að setja reglur um lágmark skulda sem eru óveðsettar nákvæmlega í þeim tilgangi sem nefndur er í áliti nefndarinnar, þ.e. er til þess að tryggja að nægar óveðsettar skuldir séu í efnahag fjármálafyrirtækja til að vernda innstæður að því marki sem þær eru tryggðar.** Áformað er að leggja fram frumvarp til innleiðingar þessari tilskipun í haust.

Í dag gilda ákvæði laga um sértryggð skuldabréf um heimildir til þess að gefa út slík skuldabréf, lög nr. 11/2008. Samkvæmt þeim lögum veitir Fjármálaeftirlitið heimildir til útgáfu sértryggðra skuldabréfa. Í 3. gr. þeirra laga um skilyrði leyfisveitingar segir:

„Fjármálaeftirlitið veitir leyfi til útgáfu sértryggðra skuldabréfa samkvæmt lögum þessum. Leyfi til útgáfu sértryggðra skuldabréfa verður aðeins veitt viðskiptabönkum, sparisjóðum og lánafyrirtækjum.
Skilyrði leyfis til útgáfu sértryggðra skuldabréfa eru:

1. Að útgáfan sé í samræmi við lög þessi.

2. **Að fjárhagsáætlun útgefanda, sem staðfest er af löggiltum endurskoðanda, sýni að fjárhagur hans sé svo traustur að hagsmunum annarra kröfuhafa sé ekki stefnt í hættu með útgáfu sértryggðra skuldabréfa.“**

Með núgildandi lagaákvæðum er því setur öryggisventill til að draga úr hugsanlegri óhóflegri útgáfu sérstryggðra skuldabréfa.

Fráleitt er að mati Samtaka fjármálafyrirtækja að byggja takmarkanir eign lífeyrissjóða á sértryggðum skuldabréfum í lögum um lífeyrissjóði á atriðum sem lúta að skilabærni fjármálafyrirtækja og öryggi innstæðueigenda. Það á heima á öðrum stað í löggjöf. Þá minna Samtök fjármála fyrirtækja á tillögur sínar í umsögn sinni um málið sem að ofan er nefnd um frekari rýmkun þessara heimilda til hagsbóta fyrir lífeyrissjóði, lántakendur á lánamarkaði og fjármálafyrirtæki.

Samtök fjármálafyrirtækja óska eftir að fá að hitta efnahags- og viðskiptanefnd hið allra fyrsta til að þess að gera ennfrekar grein fyrir sjónarmiðum sínum í málinu. Að mati Samtaka fjármálafyrirtækja væri stórslys ef tillaga efnahags- og viðskiptanefndar næði fram að ganga.

Virðingarfyllst, f.h. Samtaka fjármálafyrirtækja

23. september 2016

Til: Efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis

Frá: Samtökum fjármálafyrirtækja/Yngvi Erni

Varðar: Frumvarp til breytinga á lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda ofl. nr. 127/1997 (fjárfestingaheimildir)

Vísað er til fundar fulltrúa Samtaka fjármálafyrirtækja með efnahags- og viðskiptanefnd í morgun.

Á fundinum var meðal annars rætt um þá tillögu nefndarinnar að fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða í innlánum og fjármálagerningum útgefnum bönkum og sparisjóðum væru áfram bundnar við 10% af eignum sjóðanna. Á fundinum var haldið fram að óþarft væri að hækka þessar heimildir að svo stöddu þar sem nægjanlegt svigrúm væri innan þessa marks. Svo er ekki.

1. Heildareignir lífeyrissjóða voru um 3.300 ma.kr. í lok júlí 2016. Heimildin samsvarar því 330 ma.kr. sé hún fullnýtt.
2. Innlán lífeyrissjóða í innlendum bönkum og sparisjóðum voru 133 ma.kr. í lok júlí 2016.
3. Heildarútgáfa (útistandandi) banka og sparisjóða á sértryggðum skuldabréfum var 270 ma.kr. í lok júní sl. (nýjustu tölur).
4. Ekki er hægt að greina af opinberum tölum hversu mikið af útistandandi sértryggðum skuldabréfum er í eigu lífeyrissjóða en lifeyrissjóðir eru langstærsti kaupandinn. Lauslega má ætla að um 170 – 200 ma.kr. sértryggðum skuldabréfum séu í eigu lífeyrissjóða.
5. Þá er ekki hægt að greina í opinberum gögnum hversu mikið lífeyrissjóðir eiga af öðrum fjármálagerningum en sértryggðum skuldabréfum sem útgefnir eru af fjármálafyrirtækjum þ.m.t. bönkum og sparisjóðum. Það kunna að vera umtalsverðar fjárhæðir.
6. Ný húsnæðislán banka og sparisjóða hafa numið um 184 ma.kr. undanfarin tvö ár, þar af um 50 ma.kr. síðustu 12 mánuði. Stór hluti þeirra kallar á sértryggða skuldabréfafjármögnun.
7. Auk nýrrar útgáfu sértryggðra skuldabréfa getur komið til sölu á hlutafé í bönkum á næstu misserum. Þá myndi þrengja ennfrekar að heimildum lífeyrissjóða til að eiga kröfur á fjármálafyrirtæki.

Samandregið:

Svigrúm skv. 10% viðmiði	330 ma.kr.
Nýtt vegna innlána	133 ma.kr.
Heildarútgáfa sértryggðra skuldabréfa	270 ma.kr.
Þar af í eigu lífeyrirsjóða, lauslega áætlað ?	170 – 200 ma.kr.
Önnur eign lífeyrissjóða á fjármálagerningum fjármálafyrirtækja	?
Svigrúm til frekari kaupa	**Lítið eða ekkert**

SAMTÖKFJÁRMÁLAFYRIRTÆKJA
Icelandic Financial Services Association

19. maí 2016

Nefndarsvið Alþingis

Alþingi við Austurvöll

Varðar: **Umsögn um frumvarp til breytinga á lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, mál 631 á 145. löggjafarþingi.**

Almennt

Vísað er til erindis frá Efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis þar sem óskað er umsagnar Samtaka fjármálafyrirtækja um frumvarp um lífeyrissjóði, mál 631, þar sem aðalefnið er breyting á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða.

