

# Lífeyrisbókin



Guðný Helga Lárusdóttir  
Ritstjóri

## Lífeyrisbókin

Arion banki

Lífeyrisbókin

© Arion banki, höfundar greina 2023

Öll réttindi áskilin

Ritstjóri: Guðný Helga Lárusdóttir

Prófarkalestur: Embla Ýr Bárudóttir

Útlit og umbrot: Ásgeir Bragason

Gröf: Hilmar Þorsteinn Hilmarsson

Útgefandi: Arion banki

Prentvinnsla: Prentmet Oddi

Letur: Suisse Int'l og Suisse Int'l Condensed

Pappír: UPM Fine 120 gr.

Bók þessa má ekki afrita með neinum hætti, svo sem ljósmyndun, prentun, hljóðritun eða á neinn annan sambærilegan hátt, að hluta eða í heild, án skriflegs leyfis höfundar og útgefanda.

Bókin er gefin út í Reykjavík, Bókmenntaborg UNESCO.

ISBN: 978-9935-25-358-3

*Rit þetta er eingöngu ætlað til almennra upplýsinga. Umfjöllunin er byggð á upplýsingum sem Arion banki telur áreiðanlegar, en rétt er að hafa í huga að þær geta breyst án fyrirvara, svo sem við lagabreytingar, nýja löggjöf eða stjórnvaldsfyrirmæli. Afhending felur ekki í sér neina yfirlýsingu af hálfu bankans um að upplýsingarnar séu nákvæmar eða fullnægjandi. Bankinn skal af þeim sökum ekki bera ábyrgð á tjóni sem beint eða óbeint má rekja til þess að upplýsingarnar séu ónákvæmar, óáreiðanlegar eða ófullnægjandi.*

*Ritið er ekki samið í þeim tilgangi að veita móttakendum neins konar ráðgjöf. Ritið er ekki ætlað sem grundvöllur fyrir ákvörðunum móttakenda.*

*Með móttöku ritsins fellst móttakandi á ofangreindan fyrirvara.*

# Efnisyfirlit

6	Formáli Guðný Helga Lárusdóttir
11	Inngangur Ásdís Eva Hannesdóttir
14	Íslenska lífeyriskerfið
50	Stjórnarstörf
76	Eignir og skuldbindingar
98	Eignastýring
142	Ábyrgar fjárfestingar og umboðsskylda
158	Áhættustýring og eftirlit
186	Aðrir þættir í rekstri lífeyrissjóða
206	Skrár

## Formáli

Guðný Helga Lárusdóttir

Allir ættu að láta sig lífeyriskerfið varða því uppbygging þess hefur mikið að segja um lífskjör almennings. Lífeyrismál eru margslungin og að mörgu er að huga í starfsemi lífeyrissjóða. Stjórnir lífeyrissjóða bera ábyrgð á starfsemi sjóðanna og hvernig lífeyrissjóðum er stýrt hefur talsvert að segja um réttindi sjóðfélaga. Því verður seint lögð of mikil áhersla á góða stjórnarhætti í starfsemi sjóðanna.

Ritnefnd kom saman sumarið 2022 og ræddi mikilvægi þess að safna saman fróðleik fyrir stjórnir lífeyrissjóða, stjórnendur, aðra sem starfa innan lífeyriskerfisins svo og fyrir þau sem vilja fræðast um málefnið. Forveri Arion banka, Kaupþing Búnaðarbanki, gaf út handbók fyrir stjórnendur lífeyrissjóða, *Lífeyrisbókina*, árið 2003 og árið 2006 gaf sami banki út endurbætta útgáfu. Við gerð þessa rits var að einhverju leyti stuðst við þær bækur og það góða starf sem áður hafði verið unnið. Í ritnefnd eru Guðný Helga Lárusdóttir, sérfræðingur í rekstri lífeyrissjóða og verðbréfa hjá Arion banka sem jafnframt er ritstjóri, Hjörleifur Arnar Waagfjörð, forstöðumaður eignastýringar fagjáfresta hjá Arion banka og formaður ritnefndar, Jóhann Möller, framkvæmdastjóri markaða hjá Arion banka, og Sigrún Hauksdóttir, forstöðumaður reksturs lífeyrissjóða og verðbréfa hjá Arion banka.

Innan Arion banka hefur í gegnum árin safnast saman mikil þekking á sviði lífeyrismála, einkum hvað varðar eignastýringu, áhættustýringu og almennan rekstur. Markmið ritsins er að fræða og dýpka þekkingu lesenda á þessum viðfangsefnum. Leitast er við að ritið snerti á öllu því helsta sem stjórnir lífeyrissjóða ættu að gera sér grein fyrir í sínum störfum þrátt fyrir að ljóst sé að umfjöllunin verði seint tæmandi.

Óhætt er að segja að um samstarfsverkefni hafi verið að ræða og eru miklar þakkir færðar öllum þeim sem komu að gerð ritsins. Ritið skiptist í

Ritnefnd Lífeyrisbókarinnar:  
Hjörleifur Arnar Waagfjörð,  
Guðný Helga Lárusdóttir, Sigrún  
Hauksdóttir og Jóhann Möller.



sjö kafla. Í fyrsta kafla eru íslenska lífeyriskerfinu gerð skil, einkum sérstöðu þess, uppbyggingu og umhverfi kerfisins og lífeyrissjóða. Ólafur Örn Jónsson, sjóðstjóri í eignastýringu fagfjárfesta hjá Arion banka, skrifaði sérstaka umfjöllun þar um stærðarþróun kerfisins. Viðfangsefni annars kafla eru stjórnarstörf og þá einna helst hvaða kröfur eru gerðar til stjórna og hver helstu hlutverk þeirra eru en kaflinn var skrifaður af Róberti Vilhjálmí Ásgeirssyni, sérfræðingi hjá Stefni. Þriðji kafla fjallar um eignir og skuldbindingar og samspil þeirra ásamt tryggingafræðilegum athugunum. Bjarni Guðmundsson tryggingastærðfræðingur skrifaði umfjöllun um

tryggingafræðilegar athuganir. Í fjórða kafla er fjallað um eignastýringu og helstu þætti sem viðkoma henni, eins og eignaflokka, tengsl ávöxtunar og áhættu, mismunandi tegundir stýringar, fjárfestingarheimildir sem bundnar eru í lög, fjárfestingarstefnu og hvernig henni er fylgt eftir og árangur metinn. Halldór Grétarsson, sjóðstjóri í eignastýringu fagfjárfesta hjá Arion banka, ritaði í þeim kafla um samanburð á ávöxtun íslenskra lífeyrissjóða. Einar Gylfi Harðarson, sérfræðingur í eignastýringu fagfjárfesta hjá Arion banka, skrifaði fimmta kafla um ábyrgar fjárfestingar og umboðsskyldu en þar er umfjöllun um vegferð lífeyrissjóða í ábyrgum fjárfestingum og stefnu sem þeir setja sér í þeim málum. Umfjöllun um umboðsskyldu var sótt í ritið *Umboðsskylda*, sem Arion banki gaf út árið 2017 og Óli Freyr Kristjánsson (1978–2019), þáverandi sérfræðingur í eignastýringu fagfjárfesta, ritstýrði. Sjötti kafli fjallar um áhættustýringu og eftirlit. Valgeir Geirsson, áhættustjóri lífeyrissjóða hjá Arion banka, skrifaði um áhættustýringu en Berglind Guðmundsdóttir og Rut Valgeirsdóttir, sérfræðingar í rekstri lífeyrissjóða og verðbréfa hjá Arion banka, skrifuðu um eftirlit. Umfjöllunarefni sjöunda kafla eru aðrir þættir í rekstri lífeyrissjóða, þá einna helst þjónusta, bakvinnsla og bókhald. Helga Sveinbjörnsdóttir, þjónustustjóri lífeyrisafurða í rekstri lífeyrissjóða og verðbréfa hjá Arion banka, ritaði um þjónustu og bakvinnslu. Linda Hróarsdóttir, hópstjóri í uppgjöri sjóða og félaga á fjármálasviði Arion banka, og Hjördís Logadóttir, sérfræðingur í uppgjöri sjóða og félaga á fjármálasviði Arion banka, skrifuðu um bókhald og ársreikninga lífeyrissjóða. Heiðrún Arna Ottesen, starfsmaður í rekstri lífeyrissjóða og verðbréfa hjá Arion banka, sá um gagnavinnslu fyrir myndir í ákveðnum köflum ritsins, ásamt ritstjóra og öðrum sem komu að skrifum. Umbrot var í höndum Ásgeirs Bragasonar, sérfræðings í eignastýringu fagfjárfesta hjá Arion



banka. Um yfirgripsmikla umfjöllun er að ræða sem snertir á öllu því helsta í starfsemi lífeyrissjóða.

Jafnframt var leitað til sérfræðinga sem þekkja vel til lífeyrismála til að rita sérstakar greinar og er þeim þakkað kærlega fyrir þeirra framlag. Þessir höfundar eru: Arnaldur Loftsson, framkvæmdastjóri Frjálsa lífeyrissjóðsins, Arne Vagn Olsen, forstöðumaður eignastýringar hjá Lífeyrissjóði verzlunarmanna, Bjarni Guðmundsson tryggingastærðfræðingur, Gylfi Jónasson, framkvæmdastjóri Festu lífeyrissjóðs, Gylfi Magnússon, prófessor við viðskiptafræðideild Háskóla Íslands, Halldór Benjamín Þorbergsson, framkvæmdastjóri Samtaka atvinnulífsins, Harpa Jónsdóttir, framkvæmdastjóri Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins, Hilmar Harðarson, formaður stjórnar Landssamtaka lífeyrissjóða og formaður lífeyrisnefndar ASÍ, Hjörleifur Arnar Waagfjörð, forstöðumaður eignastýringar fagfjárfesta hjá Arion banka, Hrafnhildur S. Mooney, sérfræðingur í áhættugreiningu hjá Seðlabanka Íslands, Ólafur K. Ólafs, framkvæmdastjóri Lífeyrissjóðs bænda, Ólafur Sigurðsson, framkvæmdastjóri Birtu lífeyrissjóðs og formaður nefndar um fjárfestingarumhverfi lífeyrissjóða hjá Landssamtökum lífeyrissjóða, Rebekka Ólafsdóttir, forstöðumaður áhættueftirlits og persónuverndarfulltrúi hjá Gildi lífeyrissjóði og formaður áhættunefndar Landssamtaka lífeyrissjóða, Sigrún Hauksdóttir, forstöðumaður reksturs lífeyrissjóða og verðbréfa hjá Arion banka, Snædís Ögn Flosadóttir, framkvæmdastjóri Lífeyrissjóðs starfsmanna Búnaðarbanka Íslands og Eftirlaunasjóðs FÍA og rekstrarstjóri Lífeyrisauka, Sturla Ómarsson, formaður stjórnar Eftirlaunasjóðs FÍA, og Þórey S. Þórðardóttir, framkvæmdastjóri Landssamtaka lífeyrissjóða. Auk þess ritaði Ásdís Eva Hannesdóttir, formaður stjórnar Frjálsa lífeyrissjóðsins, inngang ritsins.

Einlægar þakkir eru jafnframt færðar Arnaldi Loftssyni, framkvæmdastjóra Frjálsa lífeyrissjóðsins, Halldóri Grétarssyni, sjóðstjóra í eignastýringu fagfjárfesta hjá Arion banka, Hlédísi Sigurðardóttur, sjálfbærnistjóra hjá Arion banka, Margréti Sveinsdóttur, fyrrverandi framkvæmdastjóra markaða hjá Arion banka, Snædísi Ögn Flosadóttur, framkvæmdastjóra Lífeyrissjóðs starfsmanna Búnaðarbanka Íslands og Eftirlaunasjóðs FÍA og rekstrarstjóra Lífeyrisauka, Hrafnhildi Árnadóttur, Írisi Björk Hreinsdóttur og K. Ragnheiði Eiríksdóttur, lögfræðingum í lögfræðiráðgjöf Arion banka, fyrir yfirlestur og góðar ráðleggingar. Guðrúnu Ólöfu Hrafnadóttur, sérfræðingi í markaðsmálum og þjónustuþróun hjá Arion banka, er einnig þakkað kærlega fyrir almennar ráðleggingar um bókaútgáfu og markaðsmál sem og Júlíu Heiðari Halldórssyni, viðburðastjóra í markaðsmálum og þjónustuþróun hjá Arion banka, fyrir myndatöku og myndvinnslu.

Það er von ritstjóra að lesendur hafi gagn og ánægju af.

Reykjavík, apríl 2023  
Guðný Helga Lárusdóttir  
ritstjóri

## Inngangur

Ásdís Eva Hannesdóttir



Ásdís Eva Hannesdóttir, formaður stjórnar Frjálsa lífeyrissjóðsins.

Eignir íslenskra lífeyrissjóða hafa aukist mjög á undanförunum árum og að sama skapi hafa starfsemi og umsvif þeirra gjörbreyst. Lífeyrissjóðir gegna sífellt mikilvægara félags- og tryggingarhlutverki og þjóðhags- og efnahagsleg áhrif þeirra eru óumdeild. Ábyrgð þeirra sem fara fyrir lífeyrissjóðum er því sannarlega mikil gagnvart sjóðfélögum og í raun öllum haghöfum.

Sem dæmi um breytingar síðustu ára má nefna að í desember 2021 staðfesti fjármála- og efnahagsráðuneytið nýjar dánar- og eftirlifendatöflur þar sem því er spáð að meðalaldur haldi áfram að hækka. Meðalævi Íslendinga hefur lengst, þar með fjölgar þeim árum sem taka lífeyris stendur yfir og eignir lífeyrissjóðanna þurfa því að endast lengur en áður. Þessi þróun kemur ekki á óvart. Miklar framfarir í læknavísindum, aukin vitneskja um heilsu og forvarnir og aukin velmegun þjóðarinnar eiga sinn þátt í auknu langlífi.

Til að samræma og jafna iðgjöld á almennum og opinberum vinnu- markaði samþykkti Alþingi að hækka lágmarksiðgjald úr 12% í 15,5% og tóku þær breytingar gildi í ársbyrjun 2023. Hluta þess iðgjalds, allt að 3,5%, mega lífeyrissjóðir bjóða sjóðfélögum að ráðstafa í tilgreinda séreign. Annað dæmi um breytingar sem snerta okkur öll eru þættir eins og loftslagsbreytingar og hlýnun jarðar, nokkuð sem kallar á aðra nálgun við heildarmat fjárfestinga og þær kröfur sem gerðar eru. Við fjárfestingar- ákvarðanir eru í dag gerðar síauknar kröfur um að horfa til fleiri þátta en eingöngu fjárhagslegra því að fjárfestingar geta vissulega haft áhrif á lífsgæði á margan hátt. Í dag þykir til að mynda flestum sjálfsagt að tekið sé tillit til umhverfis, félagslegra þátta og stjórnarháttanna við mat fjárfestinga og eftirspurn eftir fjárfestingum tengdum þessum málefnum fer vaxandi.

Mikil ábyrgð fylgir því að vera stjórnarmaður í lífeyrissjóði. Mikilvægt er að samsetning stjórnar lífeyrissjóða endurspeglir fjölbreytileika samfélagsins og ólíka reynslu. Löggin tryggja að jafnræðis sé gætt í kynjaskiptingu stjórnar en það er í raun eini setti ramminn fyrir utan lögbundið hæfi stjórnarmanna. Aðilar sem taka að sér stjórnarsetu þurfa að tryggja að þeir hafi nauðsynlegan tíma og getu til að sinna stjórnarstörfum, hafi þekkingu og áhuga á starfsemi lífeyrissjóðakerfisins og séu tilbúnir að leitast ávallt við að taka sjálfstæðar og upplýstar ákvarðanir með hagsmuni sjóðfélaga að leiðarljósi. Stjórnir lífeyrissjóðanna þurfa að auki að geta lesið í þarfir mismunandi kynslóða og brugðist við breyttu gildismati hverju sinni. Ekki er ólíklegt að við val á lífeyrissjóðum í framtíðinni verði horft til þeirra lífeyrissjóða sem leggja áherslu á ábyrgar fjárfestingar og láta sig heildarhagsmuni sjóðfélaga og haghafa varða.

Sjóðfélagar margra sjóða, líkt og Frjálsa lífeyrissjóðsins, hafa frjálst val þegar kemur að lífeyrissparnaði. Þeir völdu að ráðstafa lífeyrissparnaði sínum til Frjálsa lífeyrissjóðsins og ef þeim líkar ekki við einhverja þætti í rekstri sjóðsins geta þeir farið frá sjóðnum. Þeir geta valið á milli tveggja skyldusparnaðarleiða við ráðstöfun iðgjalda út frá áherslum á sveigjanleika við útgreiðslu eða erfanleika og hafa val um misáhættusamar fjárfestingarleiðir fyrir séreign sína. Allir stjórnarmenn eru kosnir af sjóðfélögum á ársfundi sjóðsins en auk þess taka sjóðfélagar ákvarðanir um breytingar á samþykktum sjóðsins. Því er óhætt að segja að við umgjörð sjóðsins sé mikil áhersla lögð á sjóðfélagalýðræði. Valfrlesið sem er við lýði hjá Frjálsa lífeyrissjóðnum hefur mælst vel fyrir hjá sjóðfélögum og áhugavert verður að sjá hvaða valkostir bjóðast í framtíðinni.

Það er mikil áskorun að fræða sjóðfélaga um starfsemi lífeyrissjóða, ólíka valkosti sem standa til boða og, þegar að því kemur, hvernig best sé að haga útgreiðslum. Helstu verkfæri lífeyrissjóða til að veita upplýsingar í dag eru heimasíður sjóðanna svo og aðrir rafrænir miðlar en lífeyrissjóðir hafa líkt og aðrir tekið þátt í stafrænni þróun og nýta margir tæknina til að koma upplýsingum til sjóðfélaga í gegnum snjallforrit og á samfélagsmiðlum. Allir sjóðfélagar hafa á einn eða annan hátt möguleika á að nálgast upplýsingar um innborgun iðgjalda, áunnin réttindi og áætluð réttindi við starfslok miðað við áframhaldandi iðgjaldagreiðslur. Einhverjir hafa þegar möguleika á að skoða stöðu sína daglega í símanum eða öðrum snjalltækjum, aðrir láta sér nægja að fá sent tvisvar á ári yfirlit frá lífeyrissjóðnum sínum. Sjóðfélögum er nauðsyn að hafa góðar og aðgengilegar upplýsingar sem hægt er að nálgast út frá ólíkum þörfum. Með ríkri upplýsingagjöf geta sjóðfélagar fylgst vel með starfsemi sjóðsins og veitt stjórnnum lífeyrissjóða aðhald. Mikil framþróun hefur þegar átt sér stað og heldur án efa áfram á komandi árum til hagsbóta fyrir sjóðfélaga.

Í þessu riti er margan fróðleik að finna sem vonandi getur eflt og upplýst þau sem að starfsemi lífeyrissjóða koma með einum eða öðrum hætti svo og hinn almenna lesanda. Fyrir hönd Frjálsa lífeyrissjóðsins óska ég lesendum ánægjulegrar yfirferðar.

Ásdís Eva Hannesdóttir.



**Fyrsti kafli**  
**Íslenska lífeyrisherfið**

## Sérstaða íslenska lífeyriskerfisins

Í gegnum tíðina hefur íslenska lífeyrissjóðakerfið vakið athygli utan landsteinanna einkum vegna viðtækrar þátttöku, sjóðsöfnunar og samtryggingar. Grunnurinn að núverandi lífeyrissjóðakerfi var lagður við gerð kjarasamninga árið 1969 en í þeim var kveðið á um stofnun lífeyrissjóða með almennri þátttöku launþega og fullri sjóðsöfnun. Síðar voru lög sett á grundvelli þessara samninga sem skylduðu alla launamenn og atvinnurekendur til að greiða iðgjöld til lögbundinna eða viðurkenndra lífeyrissjóða. Núverandi lög um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða eru frá árinu 1997.

Sérstaða íslenska lífeyriskerfisins er fólgin í lagalegri skyldu þess að greiða í lífeyrissjóð og samtryggingunni sem því fylgir. Í lögum nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða (hér eftir einnig „lífeyrissjóðalögin“ eða „lögin“) er kveðið á um að öllum launamönnum og þeim sem stunda atvinnurekstur eða sjálfstæða starfsemi sé rétt og skylt að tryggja sér lífeyrisréttindi með aðild að lífeyrissjóði frá og með 16 ára aldri til 70 ára aldurs.

Sjóðsöfnun íslenska lífeyriskerfisins felur í sér að greiðslur sjóðfélaga eru lagðar fyrir mánaðarlega og þannig skapast réttindi fyrir töku lífeyris síðar. Líta má svo á að hver kynslóð spari fyrir sig með því að leggja fjármuni í lífeyrissjóðina. Lífeyrissjóðir verða að geta sýnt fram á að þeir geti staðið við skuldbindingar sínar miðað við ákveðnar forsendur, það er að segja að ekki sé misvægi milli eigna og þeirra skuldbindinga sem markmiðið er að standa undir.

Gegnumstreymiskerfi er oft nefnt sem andstæða sjóðsöfnunar en þar eru iðgjöld eða skattar notaðir beint til að standa skil á greiðslu lífeyris. Aldurssamsetning þjóða getur verið breytileg og ef þjóðir eldast getur það komið í hlut færri handa að greiða lífeyrinn.



Ákveðin samtrygging er innbyggð í íslenska lífeyrissjóðakerfið en sjóðfélagar lífeyrissjóða bera fjárfestingaráhættu og lýðfræðilega áhættu saman og verja hver annan og fjölskyldur sínar fyrir tekjumissi vegna örorku og andláts. Samtrygging íslenska kerfisins tryggir sjóðfélögum rétt á ellilífeyri til æviloka, örorkulífeyri ef til starfsorkumissis kemur vegna slyss eða veikinda, maka- og barnalífeyri vegna fráfalls sjóðfélaga og barnalífeyri vegna örorku sjóðfélaga. Lífeyrissjóðirnir hafa gert samkomulag um samskipti sín á milli<sup>1</sup> sem tryggir sjóðfélaga gegn réttindamissi þó að þeir skipti um starfsvettvang eða lífeyrissjóð á lífsleiðinni.

Lífeyriskerfið stendur ætíð frammi fyrir mörgum áskorunum en á undanförnum árum hefur kerfið farið ört vaxandi. Þegar rætt er um vöxt á eignum lífeyrissjóða er þó vert að minnast þess að á móti auknum iðgjöldum myndast auknar skuldbindingar við sjóðfélaga. Mikilvægt er að halda vel á keflinu og verja sjálfbærni kerfisins svo tryggt sé að lífeyrissjóðir geti staðið við skuldbindingar sínar.

Áberandi hefur verið í umræðunni óhagstæð lýðfræðileg þróun á samsetningu sjóðfélaga þar sem þjóðin lifir sífelld lengur og það kallar á aukinn lífeyrissparnað. Við kringumstæður sem þessar, aukið langlífi og frekari sjóðsöfnun, er ekki óeðlilegt að velta fyrir sér mögulegum breytingum á lífeyriskerfinu þar sem eftirlaunaaldur gæti verið hækkaður að einhverju leyti og aukin atvinnuþátttaka verði meðal aldraðra. Í gegnumstreymiskerfi líkt og í almannatryggingakerfinu getur reynst krefjandi þegar lífeyrisbyrðin eykst og er misjöfn milli kynslóða. Færa má rök fyrir því að vægi almannatrygginga af heildarkerfinu fari minnkandi í framtíðinni en þó nokkur umræða hefur átt sér stað um breytingar á kerfinu í gegnum árin. Almannatryggingakerfið hefur færst að einhverju leyti frá því að vera grunnstoðin og ef hlutur þess fer minnkandi er enn ríkari ástæða til að huga vel að umgjörð lífeyrissjóða svo að þeir geti staðið við skuldbindingar sínar.

Á undanförunum árum hefur aukin hagræðing átt sér stað og lífeyrissjóðum fækkað. Árið 1980 voru til að mynda 96 lífeyrissjóðir starfandi en nú er aðeins 21 lífeyrissjóður starfandi og þar af nokkrir sem taka ekki lengur við iðgjöldum heldur greiða eingöngu sjóðfélögum sínum lífeyri.

# Íslenska lífeyriskerfið í alþjóðlegum samanburði

Pórey S. Þórðardóttir



Pórey S. Þórðardóttir,  
framkvæmdastjóri  
Landssamtaka lífeyrissjóða.

Alþjóðabankinn birti tímamótaskýrslu árið 1994 þar sem mælt var með þriggja stöða lífeyriskerfi. Flest iðnríki heimsins fylgja þessari leiðsögn, þar á meðal Ísland.

- Stoð 1: Opinbert lífeyriskerfi með skylduaðild, fjármagnað með sköttum.
- Stoð 2: Lífeyrissparnaðarkerfi með skylduaðild, fullfjármagnað.
- Stoð 3: Frjáls lífeyrissparnaður, fullfjármagnaður.

Á Íslandi hefur venjan verið að tala um almannatryggingar (Tryggingastofnun) sem fyrstu stoð, lífeyrissjóðina (samtryggingarsjóði) sem aðra stoð og viðbótarlífeyrissparnaðinn (hjá lífeyrissjóðum, bönkum og tryggingafélögum) sem þriðju stoð.

Íslenska kerfið hefur þó sérstöðu að því leyti að önnur stoðin, lífeyrissjóðirnir, vegur þyngra í uppsöfnun réttinda og útgreiðslu lífeyris en annars staðar eru dæmi um. Auk þess er Ísland eina ríkið innan OECD sem er með lögbundna skyldu til að greiða iðgjöld af launum í lífeyrissjóð, aðra stoðina, og nær þessi skylda bæði til launafólks og þeirra sem eru sjálfstætt starfandi. Samanburður á lífeyriskerfum er einkum tvenns konar:

## Núverandi staða

Annars vegar eru kjör þeirra sem eru á lífeyri borin saman við meðaltekjur eða miðgildi ráðstöfunartekna og fátæktarmörk viðkomandi ríkis. Það eru einkum hagstofur ríkjanna sem reikna þessar stærðir út og síðan fæst samanburðurinn úr staðtölum alþjóðastofnana á borð við Eurostat (evrópska hagskýrslusamstarfið), OECD (Efnahags- og framfarastofnunina) og Sameinuðu þjóðirnar.

Hér má nefna að Ísland er meðal þeirra ríkja þar sem fátækt meðal eldri

borgara er minnst og yfirleitt kemur Ísland vel út úr öðrum samanburði af þessum toga. Hafa þó í huga að þeir Íslendingar sem nú eru komnir á lífeyristökualdur hafa almennt ekki náð að byggja upp full réttindi nema hluta starfsævinnar. Framan af voru iðgjöld lægri og náðu í fyrstu einungis til dagvinnulauna.

### **Framtíðarstaða**

Hins vegar er reiknað út hverju lífeyriskerfið mun að óbreyttu skila þeim sem eru nú að koma inn á vinnumarkaðinn og sá lífeyrir borinn saman við væntar meðal-ævitekjur og tekjur við starfslok. OECD gerir slíkan samanburð á tveggja ára fresti fyrir á fimmta tug ríkja. Ísland hefur einnig komið vel út í þeim samanburði.

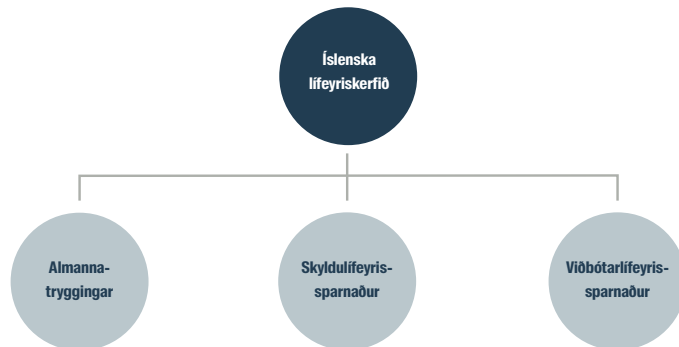
Um árabíl hefur verið reiknuð út alþjóðleg vísitala lífeyriskerfa, Mercer CFA Global Pension Index. Ísland tók þátt í vísitalunni árin 2021 og 2022 og lenti í bæði skiptin í efsta sæti, fyrir ofan Danmörku og Holland sem áður höfðu skipst á um að verma efsta sætið. Þessi þrjú ríki voru árið 2022 þau einu af 44 sem fengu A-einkunn, yfir 80 stig af 100 mögulegum. Í þessum samanburði byggja Mercer og CFA á útreikningum OECD um væntan lífeyri í framtíðinni og ýmsum öðrum hagtölum frá alþjóðlegum stofnunum, auk þess að leggja mat á regluverk og aðra eiginleika. Í umsögn Mercer CFA um styrk íslenska kerfisins segir:

- Tiltölulega ríflegur lífeyrir frá ríkinu (TR).
- Samtryggingarlífeyrissjóðir alls launafólks með hárra iðgjaldaprósentu sem leiðir til þess að verulegar eignir eru lagðar til hliðar fyrir framtíðina.
- Góðir stjórnhættir og regluverk lífeyrissjóða í kerfi með góða eiginleika. ■

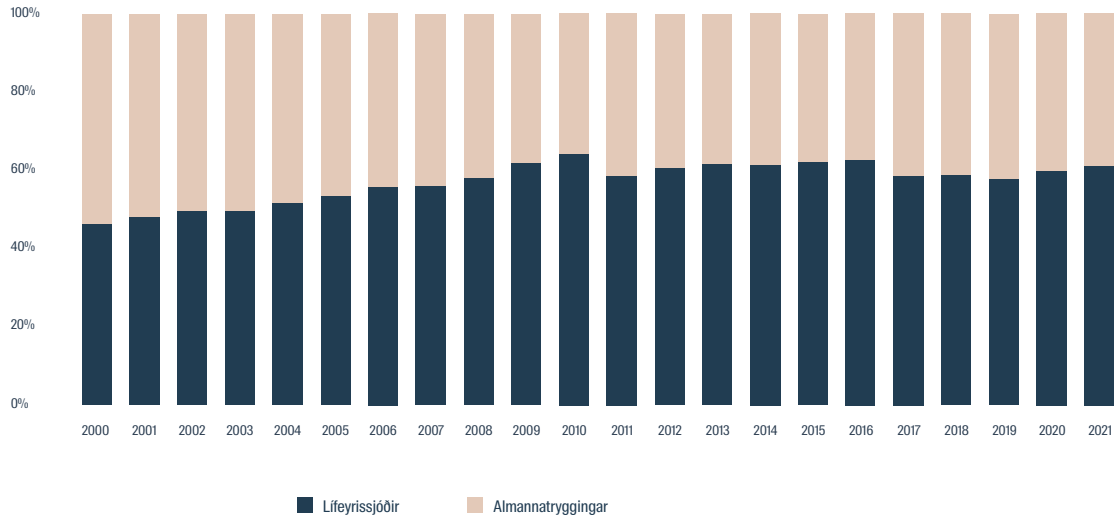
## Þriggja stoða lífeyriskerfi

Íslendingar búa við þriggja stoða lífeyriskerfi sem samanstendur af almannatryggingum, skyldulífeyrissparnaði hjá lífeyrissjóðum og valkvæðum viðbótarlífeyrissparnaði. Íslenska kerfið í heild sinni má segja að sé blanda af sjóðsöfnun og gegnumstreymi. Lífeyrissjóðakerfið er byggt á sjóðsöfnun en almannatryggingakerfið er gegnumstreymiskerfi þar sem lífeyririnn er greiddur af ríkissjóði og fjármagnaður með skattgreiðslum.

Mynd 1.1  
Uppbygging íslenska  
lífeyriskerfisins.



Þriggja stoða lífeyriskerfi er eitt grunnhugtakanna í lífeyrissjóðsumræðunni en Alþjóðabankinn mælti með þess háttar fyrirkomulagi í tímamóta-skýrslunni *Averting the Old Age Crisis*<sup>ii</sup> sem kom út árið 1994. Íslenska lífeyriskerfið var í fyrsta sæti í alþjóðlegum samanburði á vegum ráðgjafar-fyrirtækisins Mercer og samtakanna CFA Institute árið 2021<sup>iii</sup> og aftur árið 2022<sup>iv</sup> en matið er að jafnaði framkvæmt árlega. Við matið er litið til nægjanleika kerfis, sjálfbærni og trausts.



### Mynd 1.2

Ellilífeyrir á Íslandi.  
 Heimildir: Landssamtök  
 Lífeyrissjóða, Fjármálaeftirlit  
 Seðlabanka Íslands og  
 Tryggingastofnun ríkisins.

### Fyrsta stoðin – Lífeyrir almannatrygginga

Með almannatryggingakerfi er eftirlaunabegum tryggður lágmarkslífeyrir. Lífeyririnn er greiddur úr ríkissjóði og fjármagnaður með skattgreiðslum. Því getur fjárhagsstaða og aldurssamsetning þjóðar haft áhrif á þróun greiðslna. Samkvæmt 17. gr. laga nr. 100/2007 um almannatryggingar (hér eftir einnig „almannatryggingalög“) öðlast þeir sem náð hafa 67 ára aldri og hafa verið búsettir á Íslandi í að minnsta kosti þrjú almanaksár frá 16 ára til 67 ára aldurs rétt til ellilífeyris. Ellilífeyrisgreiðslur frá almannatryggingum eru tekjutengdar og lækka eftir því sem aðrar tekjur hækka og þar með geta greiðslur úr lífeyrissjóði haft áhrif á greiðslu lífeyris frá almannatryggingum.

Almannatryggingar greiða einnig örorkulífeyri, dánarbætur og barnalífeyri. Ef óvinnufærni er metin 75% og er varanleg þá greiðir Tryggingastofnun ríkisins örorkulífeyri til einstaklinga á aldrinum 18 til 67 ára ef einstaklingur hefur búið á Íslandi eða í öðru norrænu landi á tímabilinu. Einstaklingur þarf að hafa verið búsettur á Íslandi að minnsta kosti síðustu þrjú árin fyrir umsókn og á það sama við um búsetu í norrænu landi, þó með því viðbótarskilyrði að einstaklingur hafi verið búsettur á Íslandi í að minnsta kosti eitt ár frá 16 ára aldri. Ef óvinnufærni er metin 50% er hægt að sækja um örorkustyrk. Hafa þarf í huga að skattskyldar tekjur hafa áhrif á örorkulífeyri.<sup>9</sup>

### Önnur stoðin – Skyldusparnaður lífeyrissjóða

Hérlendis er skylduaðild að lífeyrissjóði en með slíku er átt við að allir vinnandi einstaklingar á aldrinum 16 til 70 ára, launþegar og sjálfstætt starfandi, greiða í lífeyrissjóð. Í 3. gr. lífeyrissjóðalaganna kemur fram að samkvæmt lögum um atvinnuleysistryggingar skuli atvinnuleysisbætur einnig teljast til iðgjaldsstofns. Lífeyriskerfið er samtryggingarkerfi þar sem sjóðfélagar tryggja hver öðrum ellilífeyri til æviloka og verja sjóðfélaga og fjölskyldur þeirra fyrir tekjumissi vegna örorku eða andláts. Þó bjóða sumir sjóðir upp á að

hluta skylduiðgjalds sé ráðstafað í séreign og öllum sjóðum er heimilt að bjóða upp á svokallaða tilgreinda séreign en nánari umfjöllun um hana er að finna hér á eftir.