Endurskoðunar á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða hefur verið beðið með nokkurri eftirvæntingu í nokkur ár. Núverandi löggjöf er að meginstofni til frá árinu 1997 þegar fyrst var sett heildarlöggjöf um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða. Með þeim lögum var í fyrsta sinn sett ákvæði með heildstæðum hætti um fjárfestingar lífeyrissjóða en áður höfðu verið í gildi ýmis lagaákvæði sem skuldbundu lífeyrissjóði til kaupa á verðbréfum af opinberum fjárfestingarsjóðum og ríkissjóði. Tilgangur þeirra ákvæða var ef til vill fremur að tryggja þessum aðilum lánsfé en stuðla að öruggri ávöxtun vörslufjár lífeyrissjóða.

Ákvæðum laganna frá árinu 1997 hefur alloft verið breytt frá því að lögin voru sett. Fjárfestingarheimildir hafa verið rýmkaðar og heimildir opnaðar til að fjárfesta í nýjum tegundum fjármálagerninga eftir því fjármálamarkaðir hafa breyst og þróast.

Fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða skipta augljóslega máli varðandi ávöxtun og áhættu eigna lífeyrissjóðanna. Mikilvægt er að ávöxtun þessara eigna sé sem best en jafnframt að áhætta sem fólgin er í eignasöfnunum sjóðanna sé innan ásættanlegra marka. Jafnframt skipta fjárgfestingarheimildirnar gríðarlegu máli varðandi þróun lána- og fjármálamarkaðar. Eignir lífeyrissjóða eru um 3000 milljarðar króna sem samsvarar um einni og hálfri landsframleiðslu. Búast má við að eignir lífeyrisjóða muni halda áfram að vaxa og gætu stefnt í að vera tvöföld landframleiðsla þegar hámarki er náð. Lífeyrissjóðirnir eru langstærsti einstaki sparnaðarflokkurinn hér á landi. Til samanburðar eru innlán í bankakerfinu nú um 1700 milljarðar króna og eignir fjárfestinga- og verðbréfasjóða um 600 milljarðar króna. Heimildir lífeyrissjóða til fjárfestinga munu hafa mikil áhrif á þróun lána- og verðbréfamarkaðar. Takamarkanir þeirra til fjárfestinga erlendis, takmarkanir á fjárfestingum í óskráðum verðbréfum og heimildir þeirra til beinna lánveitinga, meðal annars í húsnæðislánum, munu ráða miklu um þróun fjármálamarkaða, svo dæmi séu tekin.

Frá því að lögin um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða voru sett árið 1997 hafa orðið verulegar breytingar á alþjóðavettvangi varðandi sjónarmið um ávöxtun lífeyrissjóða. Bæði Efnahags- og framfarastofnun Evrópu (OECD)[1] og Evrópusambandið[2] (ESB) hafa hvatt til þess að lífeyrissjóðir leggi til grundvallar við mat á samspili ávöxtunar og áhættu „reglu hins varfærna manns" (prudent person rule). Nefndin kýs að kalla regluna skynsemisregluna. Í Evrópusambandinu var reglan fest í lög með tilskipun um starfstengda lífeyrissjóði[3]. Tilskipun var innleidd hér á landi á árinu 2007 með lögum 78/2007 um starfstengda eftirlaunasjóði en ákvæði þeirra voru ekki látin ná til íslenskra lífeyrissjóða. „Regla hins varfærna manns" um fjárfestingastefnu er andstæða þess fyrirkomulags sem verið hefur í íslenskri löggjöf og gjarnan er lýst sem lög eða reglubundnar magntakmarkanir á tilteknum eignum eða eignaflokkum. Regla hins varfærna manns" felst m.a. samkvæmt OECD í að:

> *These include a duty to act prudently and with due diligence with respect to the management of a pension fund and its assets; a duty of loyalty to the pension fund and its members; and a principle of diversification, which requires that a pension fund's investment portfolio be suitably diversified and that unwarranted risk be avoided. The rule can differ in its precise contours, and therefore governments (legislature, regulators and supervisors, and the judiciary) play a substantial role in shaping the rule's application to various aspects of pension asset management. Indeed, over time, the rule has shown itself to be adaptable to new investment management theories, practices, and products. Nonetheless, available studies suggest that the prudent person rule has a constraining effect on pension asset management and has created a culture of cautious behaviour among pension fund trustees, fiduciaries and other relevant parties.*

Mikilvægur þáttur í „reglu hins varfærna manns" er að leggja söguleg gögn og bestu þekktu aðferðir til grundvallar við val á fjárfestingarstefnu. Í kjölfar þróunar hagfræðikenninga um eignastýringu (portfolio theory) á síðustu fimmtíu árum hafa aðilar sem annast eignastýringu í vaxandi mæli nýtt slíkar aðferðir til að móta fjárfestingarstefnu, þar sem byggt er á tölfræðilegu mati á samspili ávöxtunar og áhættu. Slík líkön leiða í ljós hver er heppilegasta eignasamsetning eignasafna til að ná sem hæstri ávöxtun <u>að gefinni þeirri áhættu</u> sem eigendur eignasafnanna eru reiðubúnir að taka. Þessar aðferðir eru í andstöðu við tilviljankennd eða handahófskennd ákvæði í lögum eða reglum sem setja hámörk eða lágmörk á einstakar eignir eða eignaflokka, oft byggð á sögulegum viðmiðunum eða hagsmunasjónarmiðum. Þau ákvæði sem hér hafa verið í lögum eru dæmi um slík handahófskennd ákvæði. Þau lönd sem stuðst hafa við „reglu hins varfærna manns", svo sem Bretland, Írland og Bandaríkin hafa ekki sett í lög neinar magntakmarkanir á fjárfestingar í einstökum eignum eða eignaflokkum aðrar en þröngar skorður við fjárfestingum í skuldbindingum vinnuveitanda meðlima lífeyrissjóðsins sjálfs.