Iðgjaldið sem greitt er í lífeyrissjóð nemur að minnsta kosti 15,5% af iðgjaldsstofni. Iðgjaldið skiptist í framlag launþega er nemur 4% og framlag launagreiðanda er nemur 11,5%. Þegar iðgjöld eru greidd í lífeyrissjóð eru þau ekki skattlögð. Hins vegar þegar lífeyrisgreiðslur úr lífeyrissjóðunum hefjast eru greiðslurnar skattlagðar eins og launatekjur. Greiðslu tekjuskatts er þannig í raun frestað þar til útgreiðslur hefjast. Enginn fjármagnstekjuskattur er greiddur af vaxtatekjum. Lífeyrisgreiðslur ráðast af iðgjaldagreiðslum yfir starfsævina og hver endanleg greiðsla verður ræðst helst af launaþróun, afkomu og réttindakerfum sjóða. Með því að greiða í lífeyrissjóð safna sjóðfélagar upp réttindum til greiðslu ævilangs ellilífeyris, örorku-, maka- og barnalífeyris.

### **Tilgreind séreign**

Í kjarasamningum ASÍ og SA frá 2016<sup>vi</sup> var þeim sem starfa á almennum vinnumarkaði og heyra undir kjarasamningana gert kleift að ráðstafa hluta skylduiðgjalds í tilgreinda séreign. Samið var um hækkun móttframlags launagreiðanda í þrepum í kjarasamningunum og móttframlagið nemur nú 11,5% en 3,5% má ráðstafa að öllu leyti eða að hluta í tilgreinda séreign. Með breytingum á lífeyrissjóðalögunum sem tóku gildi árið 2023<sup>1</sup> var lögfest heimild til að ráðstafa hluta iðgjalds í tilgreinda séreign. Lífeyrissjóðir geta því kveðið á um í samþykktum sínum að sjóðfélögum standi til boða að ráðstafa allt að 3,5% af iðgjaldsstofni í tilgreinda séreign. Sjóðfélagar ráða hvort þeir ráðstafa auknu iðgjaldi í tilgreinda séreign eða í samtryggingu en ef ekkert er valið fer iðgjaldið í samtryggingardeild. Meðaltal réttindaöflunar til ævilangs ellilífeyris og örorkulífeyris lækkar í hlutfalli við hlutfall iðgjalds sem er ráðstafað til tilgreindrar séreignar en verður þó aldrei lægra en sem nemur 1,4% á ári af þeim iðgjaldsstofni sem greitt er af.

Hægt er að taka tilgreinda séreign út þegar sjóðfélagi hefur náð að minnsta kosti 62 ára aldri og skal útgreiðslan dreifast á jafnar mánaðarlegar greiðslur frá því að sjóðfélagi óskar eftir útgreiðslu og þar til hann nær 67 ára aldri. Eingreiðsla er heimil frá 67 ára aldri ef sjóðfélagi óskar þess eða fyrir 67 ára aldur ef um óverulega upphæð er að ræða. Verði réttthafi öryrki verður tilgreind séreign laus til útborgunar í samræmi við viss skilyrði og er hún erfanleg líkt og aðrar séreignir.

### **Ellilífeyrir**

Þegar að eftirlaunaaldri er komið er hægt að óska eftir að útgreiðsla ellilífeyris hefjist en samtryggingarhluti eftirlauna felur í sér að sjóðfélagar fá jafnar mánaðarlegar greiðslur til æviloka. Í samþykktum lífeyrissjóða eru ákvæði um hvenær taka ellilífeyris getur hafist en löggin kveða á um að sjóðfélagi eigi að hafa náð 65 til 70 ára aldri. Í lögum segir þó einnig að sjóðunum sé heimilt að gefa sjóðfélögum kost á að fresta eða flýta töku lífeyris enda

<sup>1</sup>  
Lög nr. 55/2022

hefjist taka lífeyris ekki fyrir en sjóðfélagi verður 60 ára. Ef töku ellilífeyris er flýtt lækka mánaðarlegar greiðslur í samræmi við það þar sem þær ná yfir lengri tíma en ef henni er seinkað hækka þær hins vegar.

### **Hálfur lífeyrir**

Hægt er að sækja um svokallaðan hálfan lífeyri frá 65 ára aldri. Það felur í sér að sótt er um hálfan ellilífeyri hjá lífeyrissjóðum og hálfan ellilífeyri hjá Tryggingastofnun ríkisins. Nánar er kveðið á um hálfan lífeyri í 4. mgr. 17. gr. almannatryggingalaga. Þar kemur fram að heimilt er að greiða hálfan áunninn ellilífeyri frá 65 ára aldri til þeirra sem eiga rétt á ellilífeyri frá skyldubundnum atvinnutengdum lífeyrissjóðum og hafa fengið samþykki viðkomandi sjóða til að taka hálfan lífeyri hjá þeim og fresta töku lífeyris að hálfu. Þá segir þar einnig að skilyrði um samþykki viðkomandi sjóða eigi einungis við um þá lífeyrissjóði sem heimila greiðslu lífeyris að hluta. Jafnframt þarf umsækjandi að vera virkur á vinnumarkaði en má þó ekki vera í meira en hálfu starfi.

### **Skipting ellilífeyrisréttinda**

Ellilífeyrisréttindum er hægt að skipta með maka eða sambúðaraðila en þá þarf að undirrita samning þess efnis og skiptingin þarf að vera gagnkvæm. Mögulegt er að skipta ellilífeyrisgreiðslum sem þegar eru hafnar og gengur þá skiptingin til baka við andlát, áunnum ellilífeyrisréttindum ef það er gert áður en sjóðfélagi verður 65 ára og framtíðarréttindum. Skipting réttinda nær einungis til þeirra réttinda sem ávinnast á meðan á hjúskap eða sambúd stendur og þeim er í mesta lagi hægt að skipta til helminga. Séreign er einnig hægt að skipta með maka eða sambúðaraðila.

### **Örorkulífeyrir**

Enginn veit hvað morgundagurinn ber í skauti sér og allir geta lent í slysi eða orðið fyrir alvarlegum veikindum. Örorkutiðni fer að öllu jöfnu hækka með auknum lífaldri og með samtryggingarkerfinu er sjóðfélögum tryggður örorkulífeyrir ef til starfsorkumissis kemur, að vissum skilyrðum uppfylltum.

Lífeyrissjóðir greiða örorkulífeyri til sjóðfélaga verði þeir óvinnufærir vegna sjúkdóma eða slysa en flestir lífeyrissjóðir miða við að orkutapið sé metið 50% eða meira og að sjóðfélagi hafi greitt í lífeyrissjóð í að minnsta kosti tvö ár. Örorkulífeyrir greiðist til ákveðins aldurs sem skilgreindur er í samþykktum lífeyrissjóða en þá taka ellilífeyrisgreiðslur við. Lífeyrissjóðunum er falið að setja í samþykktir sínar frekari reglur um mat á orkutapi og er almennt horft til orkutaps til fyrri starfa fyrstu eitt til þrjú árin en að þeim tíma liðnum er miðað við orkutap til almennra starfa. Örorkuréttur myndi því falla niður ef viðkomandi væri þá fær um að vinna almenn störf. Skilyrði fyrir greiðslu örorkulífeyris er að sjóðfélagi hafi sannanlega orðið fyrir tekju-skerðingu vegna slyss eða langvarandi veikinda og geta greiðslur ekki orðið hærrí en tekjumissirinn sem sjóðfélaginn verður fyrir.

Tekið er mið af áunnum og framreiknuðum lífeyrisréttindum sjóðfélaga við greiðslu örorkulífeyris. Áunnin réttindi eru þau réttindi sem sjóðfélagi

hefur áunnið sér með greiddum iðgjöldum en framreiknuð réttindi eru reiknuð réttindi sem hefðu áunnist hefði sjóðfélagi greitt áfram í sjóðinn til ákveðins aldurs sem skilgreindur er í samþykktum lífeyrissjóða. Skilyrði fyrir framreikningi geta verið mismunandi milli sjóða en í lögum kemur fram að örorkulífeyrir er framreiknaður ef sjóðfélaginn hefur greitt í lífeyrissjóð í að minnsta kosti þrjú ár á síðustu fjórum árum og þar af að minnsta kosti í sex mánuði á síðasta tólf mánaða tímabili. Jafnframt má sjóðfélagi ekki hafa misst starfsorku vegna ofnotkunar áfengis, lyfja eða fíkniefna. Við framreikning réttinda er yfirleitt tekið mið af meðaliðgjaldi sem sjóðfélaginn hefur greitt síðastliðin þrjú ár fyrir orkutapið. Gagnlegt er fyrir einstaklinga sem hverfa tímabundið af vinnumarkaði að kynna sér áhrif fjarverunnar á lífeyrisréttindi þar sem framreikningsréttindi geta fallið niður og tíma tekur að öðlast þau að nýju. Lífeyrissjóðir hafa gert samning um skiptingu á framreikningi ef sjóðfélagi verður öryrki fyrstu árin eftir að hann skiptir um lífeyrissjóð. Áunnin réttindi geymast þótt sjóðfélagi skipti um lífeyrissjóð og hann á enn rétt hjá fyrri sjóðum sem miðast við áunnin réttindi við greiðslu örorkulífeyris. Samkomulag lífeyrissjóða einfaldar einnig umsóknarferlið þar sem það nægir að sækja um útgreiðslu hjá þeim lífeyrissjóði sem síðast var greitt til og sá sjóður sér um að áframsenda umsóknina á aðra sjóði, óski sjóðfélagi eftir því.

Örorkulífeyrisþegar sem eru með barn á framfæri fá einnig greiddan barnalífeyri með hverju barni undir 18 ára aldri. Yfirleitt er um fasta fjárhæð að ræða sem breytist samkvæmt þróun vísitölu neysluverðs. Mikilvægt er að kynna sér reglur hjá þeim lífeyrissjóðum sem viðkomandi sjóðfélagi hefur greitt í þar sem ákvæði um örorkulífeyri eru mismunandi milli sjóða.

### ***Maka- og barnalífeyrir***

Við fráfall sjóðfélaga greiða lífeyrissjóðir maka- og barnalífeyri til eftirlifandi maka og barna sem sjóðfélagi hefur haft á framfæri og eru yngri en 18 ára. Þó greiða sumir sjóðir barnalífeyri lengur. Maki er skilgreindur í lífeyrissjóðalögum sem aðili sem var í hjúskap eða óvígðri sambúð með sjóðfélaga. Reglur um makalífeyri eru misjafnar milli lífeyrissjóða en í 16. gr. laganna er kveðið á um að makalífeyrir greiðist að lágmarki í 24 mánuði. Hafi makinn barn yngra en 18 ára á framfæri sínu, sem sjóðfélaginn hafði áður á framfæri sínu, eða ef makinn er að minnsta kosti 50% öryrki og yngri en 67 ára skal fullur makalífeyrir greiddur á meðan það ástand varir. Makalífeyrir er greiddur lögum samkvæmt hafi sjóðfélagi greitt iðgjöld til lífeyrissjóðs í að minnsta kosti 24 mánuði á undanförunum 36 mánuðum, verið á elli- eða örorkulífeyri við andlát eða öðlast rétt til framreiknings. Hafi sjóðfélagi verið virkur, það er greitt lágmarksfjárhæð til sjóðsins í að minnsta kosti þrjú ár af síðustu fjórum og í sex mánuði af síðustu tólf, þá er tekið mið af framreiknuðum réttindum við greiðslu makalífeyris en ef sjóðfélagi var hættur að greiða iðgjöld er miðað við geymd áunnin réttindi. Maki má nýta skattkort hins látna í 9 mánuði frá andláti en réttur á makalífeyri fellur niður ef gengið er í hjónaband á ný eða stofnað er til sambúðar.



Samkvæmt 17. gr. laganna er barnalífeyrir greiddur til barna sem sjóðfélagi hafði á framfæri sínu og greiðslur eru til að minnsta kosti 18 ára aldurs. Barnalífeyrir er greiddur til barna ef sjóðfélagi hafði greitt iðgjöld í að lágmarki 24 mánuði af síðustu 36 mánuðum, eða 6 mánuði af síðustu 12, verið á elli- eða örorkulífeyri eða öðlast rétt til framreiknings. Oftast er um fasta fjárhæð að ræða sem er óháð tekjum sjóðfélagsans. Auk þess fá örorkulífeyrisþegar greiddan barnalífeyri ef þeir eru með barn á framfæri undir 18 ára aldri.

### Þriðja stoðin – Viðbótarlífeyrissparnaður

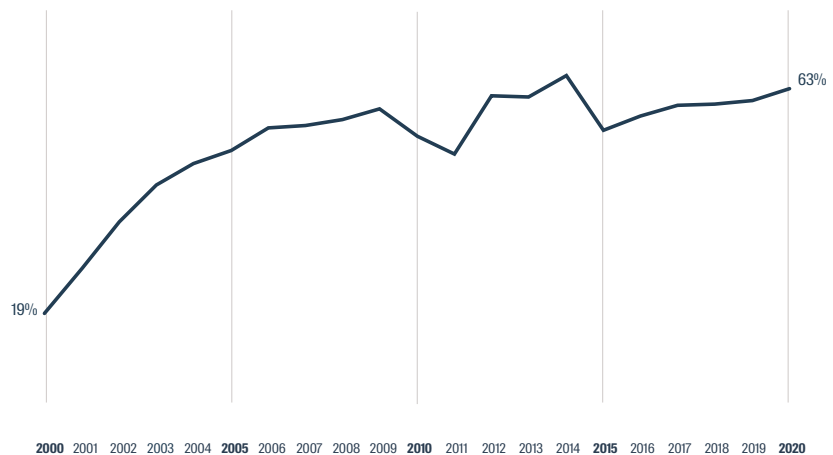
Árið 1999 var viðbótarlífeyrissparnaði, þriðju stoð íslenska lífeyriskerfisins, komið á hér á landi. Um er að ræða sparnaðarform sem felur í sér að launþegi má ráðstafa allt að 4% af heildarlaunum sínum í viðbótarlífeyrissparnað en flestir kjarasamningar kveða á um að þeir sem greiða að minnsta kosti 2% af launum í viðbótarlífeyrissparnað fái mótframlag frá launagreiðanda sem nemur 2%. Enginn tekjuskattur er greiddur við innborgun en hann er hins vegar greiddur við útborgun, féð er ávaxtað hjá lífeyrissjóði eða vörsluaðila séreignarsparnaðar og enginn fjármagnstekjuskattur er greiddur af ávöxtun. Ráðstöfunartekjur lækka almennt við starfslok og viðbótarlífeyrissparnaður er því mikilvæg viðbót við ráðstöfunartekjur þegar þeim tímamótum er náð. Sparnaðurinn sem er að fullu erfanlegur er bundinn til 60 ára aldurs og sjóðfélagi ákveður hvornig hann vill háttá útgreiðslum. Inneignin skiptist samkvæmt erfðalögum nr. 8/1962 og gengur því til maka og barna eða annarra lögerfingja en ekki er greiddur erfðafjárskattur af viðbótarlífeyrissparnaði. Við gjaldþrot geta kröfuhafar ekki gengið á viðbótarlífeyrissparnað.

Viðbótarlífeyrissparnaður er valfrjál og þeir sem kjósa þess háttar sparnaðarform verða að gera samning við vörsluaðila séreignarsparnaðar. Þegar vörsluaðili er valinn er gott að hafa í huga að árangur þeirra er misjafn og ávöxtunarleiðir eru ólíkar. Best er að velja sér vörsluaðila og ávöxtunarleið með tilliti til áhættuþols og sparnaðartíma. Viðbótarlífeyrissparnaður getur einnig komið að góðum notum við fjármögnun íbúðarhúsnæðis.

#### Mynd 1.3

Þróun á fjölda fólks sem greiðir viðbótarlífeyrissparnað sem hlutfall af vinnuafli.

Heimild: Tíund, fréttablað ríkisskattstjóra og Hagstofa Íslands.



### **Skipting viðbótarlífeyrissparnaðar og frjálsrar séreignar**

Heimilt er samkvæmt lífeyrissjóðalögunum að skipta viðbótarlífeyrissparnaði og frjálsri séreign, sem er sá hluti iðgjalds sem ráðstafað er til viðbótartryggingaverndar, milli einstaklinga sem eru eða hafa verið í hjúskap eða óvígðri sambúð. Skiptingin þarf að vera gagnkvæm og má að hámarki vera 50% af heildareign rétthafa sem myndaðist á meðan hjúskapur eða sambúð stóð yfir.

### **Skattfrjáls ráðstöfun og önnur úrræði**

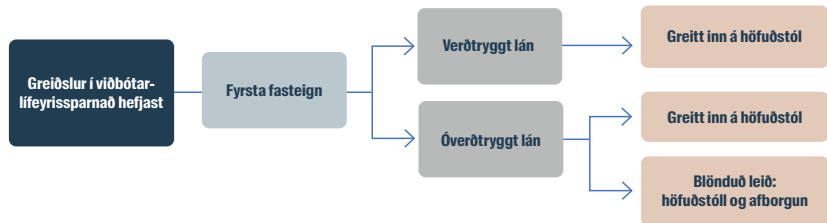
Árið 2014 tók úrræði gildi sem hefur reglulega verið framlengt og er nú í gildi til 30. júní 2023. Stjórnvöld hafa hins vegar gefið út yfirlýsingu um að úrræðið verði framlengt til ársloka 2024.<sup>vii</sup> Í raun má líta á úrræðið sem tvískipt. Annars vegar felur það í sér heimild til að greiða viðbótarlífeyrissparnað skattfrjálst inn á húsnæðislán, 500 þúsund krónur á ári fyrir einstakling en 750 þúsund krónur á ári fyrir hjón og sambúðarfolk. Hins vegar er þeim sem stefna að fasteignakaupum heimilað að nýta viðbótarlífeyrissparnað skattfrjálst við kaup á íbúðarhúsnæði til eigin nota. Skilyrði fyrir útgreiðslu er að umsækjandi hafi ekki átt íbúðarhúsnæði á því tímabili þegar heimildin er nýtt.

Árið 2017 tóku gildi lög nr. 111/2016 um stuðning til kaupa á fyrstu íbúð. Stuðningurinn felst í að hægt er að nýta viðbótarlífeyrissparnaðinn skattfrjálst í útborgun við kaup á fyrstu íbúð eða til að greiða inn á höfuðstól láns. Einnig stendur til boða svokölluð blönduð leið ef um óverðtryggt lán er að ræða. Þá er hægt að ráðstafa viðbótarlífeyrissparnaði sem greiðslu á höfuðstól og í afborgun. Hámarksfjárhæð á einstakling á ári er 500 þúsund krónur og úrræðið má nýta samfleytt í 10 ár. Umsækjandi þarf að eiga að minnsta kosti 30% hlut í íbúðarhúsnæðinu. Auk þess er þeim rétthöfum sem ekki ná hámarksfjárhæðinni með viðbótarlífeyrissparnaði heimilt að nýta til viðbótar skattfrjálsa úttekt á tilgreindri séreign. Þá er einnig þeim sem hafa ekki verið eigendur að íbúðarhúsnæði síðastliðin fimm ár áður en sótt er um ráðstöfun séreignarsparnaðar heimilt að nýta úrræðið að öðrum skilyrðum uppfylltum.

Þegar efnahagsleg áföll hafa dunið yfir samfélagið hafa stjórnvöld gripið til þess ráðs í tvígang að bjóða upp á tímabundið úrræði er leyfir úttekt á viðbótarlífeyrissparnaði fyrir hefðbundinn útgreiðslutíma. Í kjölfar efnahagshrunsins 2008 og í kórónuveirufaraldrinum var sjóðfélögum boðið upp á að óska eftir tímabundinni úttekt viðbótarlífeyrissparnaðar þó að þeir hefðu ekki náð 60 ára aldri. Tekjuskattur var greiddur af útgreiðslum.

#### **Mynd 1.4**

Skattfrjálst úrræði vegna kaupa á fyrstu íbúð. Úrræðið má nýta samfleytt í 10 ár, 500 þúsund krónur á ári fyrir einstakling, það er samtals fimm milljónir króna.









# Íslenska lífeyriskerfið - fremst meðal jafningja

Hilmar Harðarson



Hilmar Harðarson, formaður stjórnar Landsamtaka lífeyrissjóða og formaður lífeyrisnefndar ASÍ.

Engum blöðum er um það að fletta að stofnun íslenska lífeyriskerfisins árið 1969 er einn allra mikilvægasti áfangi sem náðst hefur í sögu launþega-baráttu hér á landi. Íslenska lífeyriskerfið hefur alla tíð síðan staðið styrkum fótum og nú ríflega hálfri öld síðar er horft til þess sem fyrirmyndar víða um heim. Sem dæmi má nefna að íslenska lífeyrissjóðakerfið hefur í tvö ár lent í efsta sæti í alþjóðlegri lífeyrisvísitölu 44 ríkja sem ráðgjafarfyrtækið Mercer og CFA Institute standa að og birt er árlega. Ísland var í fyrsta sinn með í þessum samanburði alþjóðlegra lífeyriskerfa árið 2021 og því er sérlega ánægjulegt að kerfið skuli mælast jafn vel og raun ber vitni á alþjóðlegum vettvangi. Íslendingar geta svo sannarlega verið stoltir af þeirri staðreynd að við eigum fyrir okkar eigin lífeyri, greiðum af honum skatta og tókum þátt í samfélaginu með lífeyrinum okkar þegar starfsævinni lýkur.

En hver er ástæðan fyrir því að árangurinn er svo góður? Líklega er auðveldast að benda á að helsta ástæðan sé sú að okkur hefur tekist að byggja upp öflugt þriggja stoða lífeyriskerfi. Kerfi sem er samsett af skatta-fjármögnuðu almannatryggingakerfi (1. stoð), atvinnutengdum lífeyrissjóðum með skylduaðild og fullri sjóðsöfnun (2. stoð) og frjálsum lífeyrissparnaði með skattahvatningu (3. stoð). Þetta þriggja stoða kerfi fullkomnar hugmyndafræði alþjóðlegra stofnana sem hafa með lífeyrismál að gera.

Það er allt annað en sjálfgefið að við skulum búa að þessu góða og sterka kerfi. Þegar litið er til baka eiga Íslendingar, að mínu mati, áður nefndri fram-sýni verkalýðsforystu og atvinnurekenda mikið að þakka að núverandi kerfi skuli vera til staðar. Og þeirri góðu vinnu hefur verið haldið áfram, þar sem aðilar á vinnumarkaði hafa í yfir fimm áratugi samið af ábyrgð um lífeyrismál og leitað sífellt leiða til að bæta og gera kerfið enn betra. Undirliggjandi viðhorf hefur verið að gott kerfi megi alltaf bæta og aðeins þannig verði

komið í veg fyrir að það gefi eftir og jafnvel úreldist. Alþýðusamband Íslands og Samtök atvinnulífsins teljast til baklands þessa kerfis og tala fyrir hægfara breytingum á löngum tíma en ekki hlykkjum og skrykkjum svo vísað sé til ummæla forsvarsmanna atvinnurekenda í þessum efnum. Við hreykjum okkur ekki hátt yfir niðurstöðum erlendra aðila heldur leitum leiða til að halda okkur fremst á meðal jafningja.

Reglulega ber á umræðu í íslensku samfélagi um galla íslenska lífeyriskerfisins og er ýmislegt tínt til í þeirri gagnrýni. Ekki er alltaf falið í henni að rýna til gagns, heldur er oft um að ræða ómaklega umræðu sem byggð er á röngum forsendum, fáfræði eða misskilningi. Stundum er fullyrt að íslenska lífeyriskerfið njóti ekki alltaf sannmælis né verðskuldaðs trausts í samfélagsumræðunni og það af ýmsum ólíkum ástæðum. Kannski er það rétt, en hvers vegna ætli svo sé? Má velta því fyrir sér að mögulega sé ástæðan einfaldlega sú að þetta er gott kerfi og mannskepnan eigi það til að horfa frekar á það sem má bæta en það sem er í lagi? Að við séum of gagnrýnin eða gleymum öllu því góða sem fylgir? Það gæti alveg verið ein skýring, en hvað sem okkur finnst um kerfið í heild ættu markmið okkar allra þó að vera þau sömu, að tryggja sjóðfélögum viðunandi lífeyri við starfslok, áhyggjulaust ævkvöld með öðrum orðum, og grípa þá sem verða fyrir áföllum á lífsleiðinni. Til þess þurfum við að ná sem víðtækastri sátt. Aðilar á vinnumarkaði sem og aðrir haghafar þurfa að leita sáttu og allir þurfa að halda áfram með það stef sem hefur leitt okkur frá stofnun: að gott kerfi má bæta og gera það enn betra.

Við þurfum að ná sátt um samspil og víxlverkun á milli stoða í kerfinu. Samspil almannatrygginga (1. stoðar) og samtryggingarsjóða (2. stoðar) og samspil séreignarsparnaðar (3. stoðar) og samtryggingarsjóða (2. stoðar) svo dæmi séu tekin. Í því sambandi þurfum við að ná sátt um þá

lágmarkstryggingavernd sem skilgreind er í lögum um lífeyrissjóði en gildir ekki endilega um kerfið sem heild. Við þurfum að spyrja okkur hverju kerfið sem heild eigi að skila okkur til framtíðar og í umbótastarfinu þurfum við að gera okkur grein fyrir kostum og göllum þriggja stöða kerfa. Kostirnir eru meðal annars að þrjár stöðir gera kerfið sveigjanlegra og auka viðnámsþrótt þess. Áföllum í einni stöð má mæta og bæta þau upp í annarri stöð, svo dæmi sé tekið. Slíku fyrirkomulagi fylgir aftur á móti ákveðið flækjustig sem gerir umbótastarf vissulega örlítið erfiðara. Umbætur í einni stöð geta þannig haft neikvæð áhrif á aðrar stöðir og varhugavert er að fækka stöðum, því að ef kerfið er einfaldað of mikið glötum við þeim kostum sem fylgja fjölstöða kerfi. Allt þetta kallar á það sama, að við þurfum að skapa öflugan vettvang og koma á skilvirku umbótaferli fyrir rökræður um lífeyriskerfið þannig að heildarmynd þess sé sem skýrust og mörk og samspil einstakra þátta kerfisins sömuleiðis.

Einn afar mikilvægur þáttur í umbótastarfinu sem er fram undan er að setja kerfinu skýr markmið og tryggja því góð skilyrði. Heimsvísitala Mercer greinir lífeyriskerfi til að mynda eftir þremur undirflokkum: nægjanleika, sjálfbærni og trausti. Hver undirflokkur er svo greindur eftir ákveðnum þáttum sem taldir eru skipta máli fyrir styrkleika kerfisins. Þannig er sjálfbærni metin út frá þátttöku í kerfinu, aldursamsetningu og eignum kerfisins ásamt nokkrum hagræðum um stöðu hins opinbera. Hverjum þætti er gefið tiltekið vægi og að endingu er einkunn allra þátta vigtuð í heildareinkunn. Sú nálgun getur til að mynda orðið að fyrirmynd í stöðugum umbótum fyrir íslenska lífeyriskerfið. Við gætum þannig komið okkur upp eigin mælikvörðum sem við teljum skipta máli þegar kerfið er metið í heild og sem hægt er að fylgjast með á milli ára svo að greina megi hvort það sé á réttri leið, að batna eða versna. Sagan sýnir að okkur tókst að móta lífeyriskerfi sem mælist nú meðal

þeirra bestu í heiminum. Við getum því allt eins hrint af stað umbótastarfi sem heldur okkur fremstum á meðal jafningja. Við getum bætt stjórnarhætti og þróað upplýsingagjöf til sjóðfélaga svo að traustið vaxi í samfélaginu, því að fátt er eins mikilvægt og að viðhalda trausti landsmanna til lífeyriskerfisins. ■

# Vandfundið jafnvægi hagsmuna í nútíð og framtíð

Snædís Ögn Flosadóttir



Snædís Ögn Flosadóttir,  
framkvæmdastjóri LSBÍ og  
Eftirlaunasjóðs FÍA og  
rekstrarstjóri Lífeyrisauka.

Þegar viðbótarlífeyrissparnaði var komið á var ég 16 ára, líkt og aðrir unglingar á þeim tíma vann ég samhliða skóla og hafði í raun furðu góðar tekjur upp úr því krais. Ég bar þó ekki gæfu til að hefja slíkan sparnað fyrr en um fjórum árum seinna. Rökin voru einföld. Ég hafði að mínu mati ekki efni á að missa neinar tekjur, var tortryggin gagnvart þessu nýja sparnaðarformi og síðast en ekki síst var alveg ferlega langt þangað til ég yrði 60 ára.

## Mótframlag hvatti til sparnaðar

Þegar þetta er skrifað eru liðin 24 ár frá því að viðbótarlífeyrissparnaði var komið á. Það er í hinu stóra samhengi ekki mjög langur tími en þó hefur mikið vatn runnið til sjávar á þessum árum. Möguleikinn á viðbótarlífeyrissparnaði bauðst með lögum 129/1997 árið 1997. Samhliða beittu stjórnvöld sér fyrir ýmsum breytingum á skattalögum með það að markmiði að hvetja til aukins sparnaðar almennings með viðbótarlífeyrissparnaði. Það var svo árið 1999 sem breytingar á skattalögum tóku gildi sem heimiluðu launþegum að draga 2% frá skattstofni og ráðstafa í sparnað af þessu tagi. Á þeim tíma bauðst við þá ráðstöfun mótframlag frá ríkinu upp á 0,2%. Framlag launþega átti svo eftir að hækka í 4% og jafnframt hækkaði framlag ríkisins upp í 0,4%, seinna var samið um mótframlag atvinnurekenda upp á 2% í kjarasamningum og féll framlag ríkisins þá niður. Skemmst er frá því að segja að fólk í landinu tók hratt við sér og strax á árinu 1999 höfðu um 20% af vinnuafli hafið greiðslur í viðbótarlífeyrissparnað. Það hlutfall var svo komið hátt í 50% árið 2004 og hefur haldist nokkuð stöðugt síðan, farið hæst í 66% árið 2014 og var um 63% árið 2020.



### **Opnað fyrir frekari útgreiðsluheimildir**

Viðbótarlífeyrissparnaður hefur þróast á þessum tuttugu árum og þó svo að markmið sparnaðarins sé enn það að leggja fyrir til efri áranna hefur einnig verið opnað á að nýta sparnaðarformið á fyrri hluta æviskeiðsins. Í kjölfar efnahagshrunsins árið 2009 var fyrirframgreiðsla viðbótarlífeyrissparnaðar heimiluð innan ákveðinna marka og bauðst það úrræði allt til ársins 2016. Sama úrræði var svo beitt í kjölfar efnahagsáhrifa kórónuveirufaraldursins árið 2020. Á árinu 2014 var einnig ákveðið að heimila einstaklingum að nýta viðbótarlífeyrissparnað skattfrjálst til að greiða niður íbúðalán. Sú heimild hefur verið framlengd í þriggung og samkvæmt núgildandi framlengingu stendur úrræðið til boða fram á mitt ár 2023. Þá stendur fyrstu íbúðar kaupendum til boða að nýta allt að 5 milljónir króna skattfrjálst yfir 10 ára tímabil til fasteignakaupa. Sú heimild hefur nú verið útvíkkuð enn frekar svo að hún nái einnig til þeirra hópa sem ekki hafa átt fasteign í fimm ár eða lengur og eru undir ákveðnum tekjuviðmiðum.

### **Mikilvægt að hvetja sjóðfélaga til að huga snemma að sparnaði**

Það má hins vegar ekki gleyma tilgangi þessa sparnaðar, sem er að auka við tekjur fólks þegar eftirlaunaaldri er náð. Kostir þess að eiga viðbótarlífeyrissparnað þegar kemur að starfslokum eru margir. Má þar helst nefna sveigjanleikann og frelsið þar sem sjóðfélagi getur hagað útgreiðslum eins og hann telur henta sér best. Þá erfist viðbótarlífeyrissparnaður að fullu til maka og barna við fráfall og komi til örorku á sjóðfélagi rétt á að fá viðbótarlífeyrissparnaðinn greiddan samkvæmt ákveðnum reglum. Þá er viðbótarlífeyrissparnaðurinn jafnframt nú eina séreignin sem ekki skerðir greiðslur frá Tryggingastofnun þegar þar að kemur. Í ljósi þeirra möguleika

sem bjóðast á að nýta viðbótarlífeyrissparnað til annars en lífeyris á efri árum er þeim mun mikilvægara að huga snemma að sparnaði. Þær breytingar sem hafa verið gerðar á sparnaðarforminu undanfarin ár hafa á vissan hátt fært viðbótarlífeyrissparnað nær ungu fólki og þar með aukið áhuga þess og þekkingu. Ég er þess fullviss að ungt fólk í dag, ólíkt mér árið 1999, horfir ekki á viðbótarlífeyrissparnað sem skerðingu á tekjum eða eitthvað sem þarf að huga að þegar sextugsaldurinn nálgast. Enda viðbótarlífeyrissparnaður einn hagstæðasti sparnaður sem völ er á vegna mótframlags atvinnurekanda. Hlutfall þeirra sem nýta sér sparnaðinn er því þrátt fyrir allt furðu lágt og því mikilvægt að við sem þekkjum til hvetjum fólk til að kynna sér þetta hagstæða sparnaðarform. ■





## Uppbygging lífeyrissjóða

Lífeyrissjóðir eru byggðir upp á marga vegu. Hægt er að skipta lífeyrissjóðum í tvo flokka eftir því hvort þeir eru með skylduáðild eða ekki. Í sumum kjarasamningum er kveðið á um í hvaða lífeyrissjóð viðkomandi starfsstétt á að greiða og til að mynda greiðir starfsfólk ríkis og sveitarfélaga í sérstaka lífeyrissjóði. Sumar deildir þeirra lífeyrissjóða njóta bakábyrgðar ríkis eða sveitarfélaga, B-deild Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins og B-deild Brúar lífeyrissjóðs, en báðar eru lokaðar fyrir nýjum sjóðfélögum. Ef launþegi er ekki skyldaður samkvæmt ráðningar- eða kjarasamningi til að greiða í ákveðinn lífeyrissjóð getur hann valið í hvaða lífeyrissjóð hann greiðir, þó getur hann ekki valið lífeyrissjóð sem heimilar ekki aðild hvers sem er. Þeir sem geta valið sér lífeyrissjóð fyrir skyldusparnaðinn ættu að taka vel ígrundaða ákvörðun og kynna sér þá sjóði og möguleika sem standa til boða.

Í lögum kemur fram að lífeyrissjóði er heimilt, í samræmi við tryggingafræðilega athugun, að ákveða lágmark tryggingaverndar þannig að hluta skylduiðgjalds sé varið til eignasöfnunar í séreign og hluta til öflunar lífeyrissjóðfélags í sameign. Nokkrir lífeyrissjóðir nýta þessa heimild og þannig geta sjóðfélagar lagað lífeyrissparnaðinn að eigin áhættuvilja með því að velja á milli misáhættusamra séreignarleiða til viðbótar við þann hluta sem fer í sameign. Ef stór hluti iðgjalda fer í séreign getur hlutfall réttinda vegna samtryggingar verið lægra en hjá öðrum sjóðum en á móti kemur séreign sjóðfélagsans. Iðgjöldin sem greidd eru í séreignarsjóð lúta ákveðnum reglum um séreignarsparnað en samkvæmt þeim er séreign að fullu erfanleg. Með þeim hluta iðgjalda sem fer í samtryggingu ávinnur sjóðfélagi sér rétt til lágmarkstryggingaverndar sem felur í sér elli-, örorku-, maka- og barnalífeyri. Lágmarkstryggingavernd sem lífeyrissjóður veitir til ævilangs mánaðarlegs ellilífeyris er að meðaltali 1,8% af iðgjaldsstofni sem greitt er



af á ári miðað við 40 ára inngreiðslutíma. Lífeyrissjóðum sem ráðstafa hluta af lágmarksiðgjaldi til viðbótartryggingaverndar (frjálsrar séreignar) eða tilgreindrar séreignar er heimilt að miða lágmarkstryggingavernd við 1,4% af iðgjaldsstofni.