Eins og kemur fram í greinargerð með frumvarpinu tók nefndin sem vann frumvarpið til skoðunar álit svokallaðrar „Úttektarnefndar" sem skilaði skýrslu á árinu 2012. Nefndin var skipuð af ríkissáttasemjara og í henni voru utanaðkomandi sérfræðingar. Frumkvæði að skipan nefndarinnar kom frá samtökum lífeyrissjóðanna. Verkefni Úttektarnefndarinnar var að meta áhrif og afleiðingar fjármálakreppunnar hér á landi á lífeyrissjóðina og koma með ábendingar um hvað mætti betur fara.

---

[1] http://www.oecd.org/finance/private-pensions/2763540.pdf
[2] http://actuary.eu/documents/ppp_web_100906.pdf
[3] DIRECTIVE 2003/41/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 3 June 2003 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision

Tillögur nefndarinnar eru margvíslegar en hvað lýtur að fjárfestingastefnu lífeyrissjóðanna eru ábendingarnar í meginatriðum eftirfarandi:

1. Þrengja eigi heimildir til fjárfestinga í hlutabréfum niður í fyrri mörk (35%), nema sett sé skilyrði um að ákveðið hlutfall fjárfestinga í hlutabréfum sé í erlendum hlutabréfum.
2. Þrengja á heimildir til fjárfestingar í óskráðum verðbréfum þegar verðbréfamarkaði vex fiskur um hrygg, en þær voru rýmkaðar eftir hrun.
3. Setja þarf mörk við fjárfestingar í framtaksssjóðum.
4. Endurskoða þarf heimildir lífeyrissjóða til að fjárfesta í íbúðarhúsnæði og reka það, m.a. til útleigu.

Í frumvarpinu er ekki tekið tillit til þessara sjónarmiða úttektarnefndarinnar.

Þau sjónarmið sem liggja til grundvallar áliti og tillögum nefndarinnar sem samdi frumvarpið og koma fram í kafla VII í almennum athugasemdum við frumvarpið eru tvíþætt. Í fyrsta lagi telur nefndin að langtímasjónarmið eigi að liggja til grundvallar fjárfestingum sjóðanna og að skammtímasveiflur á markaði skipti þá minna máli. Nefndin telur að hefðbundin áhættustýring nái ekki að fanga þetta sjónarmið þar sem hún líti ekki til nægjanlega langs tíma.[4] Þetta er ekki útskýrt frekar og nefndin vísar ekki til neinna rannsókna hvorki á hennar vegum eða annarra sem styðja það að þau langtímasjónarmið sem íslenskir lífeyrissjóðir þurfi að leggja til grundvallar séu öðruvísi en langtímasjónarmið lífeyrissjóða erlendis. Þá telur nefndin að vegna stórrar hlutdeildar lífeyrissjóðanna í innlendum sparnaði verði þeir að gera innlendum fyrirtækjum kleift að ráðast í arðbærar fjárfestingar á hverjum tíma og að lífeyrissjóðirnir „styðji á eðlilegan hátt við framþróun íslensk atvinnulífs“ [5]eins og það er orðað í greinargerð með frumvarpinu. Í öðru lagi telur nefndin að stærð lífeyrissjóðanna á íslenska verðbréfamarkaðnum og hugsanlega í einstökum verðbréfaflokkum geri það verkum að þeir hafi veruleg áhrif á verðmyndun og vaxtastig[6]. Stærð lífeyrissjóðanna komi einnig niður á seljanleika á markaðnum. Ef lífeyrissjóður þurfi að selja verðbréf sé líklegasti viðskiptavinur hans annar lífeyrissjóður. Það gæti skapað vandamál ef margir lífeyrissjóðir væru í sömu sporum. Nefndin upplýsir að lífeyrissjóðir eigi um 40% af skráðum innlendum hlutabréfum, um 30% innlendra skuldabréfa ríkissjóðs og 75% af skráðum skuldabréfum Íbúðalánasjóðs. Hvort að þessi hlutföll geri þær hættur sem nefndar eru til sögunnar um verðmyndun og seljanleika að raunverulegu vandamáli er ekki rökstutt í greinargerð nefndarinnar.

Niðurstaða nefndarinnar af þessum lauslegu vangaveltum er dregin saman með eftirgreindum hættií greinargerð með frumvarpinu:

---

[4] „ 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.“ (Úr greinargerð með frumvarpinu, kafli VII)

[5] Sjá greinargerð með frumvarpinu, kafli VII.

[6] „Lífeyrissjóðirnir 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 tiltekins 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.“ (Úr greinargerð með frumvarpinu, kafli VII)

„ 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.“ (Úr greinargerð frumvarpsins, kafli VII)

Megintillaga nefndarinnar um fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðanna er að viðhalda því kerfi flókinna takmarkana í einstaka eignaflokka og einstaka úrgefendur sem verið hefur. Gerðar eru nokkrar lagfæringar í ljósi breyttra aðstæðna á fjármálamarkaði. Með öðrum orðum þá telur nefndin að þau sjónarmið sem hafa rutt sér rúms erlendis og OECD og ESB telja að leggja eigi til grundvallar við áhættustýringu og mótun fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða eigi ekki við hér landi. Heldur eigi áfram að byggja á ítarlegum skorðum í lögum um hversu mikið má fjárfesta í einstöku eignaflokkum. Þau rök sem nefnd eru þessu til stuðnings, stærð sjóðanna sem hlutfall af landsframleiðslu og hlutdeild þeirra í einstökum eignaflokkum á innlendum markaði, nægja ekki til að rökstyðja að viðhalda núverandi í fyrirkomulag í meginatriðum. Þau rökstyðja heldur ekki umfangsmiklar heimildir til beinna lánveitinga eða heimilda til fjárfestinga í óskráðum verðbréfum. Eðlilegt hefði verið að nefndin hefði framkvæmt eða látið framkvæma, ef hún á annað borð vildi setja mörk á einstaka eignaflokka, tölfræðilega ahugun á hagkvæmustu eignasamsetningu íslenskra lífeyrissjóða með tilliti til mismunandi áhættu sem lögð yrði til grundvallar tillögum hennar um eignasamsetningu. Það virðist ekki hafa verið gert.

Þeir annmarkar sem kunna að vera á íslenskum verðbréfamarkaði hvað varðar seljanleika og verðmyndun geta heldur ekki verið rök fyrir því að halda áfram óbreyttum eða auka heimildir til fjárfestinga í óskráðum fjármálagerningum. Þrátt fyrir galla markaðarins, hafa skráðir fjármálagerningar ætíð meiri seljanleika en óskráðir fjármálagerningar og traustari verðmyndun. Rúmar heimildir til fjárfestinga í óskráðum fjármálagerningum munu heldur ekki stuðla að þróun og uppbyggingu gegnsæs verðbréfamarkaðar hér á landi.

Athugsemdir við einstök atriði.

Fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða snerta hagsmuni aðildarfyrirtækja SFF með tvennum hætti. Annars vegar setja fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða ramma um heimildir lífeyrissjóða til beinna lánveitinga til heimila og fyrirtækja sem eru í beinni samkeppni við sömu starfsemi lánasstofnana. Hins vegar setja þær einnig ramma um heimildir lífeyrissjóða til þess að fjárfesta í kröfum útgefnum af fjármálafyrirtækjum, bæði skuldaskjölum (skuldabréf og innlánum) og í eiginfjárgerningum.

1. „Regla hins varfærna manns“ (skynsemisreglan)

Í frumvarpinu eru fjögur meginatriði „reglu hins varfærna manns“ innleidd í 4.gr. frumvarpsins með fjórum töluliðum 1.mgr. 3. Töluliðurinn segir:

„Allar fjárfestingar skulu byggðar á viðeigandi greiningu á upplýsingum með öryggi,, gæði, lausafjárstöðu og arðsemi safnsins í heild í huga.“

Þetta ákvæði stangast í við þær margvíslegu magntakmarkanir sem er viðhaldið lítillega breyttum um 36.gr. að öðru leyti. Ljóst er að þær takmarkanir reisa verulegar skorður við að mat samkvæmt 3.tl. verði að gagni. Í besta falli er óljóst að greining samkvæmt þessu markmiði skili skynsamlegri niðurstöðu. Þær magntakmarkanir sem lagðar eru til í grein 36 í frumvarpinu styðjast ekki við neinar rannsóknir eða vísindi, þrátt fyrir að nú liggi fyrir viðurkenndar aðferðir til þess að meta hagvæmustu samsetningu eignasamsetningu lífeyrissjóða miða við mismundandi forendur um áhættu.

2. Sértryggð skuldabréf

Með frumvarpinu eru rýmkaðar heimildir lífeyrissjóða til þess að fjárfesta í sértryggðum skuldabréfum., en með sérstryggðum skuldabréfum er átt við markaðsskuldabréf sem gefin eru út

með tryggingu í ákveðnu skilgreindu útlánasafni, langoftast fasteignatryggðra lána. Í gildandi lögum um lífeyrissjóði nú er ekki fjallað um sértryggð skuldabréf sérstaklega og falla þau því undir takmarkanir sem eru á útgefanda þeirra, nú hámark 10% af hreinni eign hvers lífeyrissjóðs. Í frumvarpinu er lagt til að sérstök heimild verði vegna sértryggðra skuldabréfa, 15% af hreinni eign lífeyrissjóðs, en áfram er litið þannig á að þau séu hluti af mótaðilaáhættu útgefanda þeirra þó að þau sé með fasteignatryggingu. Í því fellst mismunum gagnvart fasteignalánum sem lífeyrissjóðum er heimilt að veita beint, en engar takmarkanir eru á þeim lánum aðrar en hámark á einstaka lántakendur (10%) sem erfitt er að sjá að verði bindandi fyrir lífeyrissjóðina. Eðlilegt hefði verið að stíga nú það skref að jafnsetja sértryggð skuldabréf samsvarandi fasteignalánum enda sama trygging undirliggjandi. Í raun eru sértryggð skuldabréf betur tryggð en einstök fasteignalán, þar sem að baki er safn fasteignalána sem felur í sér áhættudreifingu. Að auki kann að vera til staðar staðgöngutrygging sem dregur úr líkum á því að óregla í endurgreiðslum af eignasafninu trufli endurgreiðslur sértryggðu skuldabréfanna. Þá kunna sértryggð skuldabréf að vera skráð til viðskipta á skipulegum markaði, en slíkt greiðir fyrir seljanleika og verðmyndun.