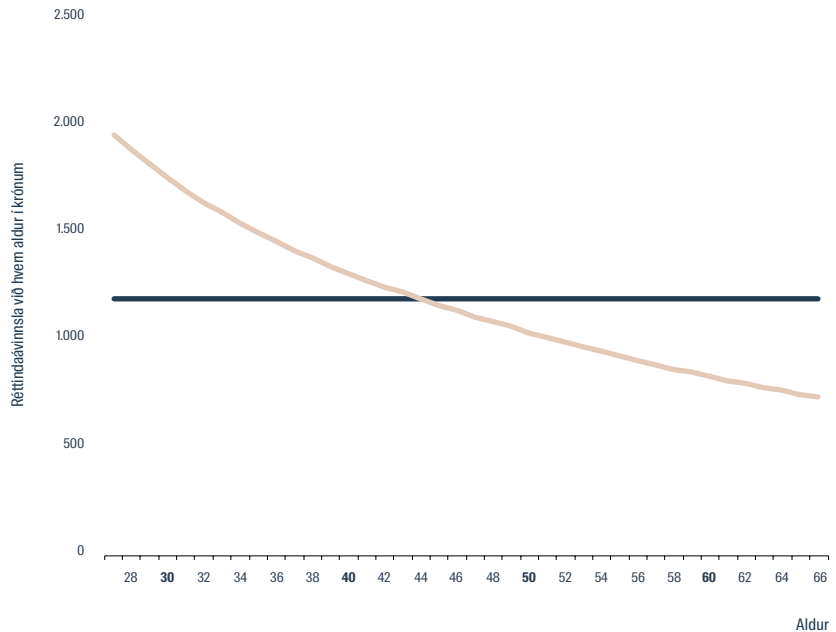
Réttindaöflun í lífeyrissjóðum getur verið aldurstengd eða jöfn en réttindaöflun allra nýrra sjóðfélaga er þó aldurstengd. Langflestir lífeyrissjóðir hérlendis styðjast við aldurstengda réttindaöflun en það felur í sér að iðgjöld skapa réttindi í samræmi við þann tíma sem þau ávaxtast og þannig veitir iðgjald sem greitt er snemma á starfsævinni meiri rétt en iðgjald sem er greitt seinna. Aldurstengd réttindaávinnsla hefur færst í aukana þó enn séu einhverjir sjóðir með jafna réttindaávinnslu. Jöfn réttindaávinnsla felur í sér að jafnhá iðgjöld veita sömu réttindi óháð því hversu lengi þau munu ávaxtast. Sumir lífeyrissjóðir sem hafa tekið upp aldursháða réttindaöflun eru með sérstakar undanþágur þannig að þeir sem greiddu í sjóðinn fyrir ákveðinn tíma eiga enn rétt til jafnrar ávinnslu. ASÍ og SA gerðu samkomulag árið 2005 um tilhögun réttinda við breytingu réttindaávinnslu yfir í aldurstengd réttindi<sup>viii</sup> þannig að ákveðnum sjóðfélögum var gert mögulegt, að vissum skilyrðum uppfylltum, að greiða iðgjöld áfram til jafnrar réttindaávinnslu. Rétt er að taka fram að lífeyrisréttindi sjóða geta verið misjöfn og sumir sjóðir geta veitt meiri réttindi en þau lágmarksréttindi sem kveðið er á um í lögum en allt er það þó háð iðgjaldi, ávöxtun og lýðfræðilegri þróun.

### Mynd 1.5

Jöfn og aldurstengd réttindaávinnsla.

Samanburður á réttindaávinnslu fyrir hvert 10 þúsund króna iðgjald. Aldurstengd réttindaávinnsla er hér vegið meðaltal gilda úr aldurstengdum réttindaöflum hjá fimm stærstu samtryggingardeildum landsins árið 2021 en jöfn réttindaávinnsla er hér meðaltal aldurstengdar réttindaávinnslu frá 27 til 66 ára aldurs svo að heildarréttindi verða þau sömu.

Heimildir: Birta lífeyrissjóður, Gildi lífeyrissjóður, Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins, Lífeyrissjóður verzlunarmanna og Stapi lífeyrissjóður.



# Skylduaðild að lífeyrissjóðum

Arnaldur Loftsson



Arnaldur Loftsson,  
framkvæmdastjóri  
Frjálsa lífeyrissjóðsins.

Val á lífeyrissjóði, sem greitt er í alla starfsævina, er ein af mikilvægustu ákvörðunum sem fólk tekur. Ávöxtun lífeyrissjóða er mismunandi sem og uppbygging þeirra hvað varðar samsetningu séreignar og samtryggingar. Lífeyrir fólks með sömu laun á starfsævinni getur því verið mismunandi og hve mikið af lífeyrissparnaði rennur til erfingja við andlát eftir því hvaða lífeyrissjóð fólk valdi.

## Mögulegt brot gegn stjórnarskrá og Mannréttindasáttmálanum?

Því miður getur meginþorri launafólks ekki valið sér lífeyrissjóð. Samkvæmt lögum fer aðild að lífeyrissjóði eftir þeim kjarasamningi sem ákvarðar lágmarkskjör í hlutaðeigandi starfsgrein eða sérlögum ef við á. Taki kjarasamningur ekki til viðkomandi starfssviðs eða séu ráðningarbundin starfskjör ekki byggð á kjarasamningi velur viðkomandi sér lífeyrissjóð eftir því sem reglur einstakra lífeyrissjóða leyfa.

Sátt hefur ríkt um skyldu starfandi einstaklinga til að greiða í lífeyrissjóð en sama gildir ekki um skylduaðild að tilteknum lífeyrissjóðum. Auk þess hefur verið dregið í efa að lagaskyldan standist ákvæði stjórnarskrár og Mannréttindasáttmála Sameinuðu þjóðanna. Í grein í vefriti Fjármálaeftirlitsins, sem Gunnar Ásgeirsson, lögfræðingur hjá eftirlitinu, skrifaði árið 2014, kom fram að draga má í efa að slík skylda uppfylli þær kröfur sem Hæstiréttur og Mannréttindadómstóllinn munu gera til félagafrelsis manna skv. 2. mgr. 74. gr. stjórnarskrárinnar og 2. mgr. 11. gr. Mannréttindasáttmálans. Ég tel miður að enn hefur ekki reynt á málið fyrir dómstólum til að fá úr því skorið hvort ákvæði laganna standist ofangreind ákvæði.

Þegar þessi grein er skrifuð liggur fyrir frumvarp á Alþingi um að launamenn geti valið að standa utan stéttarféлага eða gengið í þau stéttarfélag

sem þeir kjósa eftir því sem reglur félaganna leyfa. Verði frumvarpið samþykkt má búast við að umræðan aukist um hvort það sama eigi að gilda um aðild fólks að tilteknum lífeyrissjóðum, þ.e. að fólk geti valið sér lífeyrissjóð eftir því sem reglur einstakra lífeyrissjóða leyfa. Að mínu mati er það grundvallarmál að sjóðfélagar fái að ákveða hvar þeirra lífeyrissparnaður er ávaxtaður í stað þess að starfsgrein eða stéttarfélagsaðild ráði því hvaða lífeyrissjóður verður fyrir valinu.

### **Mismunandi val um ráðstöfun lífeyrissparnaðar**

Í frumvarpi við lögfestingu laga um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129/1997 kom fram að markmið ríkisstjórnarinnar væri að treysta starfsgrundvöll lífeyrissjóðakerfisins þannig að allir landsmenn nytu sambærilegra lífeyrisréttinda. Sérstök áhersla skyldi lögð á að finna leiðir til að auka valfrelsi í lífeyrissparnaði, innleiða samkeppni milli lífeyrissjóða og tryggja bein áhrif sjóðfélaga á stefnumörkun og stjórn sjóðanna. Þessi markmið og áherslur voru uppfyllt aðeins að takmörkuðu leyti við lögfestingu laganna en eru góð og gild enn þann dag í dag.

Tinna Finnbogadóttir, sérfræðingur í fjármála- og efnahagsráðuneytinu, vakti athygli á því í ræðu og riti árið 2022 að sjóðfélagar sem er gert skylt að greiða í tiltekna lífeyrissjóði skv. kjarasamningi hafi minna val um ráðstöfun lífeyrissparnaðar síns. Sjóðir með opna sjóðfélagaaðild bjóði upp á meira val en sjóðir með skylduaðild en í hinum fyrrnefndu er m.a. boðið upp á að skipta skylduiðgjaldinu í samtryggingu og séreign þar sem ekki meira en 8% af launum fari í samtrygginguna.

### **Frelsi til að velja lífeyrissjóð**

Færa má rök fyrir því að ósanngjarnt sé að sjóðfélagar sem er gert skylt að greiða í tiltekna lífeyrissjóði hafi minna val um ráðstöfun lífeyrissparnaðar síns en sjóðfélagar sem greiða í opna sjóði. Þó er rétt að hafa í huga að lífeyrissjóðir sem eru tengdir stéttarfélögum hafa getað boðið upp á sambærilega valkosti fyrir sína sjóðfélaga en valið að gera það ekki. Til að sjóðfélagar lífeyrissjóða hefðu sambærilega valkosti væri hentug lausn að afnema skylduaðild að tilteknum lífeyrissjóðum. En hvaða lífeyrissjóði myndu sjóðfélagar greiða í ef þeir veldu ekki neina lífeyrissjóði? Fyrirkomulagið gæti verið með þeim hætti að ef sjóðfélagar veldu ekki sjóð myndu ákvæði núgildandi laga ráða hvaða lífeyrissjóður yrði fyrir valinu, þ.e. aðild að lífeyrissjóði færi eftir kjarasamningi sem ákvarðaði lágmarkskjör í hlutaðeigandi starfsgrein.

Sjóðfélagar gætu valið þann sjóð sem byði upp á þá leið sem hentar þeim og sjálfkrafa myndu sjóðir auka framboð valkosta til að missa ekki sjóðfélaga og til að laða að nýja. Samkeppni á milli lífeyrissjóða myndi aukast sem leiddi til betri þjónustu þeirra og búast mætti við að minni lífeyrissjóðir, sem hefðu ekki jafn mikla burði til að standa sig í samkeppninni, myndu sameinast í stærri sjóði sem telja má gott fyrir lífeyriskerfið í heild. Loks myndi valfrelsið auka vitund sjóðfélaga um lífeyrissparnað sinn sem ætti að leiða til þess að þeir tækju betri ákvarðanir um þá valkosti sem þeim stæðu til boða. ■



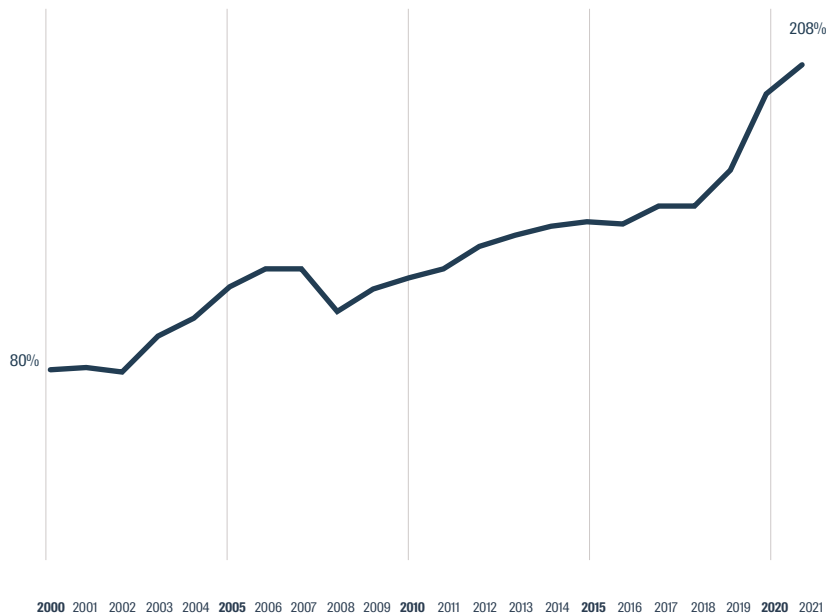
## Umhverfi lífeyrissjóða

Lífeyrissjóðir gegna mikilvægu hlutverki í samfélaginu og uppsafnaðar eignir þeirra eru verulegar. Samkvæmt ársreikningabók lífeyrissjóða<sup>ix</sup> sem Fjármálaeftirlit Seðlabanka Íslands gefur út nam hrein eign lífeyrissjóða og vörsluaðila séreignarsparnaðar um sjö þúsund milljörðum króna í lok árs 2021 sem er meira en tvöföld landsframleiðsla þess árs ef bráðabirgðatölur vergrar landsframleiðslu eru skoðaðar. Spáð hefur verið áframhaldandi stækkun lífeyrissjóðakerfisins.

### Mynd 1.6

Þróun eigna lífeyrissjóða í hlutfalli við verga landsframleiðslu.

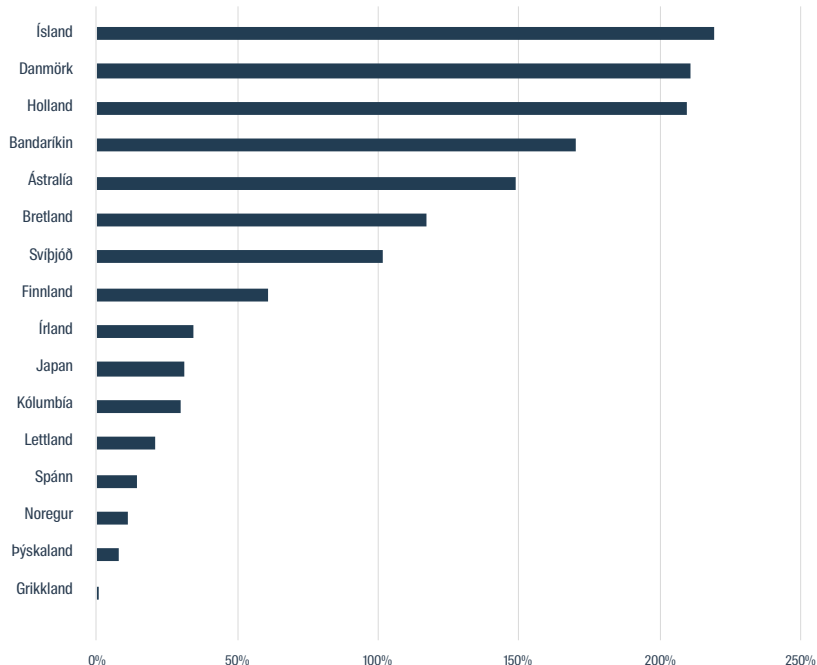
Heimildir: Landssamtök lífeyrissjóða, Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.



### Mynd 1.7

Lífeyrissparnaður í hlutfalli við verga landsframleiðslu í OECD-rikkjum árið 2021.

Heimildir: Bráðabirgðatölur OECD birtar í Pension Markets in Focus 2022.



Þegar stærð íslenskra lífeyrissjóða er skoðuð er óhjákvæmilegt að velta vöngum yfir umfangi þeirra í samanburði við íslenskan fjármálamarkað. Íslenskir lífeyrissjóðir eru sannarlega fyrirferðarmiklir á íslenskum fjármálamarkaði og hafa haft gríðarleg áhrif á hagkerfi landsins, atvinnulíf og samfélag. Árið 2023 voru gerðar breytingar á lífeyrissjóðalögum sem kveða á um rýmri heimildir lífeyrissjóða til fjárfestinga erlendis. Samkvæmt þeim eru heimildir lífeyrissjóða fyrir erlendra fjárfestingu auknar í skrefum úr 50% og geta náð allt að 65% af heildareignum árið 2036.<sup>2</sup>

Fjárfestingar lífeyrissjóða innanlands hafa oftast en ekki vakið umtal þar sem fjárfestingarþörf þeirra er umtalsverð á ekki stærri innlendum markaði. Því geta hreyfingar þeirra á fjármálamörkuðum haft töluverð áhrif á eignaverð. Umsvif lífeyrissjóða á innlendum fjármálamarkaði hafa aukið dýpt og umfang markaðarins og lífeyrissjóðir hafa átt stóran þátt í uppbyggingu og vexti ýmissa félaga og eru mikilvægur bakhjarl atvinnulífsins hér á landi sem kaupendur hluta- og skuldabréfa.

Vegna gjaldeyrishafta sem sett voru á í kjölfar efnahagshrunsins árið 2008 reyndist illgerlegt að auka vægi erlendra eigna að ráði fyrir fjárfestingu í krónum fyrr en höftin voru afnumin árið 2017. Undanfarin ár hefur því hlutfall erlendra eigna sjóðanna farið vaxandi og nýir fjárfestingarkostir bæst í eignasöfn lífeyrissjóðanna. Erlendar eignir koma sér vel þegar horft er til áhættudreifingar en þeim fylgir alltaf ákveðin gjaldmiðlaáhætta. Með áhættudreifingu og þjóðhagsleg áhrif til hliðsjónar má færa rök fyrir að lífeyrissjóðir ættu að fjárfesta hluta eigna erlendis þar sem erlend staða getur komið sér vel fyrir efnahagslegan og fjármáalegan stöðugleika.

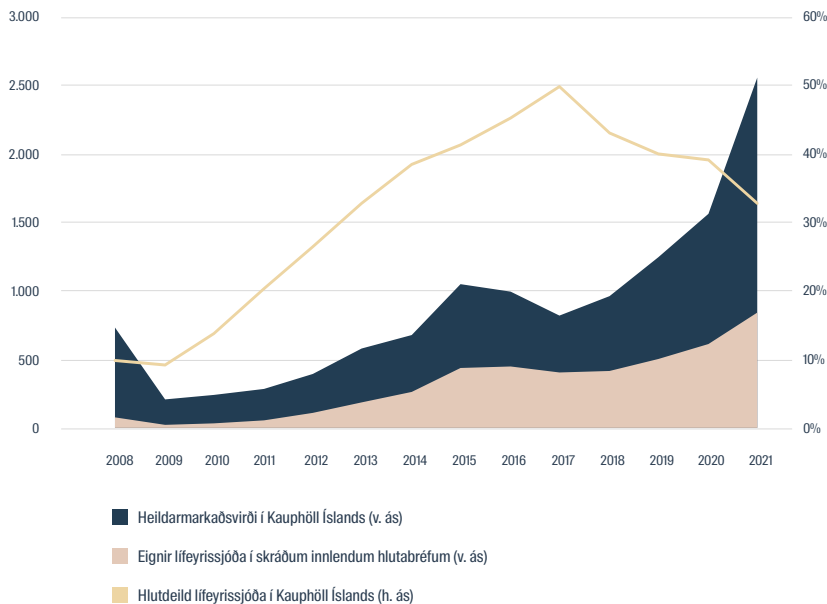
<sup>2</sup>  
Lög nr. 12/2023

### Mynd 1.8

Hlutdeild lífeyrissjóða í Kauphöll Íslands (Nasdaq Iceland). Upphæðir í milljörðum króna.