3. Bein lán lífeyrissjóða til heimila og fyrirtækja

Engar breytingar eru gerðar á á heimildum lífeyrissjóðanna til fjárfestinga í beinum lánum einstaklinga eða fyrirtækja. Áfram er þeim heimilt að veita ótakmarkað lán með veði í íbúðarhúsnæði innan 75% veðmarka. Sama gildir um lán í öðru atvinnuhúsnæði innan 50% veðmarka. Hér er gerð breyting á gildandi ákvæði um hámark veðsetingar en skv. núgildandi lögum er hámarksveðsetning 35% í lánum sem tryggð eru með veði í öðru húsnæði (frístundahús og atvinnuhúsnæði). Hámark óveðtryggðra lána (skuldabréf eða peninamarkaðsskjöl) til fyrirtækja er bundið við 20% af hreinni eign lífeyrissjóðsins, sé öll heimild lifeyrissjós til fjárfestingar í óskráðum verðbréfum nýtt til veitingar óveðtryggra lána til fyrirtækja.
Beinar lánveitingar lífeyrissjóða eru skuggabankastarfsemi eins og hún er skilgreind á Evrópska efnahagssvæðinu, þ.e. samkeppni við lánastofnanir frá aðilum sem undanþegnir í meginatriðum því regluverki sem gildir um lánastofnanir. Athygli stjórnvalda hefur á undanförnum árum beinst í vaxandi mæli að skuggabankastarfsemi m.a. vegna þess að hertar reglur um starfsemi lánastofnana, sem meðal annars valda auknum kostnaði í starfsemi þeirra, gerir það að verkum að samkeppnisstaða þeirra sem undanþegnir eru eftirliti að öllu eða miklu leyti batnar á kostnað lánastofnana. Leiði hertar reglur til þess að lánastarfsemi færist frá lánastofnunum til aðila sem undanþegnir eru þeim kvöðum sem á þær eru lagðar geta áhrif bættra reglna til að auka fjármálastöðugleika orðið minni en ella. Áhættan færist þá aðeins til nýrra aðila, sem eru vanbúnir til þess að mæta þeirra áhættu sem lánastarfseminni fylgir. Nýjar eiginfjárreglur sem gilda munu um lánastofnanir fela það í sér að eiginfjárkrafan verður í framtíðinni á bilinu 10,5% til 18,5% af áhættuvegnum eignum lánastofnana. Í því felst það mat löggjafans að lánastofnanir þurfi til lengri tíma að búast við áföllum í starfsemi sinni sem kalli á slíkt eigið fé. Reynslan sýnir að meginástæða áfalla hjá lánastofnunum er tjón á útlánum. Aðilar eins og lífeyrissjóðir, sem eru í raun sameiginleg ávöxtunarfélög hafa ekkert eigið fé til þess að mæta útlánatöpum heldur koma þau beint fram sem minni geta til þess að greiða lífeyrir. Slík áföll geta beint eða óbeint leitt til opinberra framlaga til að bæta skaðann. Beint ef stjórnmálalegur þrýstingur leiðir til þess að stjórnvöld leggja framlög til sjóða til að mæta tapi, óbeint ef það eykur greiðslur vegna tekjutryggingar lífeyrisþega.

Miðað við reynslu undanfarandi áratuga er tekin nokkur áhætta með því að heimila lífeyrissjóðum svo há veðmörk eins og gert er í frumvarpinu, þ.e. 75% vegna íbúðarhúsnæðis og 50% vegna annars húsnæðis. Til ársins 2006 var hámark veðsetningar í íbúðarhúsnæði 65% og gildandi hámark vegna annars húsnæðis er 35%. Líklegt er að þessi hækkun veðhlutfalla muni auka margfalt tapsáhættu lífeyrissjóða vegna þessara lána þegar fram í sækir.

Eðlilegra væri að fjármögnun lífeyrissjóða á lánsfé til heimila og fyrirtækja væri á því formi að þeir fjárfestu í markaðsskráðum fjármálagerningum sem notuð væru til þess að fjármagna fjárfestingar þessara aðila, annað hvort beint eða gegnum milliliði. Þá er sú rýmkun sem lögð er til með frumvarpinu á öðrum lánum en íbúðalánum, og staðfesting á þeirri rýmkun sem gerð var 2006 vegna íbúðarhúsnæðis, er ekki skynsamleg. Tillaga SFF er að heimildum lífeyrissjóða til beinna lána verði lokað og til vara að þær verða færðar til þess horfs sem þær voru í fyrir breytinguna 2006.

4. Takmörk á mótaðilaáhættu

Samkvæmt 1.mgr. b. liðar 6. greinar frumvarpins (36.gr. c) er hámark heildareigna í fjármálagerningum sama útgefanda sem falla undir 2 – 6. tölulið 36. gr. a 10%. Það þýðir að hámarkseign krafna á lánastofnanir (aðrar en sérstryggð skuldabréf) er 10%. Líklegt er að þessi takmörkun geti orðið mjög takmarkandi fyrir, lánastofnanir, sérstaklega innlánsstofnanir. Þar sem hlutafjáreign fellur undir þessa takmörkun gæti hún einnig orðið lífeyrissjóðum fjötur um fót vð að eiga verulegan eignarhlut í fjármálafyrirtækjum. Rétt er að hafa í huga að þessi takmörkun er óbreytt fá því sem áður var, þrátt fyrir að tryggingastaða innlána hafi verið verulega styrkt með forgangi þeirra í þrotabú innlánsstofnana. Að mati SFF er ástæða til þess að skoða hvort setja ætti sérstök mörk á aðrar eignir útgefnar af lánastofnunum hliðstætt því sem lagt er til með sértryggð skuldabréf og hækka þau umfram um þau 10% og 25% sem lögð eru til með frumvarpinu.

5. Kröfur um seljanleika afleiða

Samkvæmt 5. mgr. a-liðar 6. gr. frumvarpsins (36. gr. b.) er gerð krafa um að afleiður séu seljanlegar samdægurs fyrir raunvirði. Fari ákvæðið óbreytt í gegn má leiða að því líkur að kröfurnar um seljanleika samdægurs komi til með að hafa áhrif á verðlagningu tiltekinna afleiða. Þá er einnig líklegt að þessi krafa komi til með að hafa ákveðinn ómöguleika í för með sér fyrir lífeyrissjóðina varðandi kaup á ákveðnum tegundum afleiða, þar sem ekki er hægt að tryggja í öllum tilvikum seljanleika samdægurs. Þessi breyting er gerð með tilvísan til hliðstæð ákvæðis í lögum verðbréfasjóði. Ekki fæst séð að krafan sem gerð er varðandi seljanleika afleiða sem verðbréfasjóður fjárfestir í eigi við um lífeyrissjóði þar sem lífeyrissjóðir hafa ekki sömu þörf fyrir seljanleika samdægurs og verðbréfasjóður. Því leggur SFF til að ákvæðinu verði breytt þannig að krafan um að sala samdægurs fyrir raunvirði verði felld út.

6. Hámark á mótaðilaáhættu í viðbótartryggingavernd

Í 4. mgr. 11. gr. frumvarpsins varðandi hámark mótaðilaáhættu vegna viðbótartryggingaverndar er lagt til að heildaráhætta gagnvart einstökum mótaðilum skv. töluliðum 2 – 6 í 36. gr. a sé bundin við 20%. Sama hámark gagnvart sjóði eða deild í lágmarkstryggingavernd er 25%. Ekki fæst séð að ástæða sé til að hafa annað og lægra hámark á mótaðilaáhættu hvað varðar viðbótartryggingarvernd en á við í lágmarkstryggingaverndinni. Lagt er til að sama hámark gildi á báðum stöðum.

7. Hámark á eign (15%) á hlutafé í einstöku fyrirtæki eða hlutdeildarskírteinum eða hlutum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu

Reglan um 15% hámark af hlutafé, hlutdeildarskírteinum og hlutum sjóða um sameiginlega fjárfestingu hefur mikil áhrif. 15% hámarkshlutdeild leiðir til þess að a.m.k. sjö lífeyrissjóði þarf til þess að lífeyrissjóðir geti fjármagnað verkefni einir. Hvort sem um ræðir sjóð sem fjárfesir í nokkrum fjárfestingum eða félagi utan um einstakar fjárfestingar.

Reglan um hámarkshlutdeild í félagi, eða sjóði, hefur haft sífellt meiri áhrif því lífeyrissjóðum hefur fækkað mikið á undanförnum árum (voru 56 árið 2000 en 27 í árslok 2014). Ef sameiningar sjóða halda áfram, m.a. út af auknum kröfum til rekstrar og til þess að auka hagvæmni í rekstri mun reglan hafa sífellt meiri áhrif. Frekari samrunar lífeyrissjóða virðast einmitt vera að gerast nú samanber nýlegar fréttir.

15% reglan er óbreytt frá núgildandi reglu um eignarhald í einstökum hlutabréfum fyrir utan, þar til nú, að á undanförnum árum hefur verið tímabundin heimild til þess að einstakur lífeyrissjóður geti átt 20% af hlutafé samlagshlutafélaga.

Á undanförnum árum hafa flest óskráð fjárfestingaverkefni lífeyrissjóða verið gerð með stofnun samlagshlutafélaga m.a. vegna þess að með því móti hafa stærstu fjárfestarnir getað átt 20% af verkefninu. Lífeyrissjóðir eru misstórir og reynslan hefur sýnt að a.m.k. 7-10 lífeyrissjóði þarf til þess að koma að einu verkefni miðað við 20% regluna í samlagshlutafélögum. Enn fleiri þyrfti til ef hámarkið væri 15% og mjög líklegt er að mörg eða jafnvel flest fjárfestingaverkefni undanfarinna ára hefðu ekki orðið að veruleika ef hámarkið hefði verið 15% í stað 20%.

Fjárfesting sem er nokkuð stór í íslensku samhengi (t.d. 2 milljarðar) getur verið mjög erfið fyrir lífeyrissjóði að ráðast í vegna þess að einstakur sjóður mætti einungis fjárfesta 300 milljónir. Fyrir stóra lífeyrissjóði mun slík fjárfesting hafa lítil sem enginn áhrif á afkomu lífeyrissjóðsins og líklega er ekki skynsamlegt fyrir hann að ráðast í nauðsynlegan undirbúning til þess að geta tekið ákvörðun um fjárfestinguna. Takmörkun á eignarhlutdeild í einstökum fjárfestingaverkefnum kemur meira niður á stærri lífeyrissjóðum en minni því flest verkefni munu hafa lítil áhrif á ávöxtun lífeyrissjóðsins.

Ef lagaákvæðið um 15% hámarkshlutdeild verður viðvarandi leiðir það til þess að erfitt getur orðið að fjármagna verkefni og færri verkefni komast á koppinn. Jafnframt er líklegt að gerðar verði hærri arðsemiskröfur til þeirra verkefna sem tekst að fjármagna. Þetta gæti leitt til minni umsvifa í hagkerfinu til lengri tíma, minni hagvaxtar og þar af leiðandi lakari lífskjara.

Rök fyrir 15% reglunni gætu verið að það sé vilji löggjafans að takmarka áhrif lífeyrissjóða í stærstu hlutafélögum landsins. Hægt er að ná þeim vilja á skynsamlegri hátt. T.d. með því að láta 15% regluna einungis gilda fyrir skráð hlutafélög en 25-50% hlutfall gilda fyrir aðrar fjárfestingar. 25% regla myndi t.d. þýða að fjórir lífeyrissjóðir gætu fjármagnað verkefni í sameiningu. Þrátt fyrir að víðari mörk yrðu á hlutdeild í einstökum óskráðum fjárfestingum er einungis heimilt samkvæmt gildandi lögum að fjárfesta að hámarki 20% af eignum lífeyrissjóðs í óskráðum verðbréfum.