Fjöldi skráðra félaga jókst úr 18 í Kauphöll Íslands árið 2008 í 26 árið 2021. Í kjölfar afnáms gjalddeyrishafta 2017 fór hlutdeild lífeyrissjóða minnkandi.

Heimildir: Kauphöll Íslands og Seðlabanki Íslands.



### Stærðarþróun lífeyriskerfisins

Áðurnefnd gjalddeyrishöft gerðu það að verkum að lífeyrissjóðir gátu eingöngu fjárfest á innlendum eignamörkuðum. Í kjarasamningum ASÍ og SA frá 2016 var samið um auknið framlag í lífeyrissjóði sem hluta af svokölluðu SALEK-samkomulagi.<sup>x</sup> Heildarframlag launþega og vinnuveitenda á almennum vinnumarkaði skyldi fara úr 12% af launum í 15,5% og skyldi hækkunin koma til framkvæmda á árunum 2016 til 2018. Ljóst var að þetta aukna innflæði í lífeyrissjóðakerfið þyrfti að finna sér farveg í fjárfestingar og þessi breyting knúði enn á um að opna á fjárfestingar lífeyrissjóða erlendis.

Í lok árs 2015 var stærð íslenska lífeyriskerfisins um 150% af vergri landsframleiðslu (VLF) og ljóst að hækkun iðgjalda myndi styðja enn frekar við vöxt þess næstu árin. Vilji var til að meta þennan vöxt og innflæði í kerfið og geta þar með spáð fyrir um fjárfestingarþörf kerfisins og hvort sú fjárfesting kæmist fyrir innan innlenda hagkerfisins. Eignastýring Arion banka bjó til líkan sem spáði fyrir um stærðarþróun og innflæði í lífeyriskerfið og voru fyrstu niðurstöður þess kynntar á ráðstefnu fyrir viðskiptavinum á Nauthól í maí 2016. Niðurstöður líkansins voru nokkuð sláandi; kerfið væri í örum vexti og yrði um 180% af VLF árið 2020, 225% af VLF árið 2025 og um 260% af VLF árið 2030. Líkanið sýndi að jafnvægisstærð kerfisins væri um 400% af VLF og því ljóst að vöxtur þess næstu árin yrði að finna sér farveg á erlendum mörkuðum. Ekki væri möguleiki að koma fyrir kerfi af þessari stærð innan íslenska hagkerfisins. Í lok árs 2015 voru erlendar eignir íslenskra lífeyrissjóða um 22,3% af heildareignum en með líkaninu var hægt að meta hversu mikið þyrfti að fjárfesta fyrir árlega til að ná tilteknu marki erlendra eigna á ákveðnu ári. Sem dæmi fékkst sú niðurstaða að fjárfesting upp á 72 milljarða á ári myndi skila kerfinu í 40% hlutfall erlendra eigna í lok árs 2030.

Hér verður nánari umfjöllun um þetta líkan og niðurstöður þess birtar fyrir tímabil sem byrjar í lok árs 2021 og nær til loka ársins 2070. Líkanið gerir ráð fyrir að íslenska lífeyriskerfið skiptist í þrjá hluta:

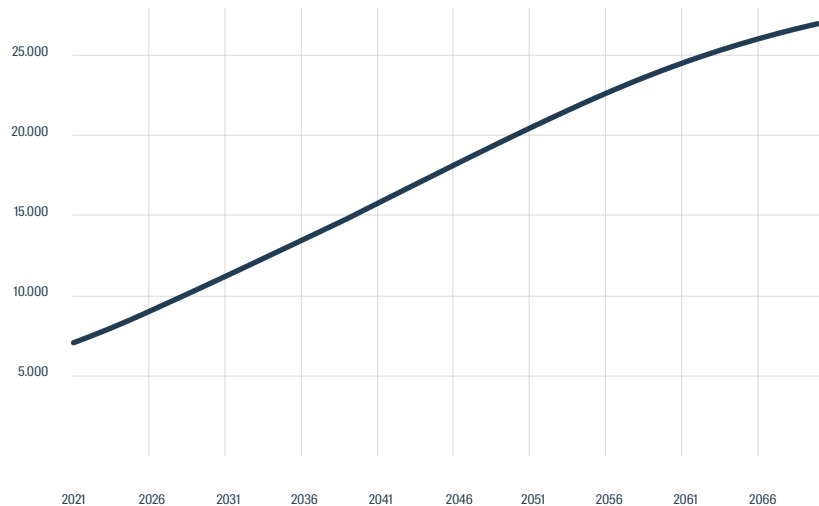
1. Almennir samtryggingarsjóðir án ábyrgðar launagreiðanda
2. Samtryggingarsjóðir opinberra starfsmanna (sjóðir ríkis og sveitarfélaga)
3. Séreignarsjóðir

Gert er ráð fyrir að lífeyristökualdur almennu sjóðanna sé 67 ár en 65 ár hjá opinberu sjóðunum. Líkanið gerir ráð fyrir að aldursdreifing sjóðfélaga í hverjum hluta fyrir sig sé sú sama og aldursdreifing íslensku þjóðarinnar. Réttindastaða sjóðfélaga er reiknuð út frá eign sjóðanna á viðmiðunardegi sem í þessu tilviki er 31.12.2021. Þróun sjóðfélagahópsins tekur mið af mannfjöldaspá Hagstofu Íslands 2021–2070 (miðspá) en gert er ráð fyrir að þróun iðgjalda fylgi þróun mannfjölda á vinnualdri auk árlegrar hækkunar raunlauna. Greiddur lífeyrir er metinn út frá þróun á fjölda þeirra sem eru á lífeyristökualdri samkvæmt mannfjöldaspá auk þess sem tekið er tillit til hækkunar á réttindum sem fæst með árlegri greiðslu iðgjalda. Líkanið gerir ráð fyrir að greiddur örorkulífeyrir breytist í hlutfalli við fjölda lífeyrisþega samkvæmt örorkulíkum og breyttri réttindastöðu. Efnahagslegar forsendur til lengri tíma eru þær að árlegur vöxtur í VLF sé 1,5% og að laun hækki um 1,0% á ári að raunvirði. Gert er ráð fyrir að raunávöxtun eigna sé 3,5%.

#### Mynd 1.9

Spá um stærð íslenska lífeyriskerfisins 2022–2070.

Allar upphæðir eru í milljörðum króna og á verðlagi miðað við árslok 2021.



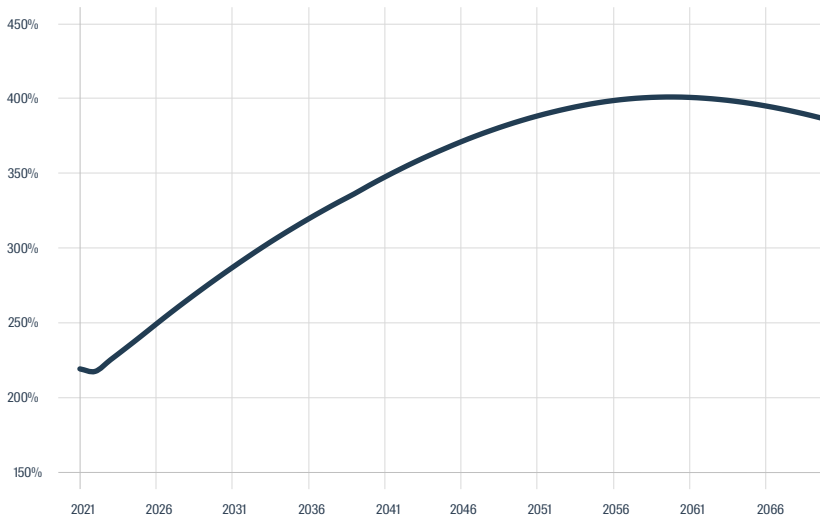
Fyrir árið 2022 er þó gert ráð fyrir að breyting á VLF sé 5,9%. Mynd 1.9 sýnir niðurstöðu spálíkansins hvað stærðarþróun kerfisins varðar. Samkvæmt spálíkaninu verður stærð lífeyriskerfisins komin í um 11.200 milljarða í árslok 2031 og hefur það þá vaxið um 4,7% á ári að raungildi. Horft til 20 ára er kerfið komið í um 15.800 milljarða og meðalvöxtur er um 4,1% á ári. Í enda

spátímabilsins árið 2070 er gert ráð fyrir að stærð lífeyriskerfisins sé um 27.000 milljarðar og meðalvöxtur um 2,8% á ári yfir allt spátímabilið.

Mynd 1.10 sýnir sömu niðurstöður spálíkansins og mynd 1.9 nema nú er stærð lífeyriskerfisins mæld sem hlutfall af VLF. Gert er ráð fyrir 1,5% vexti í VLF árlega og 1,0% hækkun raunlauna. Miðað við þær forsendur mun kerfið vaxa hraðar en VLF frá árinu 2023 og þar af leiðandi stærð lífeyriskerfisins sem hlutfall af VLF. Gangi forsendur spálíkansins eftir gæti stærð kerfisins verið um 287% af VLF í lok árs 2031 og um 348% af VLF árið 2041. Hámarksstærð lífeyriskerfisins samkvæmt mynd 1.10 er í kringum 400% af VLF á árunum í kringum 2058.

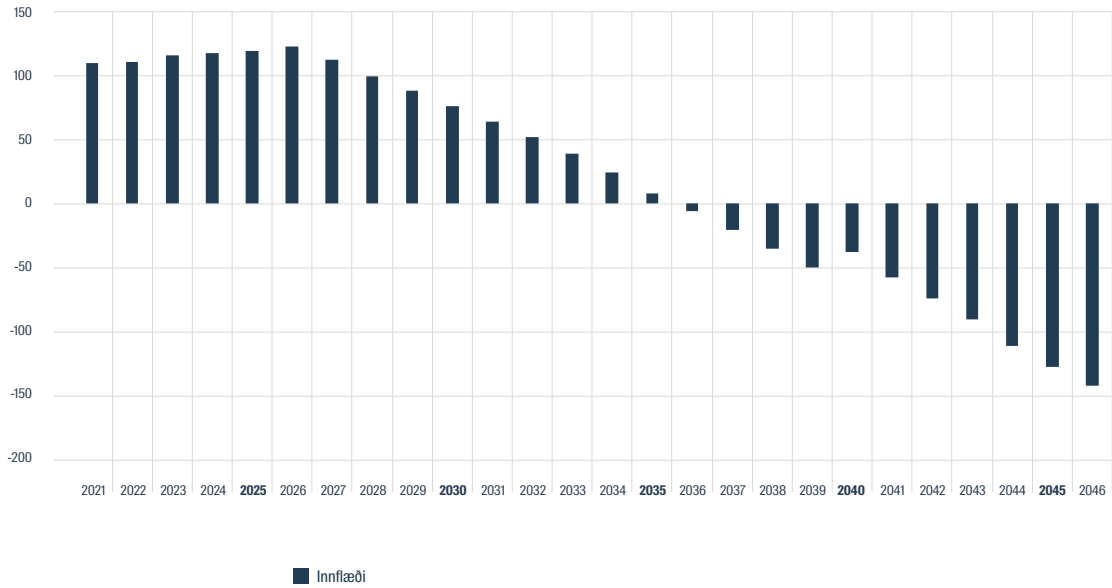
#### Mynd 1.10

Spá um stærð íslenska lífeyriskerfisins 2022-2070 sem hlutfall af VLF.



Upphaflega hugmyndin með spálíkaninu var að meta nettóinnflæði í íslenska lífeyriskerfið (iðgjöld – lífeyrir) til næstu ára með það fyrir augum að meta fjárfestingarþörf þess. Niðurstöður spálíkansins fyrir innflæði í kerfið má sjá á mynd 1.11. Niðurstaða líkansins er hægt vaxandi innflæði í lífeyriskerfið sem nær hámarki í 123 milljörðum árið 2026 en tekur svo að lækka þar til það verður neikvætt á árinu 2036. Heildarinnflæði 2023–2035 er samkvæmt þessu um 1.041 milljarður en það er í raun nýtt fjármagn sem lífeyrissjóðirnir hafa til ráðstöfunar til viðbótar við afborganir og arðgreiðslur sem falla til af eignum þeirra.

Íslenskum lífeyrissjóðum hefur gengið vel að auka við erlendar eignir en í lok árs 2021 námu þær um 36,5% af heildareignum. Hægt er að nota niðurstöður líkansins til að áætla hversu mikið þarf að fjárfesta erlendis til að ná tilteknu hlutfalli erlendra eigna að ákveðnum tíma liðnum. Ef til að mynda 15 ára tímabil (2022–2036) er skoðað má sjá í töflu 1.1 hér á eftir hversu mikið þarf að fjárfesta árlega til að ná 40%, 50% og 60% hlutfalli erlendra eigna í lok árs 2036. Ef fjárfest væri fyrir allt innflæði í erlendum eignum myndi hlutfall þeirra enda í 44% í lok árs 2036. Að lokum er skoðuð mismunandi þróun á hlutfalli innlendra eigna miðað við mismunandi kaup á erlendum eignum.



#### Mynd 1.11

Spá um innflæði í íslenska lífeyriskerfið 2022-2046. Nettönnflæði í milljörðum króna.

Í lok árs 2021 má áætla að hlutfall innlendra eigna lífeyrissjóðakerfisins hafi verið um 139% af VLF. Hætti lífeyrissjóðir að kaupa erlendar eignir benda niðurstöður líkansins til að hlutfall innlendra eigna vaxi á árunum 2023–2036 og endi í um 217% af VLF. Ef allt innflæði er fjárfest í erlendum eignum á spátímabilinu dugir það ekki til því hlutfall innlendra eigna myndi samt sem áður vaxa upp í 179% af VLF í lok ársins 2036. Fjárfestingar sem stefna að 50% eða 60% hlutfalli erlendra eigna í lok spátímans myndu þýða að hlutfall innlendra eigna væri annars vegar 160% af VLF og hins vegar 128% í lok spátímans. Það verður því að teljast líklegt að innlendar eignir lífeyrissjóðakerfisins muni áfram vaxa sem hlutfall af VLF en það er spurning hvert svigrúmið er fyrir þetta hlutfall til að vaxa. Það má svo velta fyrir sér hvaða aðstæður þyrftu að vera fyrir hendi til að lífeyrissjóðakerfið gæti fjárfest erlendis fyrir 194 milljarða á ári en það er vandséð að slíkt gæti gerst nema erlendir aðilar kæmu í auknum mæli inn á innlenda eignamarkaði og tækju að hluta til við hlutverki lífeyrissjóða þar.

#### Tafla 1.1

Árleg fjárfesting í erlendum eignum til að ná tilteknu hlutfalli þeirra af heildareignum í lok árs 2036.

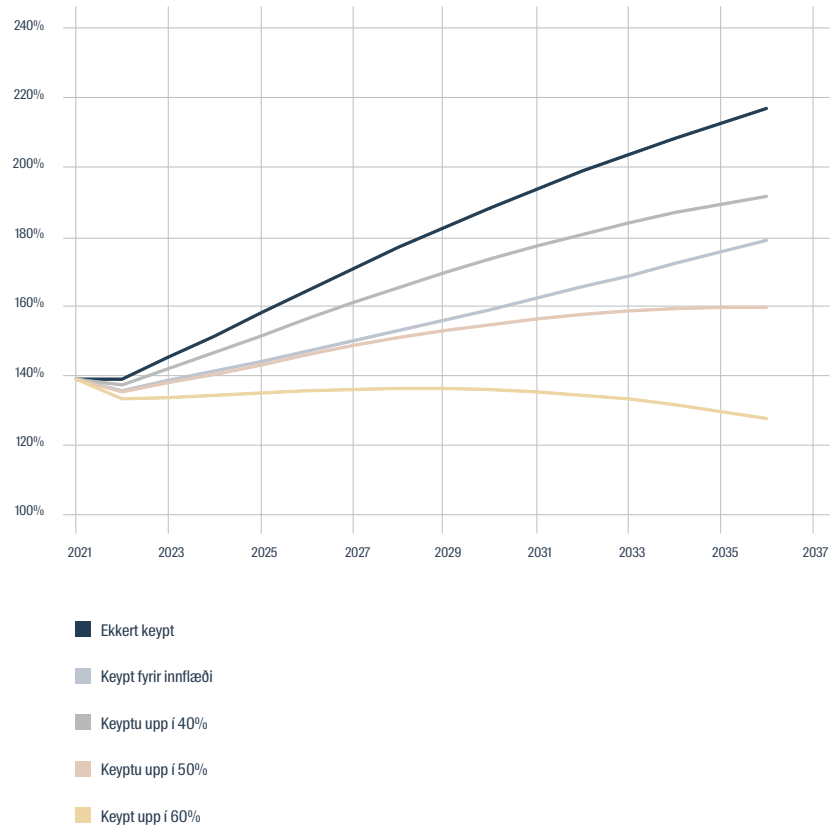
Hlutfall erlendra fjárfestinga 2036	Árleg fjárfesting
40%	54 milljarðar
50%	124 milljarðar
60%	194 milljarðar

Ljóst er að íslenska lífeyriskerfið er enn í miklum vexti þó svo að innflæði vaxi hægt næstu árin. Vert er að hafa í huga að verulegur hluti iðgjalda séreignarsparnaðar rennur beint í gegnum kerfið og inn á íbúðalán. Árið 2021 voru heildariðgjöld séreignarsparnaðar rúmir 89 milljarðar en greiðsla séreignar inn á lán nam tæpum 21 milljarði eða um 23% af iðgjöldum.