Virðingarfyllst,

fyrir hönd Samtaka fjármálafyrirtækja

26. maí 2016
1605014

Nefndarsvið Alþingis
nefndasvid@althingi.is
Austurstræti 8-10
150 Reykjavík

Efni: Umsögn um frumvarp um breytingu á lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, nr. 129/1997.

Breytingar á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóðanna geta valdið hreyfingum á fjármagnsmörkuðum og því haft áhrif á stöðugleika fjármálakerfisins. Þær breytingar sem lagðar eru til lúta fyrst og fremst að því að setja fjárfestingarheimildir sem þegar er að finna í lögunum fram með skýrari hætti en nú er gert. Helstu nýmælin í frumvarpinu varða fjárfestingu í sértryggðum skuldabréfum, verðbréfalán og kröfur um áhættustýringu lífeyrissjóða.

Seðlabankinn telur til bóta að rýmka heimildir lífeyrissjóða til að fjárfesta í sértryggðum skuldabréfum líkt og lagt er til í frumvarpinu. Áhætta sem fylgir slíkum bréfum er almennt minni en mótaðilaáhætta á útgefandann og þær breytingar sem lagaðar eru til á flokkun sértryggðra bréfa því til bóta.

Heimild til verðbréfalána er hófelg í frumvarpinu og settar tiltölulega þröngar skorður en verðbréfalán lífeyrissjóðanna eru til þess fallin að bæta verðmyndun á verðbréfamarkaði. Þó áréttar Seðlabankinn að lög nr. 87/1992, um gjaldeyrismál annars vegar og lög nr. 37/2016 um meðferð krónueigna sem háðar eru sérstökum takmörkunum hins vegar, takmarka heimildir innlendra aðila til fjárfestinga í fjármálagerningum útgefnum í erlendum gjaldeyri, og erlendra aðila til fjárfestinga í fjármálagerningum útgefnum í innlendum gjaldeyri. Lántökur, lánveitingar, afhending trygginga og móttaka trygginga teljast til fjárfestinga í þessu samhengi. Seðlabankinn telur að beina þurfi því til verðbréfalánveitenda og verðbréfalántaka að þeir kanni gaumgæfilega heimildir sínar og skyldur skv. lögum um gjaldeyrismál og lögum um meðferð krónueigna sem háðar eru sérstökum takmörkunum. Til álita kemur að það verði gert með bráðabirgðaákvæði í lögunum, áþekku því sem finna má í lögum nr. 120/2011 um greiðsluþjónustu, lögum nr. 17/2013 um útgáfu og meðferð rafeyris og lögum nr. 78/2014 um greiðslur yfir landamæri í evrum.

Þær breytingar sem lagðar eru til munu gera ríkari kröfur til áhættustýringar lífeyrissjóðanna og þau ákvæði sem gerð eru um áhættustýringu eru því mikilvægur þáttur í frumvarpinu.

Virðingarfyllst,
SEÐLABANKI ÍSLANDS

Arnór Sighvatsson
aðstoðarseðlabankastjóri

Sigríður Benediktsdóttir
framkvæmdastjóri

Nefndasvið Alþingis
Efnahags- og viðskiptanefnd
Austurstræti 8-10
150 Reykjavík

STEFNIR

Reykjavík, 17. maí 2016

Efni: Frumvarp til laga um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða (fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða); 631. mál.

Á vettvangi Stefnis hf. hefur farið fram könnun á inntaki frumvarps til breytingar á lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, nr. 129/1997 – 631. mál. Frumvarpið tekur einkum til breytinga á þeim lagaákvæðum er ákvarða lífeyrissjóðum heimildir og takmarkanir til fjárfestinga. Við beitingu þeirra ákvæða hafa í gegnum tíðina komið fram margvísleg álitaefni.

Almennt verður að gera þá kröfu að beiting lagareglna sé fyrirsjáanleg. Þeir hagsmunir sem hér um ræðir réttlæta slíka kröfu hæglega enda fjárfesta lífeyrissjóðir í almannaþágu og að jafnaði til lengri tíma. Í ljósi þess er bent á eftirfarandi sem fjalla mætti um með skýrari hætti í frumvarpinu.

I. Samstæður sjóða, rekstrarfélaga þeirra og annarra.

Samkvæmt 5. mgr. b-liðar 6. gr. frumvarpsins skulu aðilar sem teljast til sömu samstæðu eða tilheyra hópi tengdra viðskiptavina, sbr. lög um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002, teljast einn aðili við útreikning samkvæmt greininni. Í athugasemdum sem fylgja frumvarpinu er sérstaklega tekið fram að hin nýja 36. gr. c. sé efnislega samhljóða núgildandi 5. mgr. 36. gr., laga nr. 129/1997. Í athugasemdum þeim er fylgdu núgildandi lögum segir að hugatakið samstæðu beri að skilja með sama hætti og í hlutafélagalögum nr. 2/1995, sbr. einnig lög um ársreikninga nr. 3/2006.

Í 1. mgr. 2. gr. laga um hlutafélög kemur fram að eigi hlutafélag svo mikinn hluta hlutafjár í öðru hlutafélagi eða einkahlutafélagi að það fer með *meiri hluta atkvæða* í félaginu, teljist um móðurfélag og dótturfélag að ræða. Í 3. mgr. sömu greinar segir að ef hlutafélag hefur *yfirráð* í öðru félagi teljist það einnig móður og dótturfélög. Þá segir í 4. mgr. 2. gr. að móður- og dótturfélög myndi samstæðu. Í 5. tölul. 1. mgr. 2. gr. laga nr. 3/2006 um ársreikninga er nánar fjallað um tengsl félaga sem mynda samstæðu, sbr. 7. tölul. sömu málsgreinar.