Niðurstöður spálíkansins sem hér hefur verið kynnt eru að sjálfsögðu mjög háðar þeim forsendum sem gefnar eru. Mannfjöldaspáin og forsendan um 3,5% raunávöxtun eigna og vöxt raunlauna ákvarða vöxt kerfisins á föstu verðlagi. Hvar jafnvægisstærðin endar sem hlutfall af VLF fer eftir því hvaða forsendur eru notaðar fyrir hagvöxt en þær forsendur verða að ríma við mannfjöldaspána og vöxt raunlauna.

**Mynd 1.12**

Spá um hlutfall innlendra eigna af VLF miðað við mismunandi forsendur um fjárfestingu í erlendum eignum.



## Tankskipið í tjörninni

Harpa Jónsdóttir



Harpa Jónsdóttir,  
framkvæmdastjóri Lífeyrissjóðs  
starfsmanna ríkisins.

Ef við hugsum um alþjóðlegt efnahagskerfi sem úthaf er íslenskt efnahagslíf varla mikið meira en sæmilegasta tjörn í samanburðinum. Tjörn sem getur vissulega tekið við smærri fleyjum af ýmsu tagi en svigrúmið minnkar hratt því stærri sem bátarnir verða. Í þessu samhengi er merkilega stutt síðan íslenskir lífeyrissjóðir rúmuðust ágætlega í tjörninni. Ekki þarf að líta lengra aftur en til ársins 2001 þegar eignir sjóðanna námu rúmum 80% af landsframleiðslu. Á síðustu 20 árum hefur þetta hlutfall hækkað verulega og nema eignir sjóðanna nú ríflega tvöfaldri landsframleiðslu. Lífeyriskerfið hefur þannig vaxið langt umfram undirliggjandi verðmætasköpun í landinu. Fyrirséð er að þessi þróun muni halda áfram á komandi árum.

Margt hefur breyst í umhverfi lífeyrissjóða á þessu tímabili. Við höfum til dæmis tekist á við mikla uppgangstíma í innlendu viðskiptalífi og efnahagshrun sem m.a. leiddi af sér ítarlegri og að nokkru leyti hertari reglur á fjármálamörkuðum. Þá hafa vextir hin síðari ár verið sögulega lágir. Þetta hefur þýtt að ákjósanlegum valkostum í fjárfestingum hefur fækkað. Um leið hafa lífeyrissjóðirnir þurft að takast á við ýmsar áskoranir sem tengjast því hversu umfangsmiklir þeir eru í íslensku efnahagslífi. Hrein eign LSR nam t.d. 1.347 milljörðum króna í árslok 2021. Það er rétt um fimmtungur af öllum eignum íslenskra lífeyrissjóða og rúmlega 40% af landsframleiðslu.

Lög og reglur sem lífeyrissjóðir starfa eftir setja mörk um hversu stór eignarhlutur þeirra má vera í fyrirtækjum. Almenn getur lífeyrissjóður ekki fjárfest umfram 20% í hverju félagi. Þau mörk geta gert það að verkum fyrir stærri lífeyrissjóði að það svari ekki kostnaði eða vinnu að taka fjárfestingarkost til skoðunar, hvað þá að taka að sér hlutverk lykilmjárfestis. Fjárfestingin yrði einfaldlega of léttvæg í heildarsamhenginu. Slík staða getur komið niður á minni félögum sem leita fjármagns, til dæmis þeim sem eru að byrja að fóta sig.



Stöðug fjárfestingarpörf lífeyrissjóða getur leitt til þess að eignabólur myndist ef fjármagnsflæði inn á markaðinn er ekki í takt við undirliggjandi aukna verðmætasköpun. Þannig eru stærstu sjóðirnir farnir að vaxa íslensku efnahagslífi yfir höfuð og ef haldið er áfram með samlíkinguna mætti líkja þeim við tankskip sem á orðið erfitt með að athafna sig í tjörninni.

Lífeyrissjóðir búa að auki við íþyngjandi mörk um hámarkshlutfall erlendra fjárfestingar. LSR hefur verið nærri þessum mörkum undanfarin ár. Þar skarast lagareglur og faglegt mat sjóðsins á því hvernig hagsmunum sjóðfélaga er best borgið fjárfestingarlega séð. Með hverju árinu sem líður þrengir enn frekar að lífeyrissjóðum þar sem eignir þeirra vaxa hraðar en íslenskt efnahagslíf almennt. Þannig er ekki nóg með að tækum fjárfestingarkostum fækki, heldur eykst líka áhættan af því að hafa sífellt meiri eignir á sama örsmáa efnahagssvæðinu.

Ísland hefur borið gæfu til að koma upp öflugum lífeyriskerfi. Kerfi sem hefur m.a. fengið hæstu einkunn í samanburði alþjóðlegra matsaðila hvað varðar sjálfbærni, nægjanleika og traust. Það er þrýðilegur vitnisburður. Á sama tíma og við gleðjumst yfir árangri undanfarinna áratuga megum við ekki sofna á verðinum. Við þurfum sífellt að leita skynsamlegra leiða til að ávaxta fé sjóðanna og tryggja skynsamlega áhættudreifingu. Treysta þarf lífeyrissjóðum til að finna bestu leiðir til að ávaxta fjármuni sjóðfélaga í stað þess að reisa girðingar sem leiða til færri valkosta og minni áhættudreifingar. Tankskiptið þarf að losna úr tjörninni til að það geti sinnt sínu hlutverki. ■



**Annar kafli**  
**Stjórnarstörf**

## Hæfismat

Eitt af hlutverkum Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands (sem hér eftir verður kallað Fjármálaeftirlitið) er að meta hæfi stjórnarmanna og framkvæmdastjóra lífeyrissjóða í samræmi við lög nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða (hér eftir einnig „lífeyrissjóðalögin“ eða „lögin“) og reglur nr. 180/2013 um framkvæmd hæfismats framkvæmdastjóra og stjórnarmanna lífeyrissjóða. Í hæfismati kannar Fjármálaeftirlitið þekkingu, skilning og viðhorf stjórnarmanna til helstu þátta sem tengjast hlutverki þeirra og ábyrgð. Þó er ekki algilt að stjórnarmenn séu kallaðir í hæfismat. Stjórnarmenn þurfa að upplýsa Fjármálaeftirlitið um hæfi sitt en ef minnsti vafi er á þekkingu viðkomandi er stjórnarmaður kallaður í mat á hæfi. Fjármálaeftirlitið hefur að auki fullar heimildir til að boða stjórnarmenn í viðtal óháð því hvaða upplýsingar þeir veittu.

Hæfismatinu er yfirleitt skipt í nokkra hluta sem snúa að fjármálamarkaði, stjórn, stjórnarháttum og ábyrgð stjórnar, innra eftirliti, reikningsskilum og endurskoðun, sjálfstæði, dómgreind og viðhorfi. Fjármálaeftirlitið hefur gefið út lista af atriðum<sup>x1</sup> sem stjórnarmenn þurfa að kunna skil á en þó er ekki um tæmandi upptalningu að ræða.

### Fjármálamarkaður

- Helstu réttarheimildir sem gilda um starfsemi lífeyrissjóða
- Sérstaða lífeyrissjóða
- Þekking á starfsemi þess lífeyrissjóðs sem hæfismatið snýr að
- Eigna- og áhættustýring
- Helstu áhættur í starfsemi lífeyrissjóða
- Hlutverk, ábyrgð og starfsemi Fjármálaeftirlitsins

Stjórnendur lífeyrissjóða ættu að þekkja vel helstu réttarheimildir sem gilda um starfsemi lífeyrissjóða. Í öðrum kafla þessa rits er fjallað um lífeyrissjóðalögin. Auk þeirra þurfa stjórnendur að kynna sér vel önnur lög, reglugerðir, reglur og leiðbeinandi tilmæli sem eiga við um starfsemi sjóðanna ásamt því að þekkja starfsemi þess lífeyrissjóðs sem viðkomandi er stjórnarmaður í. Fyrsti kafli ritsins fjallar um sérstöðu lífeyrissjóða en ítarleg samantekt er um eignastýringu í fjórða kafla þess og um áhættustýringu og helstu áhættur í starfsemi lífeyrissjóða í sjötta kafla. Um opinbert eftirlit er einnig fjallað í sjötta kafla ritsins en það er í höndum Fjármálaeftirlitsins.

### **Stjórn, stjórnarhættir og ábyrgð stjórnar**

- Stjórnskipulag lífeyrissjóðs
- Hæfisskilyrði stjórnarmanna lífeyrissjóða
- Hlutverk og ábyrgð stjórnarmanns
- Helstu verkefni og skyldur stjórnar lífeyrissjóðs
- Starfsreglur stjórnar
- Helstu stefnur í starfsemi lífeyrissjóðs

Mikilvægt er fyrir stjórnarmenn að kynna sér vel stjórnskipulag, starfsreglur og samþykktir lífeyrissjóðs. Yfirleitt eru fulltrúar sjóðfélaga hjá opnum lífeyrissjóðum sem hafa frjálsa aðild kosnir í stjórn á ársfundi viðkomandi sjóðs. Í öðrum kafla ritsins er umfjöllun um helstu hlutverk stjórnar en einnig er mikilvægt fyrir nýja stjórnarmenn að kynna sér vel núgildandi stefnur sem stjórn hefur sett, svo sem áhættustefnu, áhættustýringarstefnu, fjárfestingarstefnu, hluthafastefnu og stefnu um ábyrgar fjárfestingar. Nánari umfjöllun er í sjötta kafla ritsins um áhættu- og áhættustýringarstefnu, fjárfestingarstefnu í fjórða kafla þess og í fimmta kafla þess er ítarleg umfjöllun um hluthafastefnu og stefnu um ábyrgar fjárfestingar.

### **Innra eftirlit**

- Innra eftirlit lífeyrissjóða
- Hlutverk stjórnar í fyrirtækja- og áhættumenningu
- Þrjár varnarlínur innra eftirlits
- Hlutverk og ábyrgð innri endurskoðunar
- Hlutverk stjórnar í áhættustýringu
- Hlutverk og ábyrgð starfssviðs áhættustýringar

Sérstök umfjöllun er um innra eftirlit í sjötta kafla ritsins.

### **Reikningsskil og endurskoðun**

- Rammi fyrir gerð og framsetningu reikningsskila
- Lög og reglur sem tengjast ársreikningum lífeyrissjóða
- Helstu alþjóðlegu reikningsskilastaðlar sem tengjast reikningsskilum lífeyrissjóða
- Helstu aðferðir við mat eigna og helstu álitamál sem geta komið upp

- Ábyrgð og eftirlit með reikningsskilum og endurskoðun
- Hlutverk ytri endurskoðanda
- Hlutverk endurskoðunarnefndar
- Tryggingafræðileg úttekt og staða

Um reikningsskil er fjallað í sjöunda kafla ritsins en umfjöllun um endurskoðun er í sjötta kafla þess. Þriðji kafli ritsins fjallar meðal annars um tryggingafræðilegar athuganir hjá lífeyrissjóðum.

#### **Sjálfstæði, dómgreind og viðhorf**

- Sjálfstæði stjórnarmanna
- Óhæði
- Sjálfstæði í hugsun
- Ákvörðunartaka
- Háttsemi og heilindi
- Hagsmunaárekstrar
- Hagsmunatengsl og vanhæfi
- Hæfni til að gegna starfi stjórnarmanns
- Samfélagsleg ábyrgð og umboðsskylda

Í öðrum kafla ritsins er umfjöllun um helstu hlutverk stjórnarmanna, einkum er lúta að sjálfstæði þeirra, óhæði, hagsmunaárekstrum, hæfi stjórnarmanna og framkvæmdastjóra og óvenjulegum eða mikils háttar ákvörðunum. Í fimmta kafla ritsins er fjallað um samfélagslega ábyrgð og umboðsskyldu.



## Skilvirkni og starfsemi stjórnar

Hrafnhildur S. Mooney



Hrafnhildur S. Mooney,  
sérfræðingur í áhættugreiningu  
hjá Seðlabanka Íslands.

Stjórn lífeyrissjóðs ber ábyrgð á starfsemi sjóðsins og ætti starfsemi hennar að vera þannig háttáð að hún taki sameiginlega betri ákvarðanir en einstakir meðlimir hennar. Stjórn þarf því að vera rétt samsett, vinna vel saman og vera með skýra ferla sem stuðla að skilvirkni og faglegri ákvarðanatöku. Við ákvarðanatöku í einstökum málum er hlutverk stjórnar lífeyrissjóðs að leggja mat á og taka ákvörðun með tilliti til rekstrar sjóðsins og með hagsmuni allra sjóðsfélaga að leiðarljósi, óháð því hverjir tilnefndu eða studdu viðkomandi til stjórnarsetu.

Í skilvirkri stjórn ættu að sitja öflugir og ólíkir liðsmenn, þar sem stjórn verður aldrei sterkari en veikasti liðsmaðurinn. Það skiptir því máli að skapa góða menningu og mynda sterka liðsheild. Að vera góður stjórnarmaður felur í sér að eiga gott samstarf við alla meðlimi stjórnarinnar, hlusta, leggja sig fram við að skilja sjónarmið annarra og koma sjónarmiðum sínum á framfæri á uppbyggilegan hátt. Það þurfa ekki allir að deila sömu skoðun. Stjórnir þurfa að taka erfiðar ákvarðanir sem geta haft mismunandi áhrif á haghafa. Stjórn þarf því að geta rökstutt og útskýrt ákvarðanir sínar og með hvaða hætti tekið hafi verið tillit til ólíkra sjónarmiða.

Það er auðvelt fyrir stjórnir að falla í þá gryfju að svara eingöngu og bregðast við viðfangsefnum sem stjórnendur eða jafnvel eftirlitsaðilar setja á dagskrá. Þess vegna er mikilvægt að stjórnir verji tíma í starfsáætlun og undirbúi dagskrá funda vel. Það er hlutverk stjórnar að átta sig á hvernig tíma hennar er best varið, hvað skiptir máli og hvað ekki. Það er ekki hlutverk stjórnar að koma saman til þess eins að samþykkja tillögur stjórnenda heldur er hlutverk stjórnar að hafa gagnrýna hugsun að leiðarljósi, spyrja spurninga, afla sér þekkingar og vera viss um að skilja viðfangsefnið áður en ákvörðun er tekin. Þrátt fyrir að meðlimir stjórnar kunni að hafa



áratugareynslu eru viðfangsefni stjórnanna í dag ekki eins fyrirsjáanleg og áður. Það þurfa ekki allir að vera sérfræðingar í öllum viðfangsefnum en það er ábyrgð stjórnar að tiltekin þekking og hæfni sé til staðar innan stjórnarinnar. Þegar stjórn stendur frammi fyrir nýjum viðfangsefnum getur fyrsta skrefið verið að fá kynningar og fræðslu frá starfsmönnum eða ytri aðilum. Fræðsla skapar umræður, spurningar vakna og þekking eykst.

Árlegt sjálfsmat stjórnar er liður í því að bæta skilvirkni og starfsemi stjórnarinnar og tryggja að hún búi sameiginlega yfir viðeigandi þekkingu, reynslu og hæfni. Gerð sjálfsmats gefur stjórninni tækifæri til að líta yfir farinn veg og leggja mat á störf sín og árangur ásamt því að horfa til framtíðar og þeirra verkefna sem fram undan eru.

Tilnefninganefndir geta verið góð leið til að auka gagnsæi og faglega nálgun við val á meðlimum stjórnar. Hlutverk tilnefninganefndar er að skilgreina hvaða þekking, hæfni og reynsla þarf að vera til staðar innan stjórnar, meðal annars með hliðsjón af þeim áherslum og verkefnum sem eru fram undan. Þá leggur tilnefninganefnd mat á samsetningu stjórnar og frammistöðu einstakra meðlima. Niðurstaðan leiðir í ljós hvort þörf er á frekari fræðslu fyrir stjórnina eða hvort gera þarf breytingar á samsetningu hennar. Þessi faglega nálgun ætti einnig að tryggja eðlilega endurnýjun stjórnar og stuðla að framþróun. Í raun ætti enginn meðlimur stjórnar að gera ráð fyrir að gegna hlutverki sínu lengur en þann tíma sem tilnefning hans nær til.

Það er ábyrgðarhlutverk að tilnefna og velja aðila í stjórn lífeyrissjóðs. Þess vegna er mikilvægt að valið sé byggt á faglegum forsendum. Í því felst að horfa til þess hvort aðilar uppfylli hæfis- og hæfniskilyrði en ekki síður að stjórnin í heild búi sameiginlega yfir fjölbreyttri þekkingu, hæfni og reynslu og sé í stakk búin að sinna hlutverki sínu með hagsmunum allra sjóðfélaga að leiðarljósi. ■

## Lífeyrissjóðalögin

Lífeyrissjóðir á Íslandi starfa samkvæmt lífeyrissjóðalögunum en skyldur stjórnarnám lífeyrissjóða eru að mestu byggðar á þeim, reglugerðum sem settar hafa verið á grundvelli laganna, reglum, leiðbeinandi tilmælum og samþykktum sjóðanna. Mikilvægt er að stjórnarmenn kynni sér vel allar réttarheimildir sem kunna að viðkoma lífeyrissjóðum.

Lífeyrissjóðalögin setja almenna umgjörð um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða. Í lögunum eru sett almenn skilyrði fyrir starfsemi lífeyrissjóða, heimildir þeirra til fjárfestinga og einnig er kveðið á um eftirlit með sjóðunum.