Þegar litið er til framangreinds virðist nokkurrar óvissu geta gætt þegar lífeyrissjóðir fjárfesta í verðbréfa-, fjárfestingar- eða fagfjárfestingarsjóðum rekstrarfélaga verðbréfasjóða sbr. lög nr. 128/2011 um sama efni. Sjóðirnir eru um margt frábrugðnir hlutafélögum en rekstrarfélög þeirra hafa þó óneitanlega nokkur ítök í

Stefnir hf.
Borgartúni 19
105 Reykjavík
Sími: 444 7400
stefnir.is

rekstur þeirra. Þannig er ekki hægt a útiloka að komist yrði að þeirri niðurstöðu að rekstrarfélag sjóða og sjóður í rekstri þess, auk eiganda rekstrarfélagsins teldust til einnar og sömu samstæðunnar, þrátt fyrir að það virðist ekki beinlínis vera markmiðið með setningu lagareglunnar.

Með vísan til alls framangreinds er lagt til að tekið verði fram með skýrum hætti að sjóðir í rekstri rekstrarfélags myndi ekki samstæðu með hvorum öðrum eða rekstrarfélagi þeirra enda sé ákv. laga nr. 128/2011 gætt í rekstri þeirra.

II. Sjóðir sama rekstrarfélags sem tengdir viðskiptavinir

Eins og áður sagði skulu aðilar samkvæmt 5. mgr. b-liðar 6. gr. frumvarpsins sem teljast til tengdra viðskiptavina, sbr. lög um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002, teljast einn aðili við útreikning samkvæmt greininni.

Afleiðing af þessu kann að vera að litið verð á sjóði í rekstri rekstrarfélags sem tengda viðskiptavini vegna *yfirráða* rekstrarfélags þeirra yfir þeim. Sú niðurstaða er óháð því hvort efnahagslega áhætta sjóða samþættist á nokkurn hátt. Ekki virðist stefnt að þessu markmiði með setningu laganna.

Með vísan til framangreinds er lagt til að tekið verði fram með skýrum hætti að tveir sjóðir í rekstri rekstrarfélags verðbréfasjóða skv. lögum nr. 128/2011 myndi ekki hóp tengdra viðskiptavina nema ef ákv. b-liðar 2. tölul. 1. mgr. 1. gr. a laga nr. 161/2002 teljast uppfyllt.

III. Lækkun heimildar til fjárfestingar í einstöku félagi.

Í lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða var að finna heimild til fjárfestingar í allt að 20% af hlutafé samlagshlutafélags, sbr. ákvæði VII til bráðabyrgða. Sú heimild féll úr gildi í árslok 2015. Ekki er að finna sérstaka heimild til slíkrar aukinnar fjárfestingar í frumvarpinu og ráð gert fyrir að fjárfesting í hverju félagi fari ekki fram úr 15%, sbr. 7. mgr. b-liðar 6. gr. frumvarpsins.

Það er mat Stefnis hf. að æskilegt sé að lífeyrissjóðir geti fjárfest í auknum mæli í félögum sem hafa þann sérstaka tilgang að halda utan um framtaksfjárfestingar. Er þar til þess að líta að sjónarmið um sérstaka áhættudreifingu eiga ekki sérstaklega vel við enda um litlar fjárfestingar að ræða í samhengi við heildarfjárfestingar sjóðanna. Þá má nefna að svo takmarkaðar fjárfestingarheimildir ýta undir það sem nefnt hefur verið *hjarðhegðun*, enda þurfa fleiri lífeyrissjóðir þá að koma að hverju einstöku verkefni (a.m.k. 7, í stað 5). Þá mun aðilum sem standa að framtaksfjárfestingum reynast örðugara um vik að ljúka fjármögnun sjóða sinna við slíkar aðstæður. Í því samhengi má t.d. nefna að gangi sameining tveggja af stærri lífeyrissjóðum landsins eftir munu 4 lífeyrissjóðir standa fyrir u.þ.b. 60% af fjárfestingargetu sjóðanna.

Í samræmi við framangreint er sú tillaga gerð að undanþága á borð við ákv. VII til bráðabyrgða í núgildandi lögum standi lífeyrissjóðum áfram til boða.

Önnur afleiðing af framangreindri 7. mgr. b-liðar 6. gr. frumvarpsins er að heimild til fjárfestingar í fjárfestingarsjóðum skv. lögum nr. 128/2011 er 15% en var áður 25%. Ekki að sjá að sambærileg rök eigi við um slíka sjóði og aðra sjóði um sameiginlega fjárfestingu (fagfjárfestasjóði) sem lífeyrissjóðum standa til boða. Þannig gilda ákv. lögbundnar reglur um áhættudreifingu fjárfestingarsjóða – til dæmis að ekki megi fjárfesta í tveimur félögum umfram 20% og hámarkseign í einstökum útgefanda skuli mest nema 35% af eignum sjóðs. Fjárfestingarsjóðir starfa undir eftirliti Fjármálaeftirlitsins og þurfa í starfsemi sinni að uppfylla margvísleg skilyrði um upplýsingagjöf, hvort tveggja til fjárfesta sinna og til eftirlitsaðilans. Ekki er að sjá að málefnaleg rök kalli á svo skertar fjárfestingarheimildir í fjárfestingarsjóðum, en ljóst er að fjárfesting í þeim er annars eðlis en fjárfesting í einstökum hlutafélögum.

Í samræmi við framangreint er sú tillaga gerð að fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða í fjárfestingarsjóðum falli undir þær takmarkanir er fram koma í 6. mgr. hins tilvitnaða ákvæðis.

Undirritaður lýsir sig fúslega reiðubúinn að fjalla með ítarlegri hætti um þau sjónarmið sem að framan er lýst verði þess óskað.

F.h. Stefnis hf.

Flóki Halldórsson,
framkvæmdastjóri