### Lög um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða

I. kafli laganna fjallar um skyldutryggingu, iðgjald og tryggingavernd. Í 1. gr. laganna er hugtakið *lífeyrissjóður* skilgreint og farið er yfir gildissvið laganna. Öllum launamönnum og þeim sem stunda atvinnurekstur eða sjálfstæða starfsemi er ætlað að vera aðilar að lífeyrissjóði frá og með 16 ára til 70 ára aldurs. Samkvæmt 2. gr. laganna skal lágmarksiðgjald vera að minnsta kosti 15,5% af iðgjaldsstofni en leyfilegt er að semja um hærra hlutfall. Í 2. gr. laganna er einnig kveðið á um aðild að lífeyrissjóði en slíka aðild á að ákveða í kjarasamningi eða sérlögum. Ef slík aðildarskylda er ekki fyrir hendi á viðkomandi að velja sér lífeyrissjóð og geta skal um aðildina í skriflegum ráðningarsamningi. I. kafllinn fjallar jafnframt um lágmarkstryggingavernd, eftirlit ríkisskattstjóra með greiðslu lágmarksiðgjalds og innheimtu iðgjalda. Lágmarkstryggingavernd sem sjóður veitir til ævilangs mánaðarlegs ellilífeyris frá þeim tíma sem taka hans hefst, þó ekki síðar en frá 70 ára aldri, skal að meðaltali nema 1,8% af iðgjaldsstofni sem greitt er af á ári miðað við 40 ára inngreiðslutíma. Lífeyrissjóðum sem ráðstafa hluta

af lágmarksiðgjaldi til viðbótartryggingaverndar (frjálsrar séreignar) eða tilgreindrar séreignar er heimilt að miða lágmarkstryggingavernd við 1,4% af iðgjaldsstofni. Þá skal lágmarksréttindaöflun til örorkulífeyris uppfylla sömu viðmið og lágmarksréttindaöflun til ellilífeyris fyrir þann tíma sem iðgjald er greitt og þann tíma sem sjóðfélagi öðlast full réttindi til framreiknings. Lágmarkstryggingavernd felur einnig í sér að jafnað sé á milli sjóðfélaga kostnaði vegna maka- og barnalífeyris. Reglugerð nr. 391/1998 um skyldu-tryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða er sett með stöð í lögum nr. 129/1997, ásamt reglugerð nr. 698/1998 um ráðstöfun iðgjalds til lífeyris-sparnaðar og viðbótartryggingavernd.

II. kafli laganna fjallar um lífeyrissparnað. Í 1. mgr. 11. gr. laganna kemur fram að réttthafi megi hefja úttekt á innstæðu eða gera sérstakan útborgunarsamning tveimur árum eftir fyrstu greiðslu iðgjalds til öflunar lífeyrisréttinda í séreign, þó aldrei fyrr en réttthafi hefur fullnægt sérstökum viðbótarskilyrðum sem koma fram í 2.–4. mgr. sama ákvæðis.

III. kafli laganna fjallar um lífeyrisréttindi í lífeyrissjóðum. Í 13. gr. laganna er kveðið á um inntak lífeyrisréttinda en um lágmarksréttindi er að ræða og geta sjóðirnir því veitt betri réttindi en þar koma fram. Ekki kemur fram hvaða kerfi skuli notað við útreikning lífeyrisréttinda en hins vegar eru sett þau skilyrði að útborgun ellilífeyris geti í fyrsta lagi hafist við 60 ára aldur sjóðfélaga. Jafnframt eru sett lágmarksskilyrði um rétt til örorku-, maka- og barnalífeyris. Lífeyrissjóði er gert að senda upplýsingar sem varða áunninn og væntanlegan lífeyrisrétt sjóðfélaga, rekstur og fjárhagsstöðu sjóðs og breytingar á samþykktum samhliða greiðslufirliti að minnsta kosti einu sinni á ári. Lífeyrissjóði ber einnig að veita nýjum sjóðfélögum upplýsingar um helstu réttindi sem ávinnast við greiðslu iðgjalda og upplýsingar um skipulag og stefnu sjóðsins. Auk þess skulu lífeyrissjóðir senda sjóðfélögum sínum yfirlit um iðgjaldagreiðslur að minnsta kosti á hálfis árs fresti. Sjóðunum er heimilt að birta yfirlit og upplýsingar rafrænt á vefsvæði þar sem rafrænnar auðkenningar sjóðfélaga er krafist. Hins vegar þarf ekki að krefjast rafrænnar auðkenningar sjóðfélaga ef upplýsingarnar eru almenns eðlis. Sjóðfélagar eiga þó rétt á að óska eftir því að fá gögn og upplýsingar á pappírformi sér að kostnaðarlausu.

IV. kafli laganna fjallar um almenn skilyrði lífeyrissjóðsrekstrar. Þar segir í 1. mgr. 20. gr. laganna að starfsemi lífeyrissjóðs eigi að lúta að móttöku, varðveislu og ávöxtun iðgjalda og greiðslu lífeyris. Í kaflanum er tekið fyrir samspil lágmarksfjöldu sjóðfélaga og áhættudreifingar vegna skuldbindinga og að lífeyrissjóðum sé heimilt að kaupa tiltekna tryggingavernd hjá váttryggingafélögum eða öðrum lífeyrissjóðum. Greint er frá því í 22. gr. laganna að lífeyrissjóðum sé einum heimilt að nota í heiti sínu orðið „lífeyrissjóður“. Jafnframt er fjallað í 23. gr. laganna um að lífeyrissjóður ábyrgist skuldbindingar sínar með eignum sínum en iðgjaldagreiðendur beri ekki ábyrgð á skuldbindingum sjóðsins öðrum en iðgjöldum sínum. Þá kemur einnig fram í 24. gr. laganna að árlega skuli stjórn láta fara fram tryggingafræðilega athugun á fjárhag sjóðsins. Sérstök umfjöllun um tryggingafræðilega athugun er í þriðja kafla ritsins.

V. kafli laganna fjallar um starfsleyfi lífeyrissjóða. Talin eru upp helstu skilyrði starfsleyfis í kaflanum. Jafnframt er kveðið á um helstu efnisatriði samþykktá sjóðanna og hvernig sjóðirnir eigi að bera sig að gagnvart stjórnvöldum þegar breyta á samþykktum. Samkvæmt 28. gr. laganna skal tilkynna ráðherra allar breytingar á samþykktum og öðlast þær ekki gildi fyrr en hann hefur staðfest að þær fullnægi ákvæðum laga og gildandi samþykktá fyrir lífeyrissjóðinn að fenginni umsögn Fjármálaeftirlitsins. Tilkynna skal Fjármálaeftirlitinu breytingar á stjórn, framkvæmdastjóra, endurskoðanda, aðila sem annast innri endurskoðun og tryggingafræðingi lífeyrissjóðs.

VI. kafli laganna fjallar um rekstur, innra eftirlit og innri endurskoðun. Í kaflanum er fjallað um ábyrgð stjórnar á rekstri lífeyrissjóðs, ársfund, hæfisskilyrði stjórnarmanna, þagnarskyldu starfs- og stjórnarmanna, lausn ágreiningsmála sem upp geta komið milli sjóðfélaga og lífeyrissjóðs, innra eftirlit og endurskoðun. Í 30. gr. laganna segir að á ársfundi skuli gera grein fyrir skýrslu stjórnar, ársreikningum, tryggingafræðilegum úttektum, fjárfestingarstefnu og tillögum stjórnar til breytinga á samþykktum. Lífeyrissjóður á að tilkynna Fjármálaeftirlitinu án tafar skipan og síðari breytingar á stjórn og framkvæmdastjóra. Það er í höndum Seðlabanka Íslands að setja reglur um hvernig standa eigi að hæfismati stjórnar og framkvæmdastjóra. Í núgildandi reglum nr. 180/2013 um framkvæmd hæfismats framkvæmdastjóra og stjórnarmanna lífeyrissjóða er meðal annars farið yfir hvaða atriða er litið til við mat á fjárhagslegu sjálfstæði og við mat á þekkingu framkvæmdastjóra og stjórnarmanna. Jafnframt er farið yfir hæfisskilyrði sem sett eru stjórnarmönnum og framkvæmdastjórum lífeyrissjóða. Í 35. gr. laganna eru helstu verkefni endurskoðunardeilda eða eftirlitsaðila lífeyrissjóða talin upp en þar segir að Seðlabanki Íslands skuli setja nánari reglur um verkefni þeirra. Reglur um endurskoðunardeildir og sjálfstætt starfandi eftirlitsaðila lífeyrissjóða eru nr. 577/2012.

VII. kafli laganna greinir frá fjárfestingarstefnu, fjárfestingarheimildum og lágmarkstryggingavernd lífeyrissjóða. Í reglugerð nr. 916/2009 um fjárfestingarstefnu og úttekt á ávöxtun lífeyrissjóða og vörsluaðila séreignarsparnaðar er meðal annars fjallað um form og efni fjárfestingarstefnu þeirra. Sérstaklega er gerð grein fyrir fjárfestingarheimildum og fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða í fjórða kafla ritsins. Í VII. kafla laganna er umfjöllun um áhættu-stýringu en reglugerð nr. 590/2017 um eftirlitskerfi með áhættu lífeyrissjóða kveður á um framkvæmd áhættustýringar hjá lífeyrissjóðum. Reglugerðin er sett fram í því skyni að sjóðfélagar geti haft vissu fyrir því að lífeyrissjóður hafi yfir að ráða tryggu eftirlitskerfi með áhættu í tengslum við starfsemi sína.

VIII. kafli laganna fjallar um ársreikninga og endurskoðun löggilds endurskoðanda hjá lífeyrissjóði. Í 40. gr. laganna segir að Seðlabanki Íslands skuli setja reglur um ársreikninga lífeyrissjóða að höfðu samráði við reikningskilaráð. Þær reglur eru nr. 335/2015 um ársreikninga lífeyrissjóða.

IX. kafli laganna fjallar um eftirlit með starfsemi lífeyrissjóða. Sérstök umfjöllun er um eftirlit í sjötta kafla ritsins.

## Hlutverk stjórnar

Stjórn lífeyrissjóðs ber ábyrgð á að starfsemi sjóðsins sé í samræmi við lög, reglugerðir og samþykktir sjóðsins. Meginhlutverk stjórnar er að sjá til þess að stefnum og áformum lífeyrissjóðsins sé framfylgt og unnið sé eftir þeim. Stjórnin fer með umfangsmikið hlutverk og mótar stefnur og samþykktir sjóðsins ásamt framkvæmdastjóra. Hlutverk hennar er einnig að taka ákvarðanir sem eru mikils háttar og óvenjulegar. Ákveðið eftirlitshlutverk er á ábyrgð stjórnar og á hún að koma á virku kerfi innra eftirlits. Stjórnin skal sjá til þess að hagsmuna sjóðfélaga sé gætt, lífeyrissjóðurinn starfi eftir lögum og reglum, áhættuviðmið séu sett og að framkvæmdastjóri sé ráðinn.

### Góðir stjórnarhættir

Lífeyrissjóðir teljast einingar tengdar almannahagsmunum og ríkar kröfur eru gerðar til þeirra um að fylgja leiðbeiningum um stjórnarhætti fyrirtækja. Viðskiptaráð Íslands, Nasdaq Iceland og Samtök atvinnulífsins gefa út í sameiningu leiðbeiningar um stjórnarhætti fyrirtækja þar sem ítarleg umfjöllun er um góða stjórnarhætti og hvað þeir fela í sér.

Til þess að auðvelda stjórnendum ólíkra fyrirtækja að tileinka sér góða stjórnarhætti er í leiðbeiningunum sett fram reglan „*fylgið eða skýrið*“. Hún á að veita stjórnnum fyrirtækja svigrúm til að ákveða í hvaða mæli er farið eftir hverri reglu í leiðbeiningunum. Reglan felur í sér að fyrirtæki getur unnið eftir góðum stjórnarháttum þótt það viki frá einhverjum leiðbeiningum. Ef vikið er frá leiðbeiningum þurfa stjórnir hins vegar að útskýra greinilega öll frávik í stjórnarháttayfirlýsingum sínum. Þegar fyrirtæki ákveður að víkja frá leiðbeiningum um stjórnarhætti er ákjósanlegt að útskýrt sé í stjórnarháttayfirlýsingu fyrirtækisins með hvaða hætti var vikið frá leiðbeiningum, ástæðu þess, hvort gripið verður til aðgerða til að vega upp á móti frávikum og

hvort frávik sé tímabundið eður ei. Vert er að minnast á, eins og kemur fram í leiðbeiningum um stjórnarhætti fyrirtækja, að einungis má víkja frá leiðbeiningum sem ekki falla undir lög og reglur.<sup>xii</sup>

Í reglum nr. 335/2015 um ársreikninga lífeyrissjóða kemur fram að lífeyrissjóður skal birta yfirlýsingu um stjórnarhætti sína árlega í sérstökum kafla í skýrslu stjórnar. Eins og kom fram hér að framan eiga stjórnir að útskýra frávik frá leiðbeiningum en í stjórnarháttayfirlýsingu Frjálsa lífeyrissjóðsins árið 2021<sup>xiii</sup> segir til að mynda: „*Sjóðurinn víkur þó að hluta til frá leiðbeiningunum, einkum þar sem efnistöð eiga ekki við um lífeyrissjóði. Má þar helst nefna atriði sem varða hluthafafundi og hluthafa, starfskjarastefnu, starfskjaranefnd og tilnefningarnefnd.*“

## Hæfi stjórnarmanna

Kafli 2.5 í leiðbeiningum um stjórnarhætti fyrirtækja fjallar um starfsreglur stjórnar. Þar kemur fram að starfsreglur stjórnar skulu að lágmarki fjalla um ákveðna þætti, vanhæfi þar á meðal.

Í 1. mgr. 31. gr. laganna er kveðið á um almenn hæfisskilyrði stjórnarmanna lífeyrissjóða. Stjórnarmenn skulu vera lögráða, fjárhagslega sjálfstæðir, hafa gott orðspor, mega ekki á síðustu fimm árum hafa verið úrskurðaðir gjaldþrota og mega ekki í tengslum við atvinnurekstur hafa hlotið dóm á síðustu tíu árum fyrir refsiverðan verknað. Einnig er farið fram á að stjórnarmenn séu búsettir hér á landi, í aðildarríki Evrópska efnahagssvæðisins, aðildarríki stofnsamnings Fríverslunarsamtaka Evrópu eða í Færeyjum.

Eins og áður hefur komið fram gilda reglur nr. 180/2013 um framkvæmd hæfismats framkvæmdastjóra og stjórnarmanna lífeyrissjóða. Um sérstakt hæfi stjórnarmanns lífeyrissjóðs, það er hæfi stjórnarmanns til að taka til meðferðar einstök mál, fer samkvæmt II. kafla stjórnsýslulaga nr. 37/1993 (hér eftir einnig „stjórnsýslulög“). Í þeim kafla er kveðið á um vanhæfisástæður, áhrif vanhæfis og málsmeðferð vegna vanhæfis í einstökum málum. Þannig getur stjórnarmaður í lífeyrissjóði orðið vanhæfur til að taka ákvarðanir í einstökum málum þar sem aðstæður eru til þess fallnar að draga megi óhlutdrægni hans í efa. Sá sem verður vanhæfur til meðferðar máls skal samkvæmt 4. gr. stjórnsýslulaga víkja sæti við undirbúning, meðferð og úrlausn þess. Í 5. gr. stjórnsýslulaganna er fjallað um það hvernig vanhæfi í einstökum málum skal metið. Meginreglan er sú að stjórnarmanni ber að gæta að því að eigin frumkvæði hvort ástæður vanhæfis gætu átt við um hann. Að öðru leyti er vísað til ákvæða stjórnsýslulaga um sérstakt hæfi og ritsins *Hæfisreglur stjórnsýslulaga* eftir dr. jur. Pál Hreinsson.<sup>xiv</sup>

Til viðbótar við þær lagareglur sem fjalla um hæfi stjórnarmanna er algengt að í samþykktum lífeyrissjóða sé að finna ákvæði um sérstakt og almennt hæfi stjórnarmanna. Landssamtök lífeyrissjóða hafa gefið út leiðbeinandi verklagsreglur um viðskipti stjórnarmanna og starfsmanna lífeyrissjóða með fjármálagerninga<sup>xv</sup> sem lífeyrissjóðum er frjálst að styðjast við þegar

þeir setja sér sínar eigin reglur. Þær miða að því að koma í veg fyrir hagsmunarárekstra í starfsemi lífeyrissjóða og draga jafnframt úr hættu á að þeir sem taka ákvarðanir um verðbréfiðskipti sjóðsins með einhverjum hætti tengist einstökum úrlausnarefnum með þeim hætti að fyrirfram megi draga í efa óhlutdrægni þeirra við meðferð og afgreiðslu einstakra mála. Í umræddum reglum segir meðal annars að stjórnarmenn og framkvæmdastjóri skuli ekki eiga viðskipti með einstök verðbréf á sama tíma og lífeyrissjóðurinn. Ef þeir hafa vitneskju, vegna starfsins, um viðskipti sem lífeyrissjóðurinn hyggst eiga í náinni framtíð skulu þeir sjálfir ekki eiga í viðskiptum með þá fjármálagerninga, sbr. 3. mgr. 4. gr. verklagsreglnanna.

Í 3. kafla leiðbeininga um stjórnarhætti fyrirtækja segir að stjórnarmenn skuli taka sjálfstæðar ákvarðanir í hverju máli fyrir sig, enda eigi stjórnarmenn ekki sérstaklega að gæta hagsmuna þeirra aðila sem studdu þá til setu í stjórn. Jafnframt segir í 2. kafla leiðbeininganna að til að stuðla að því að stjórnin vinni að hagsmunum félagsins og allra hluthafa skuli gæta að óhæði stjórnarmanna gagnvart félaginu og stjórnendum þess.

### **Ráðning og hæfi framkvæmdastjóra**

Stjórn ber að sjá til þess að ráða framkvæmdastjóra, ákveða laun hans og önnur ráðningarkjör. Samkvæmt 5. mgr. 31. gr. lífeyrissjóðalaganna skal framkvæmdastjóri annast daglegan rekstur sjóðsins og skal hann fara eftir þeirri stefnu og fyrirmælum sem sjóðstjórn hefur gefið.

Sömu kröfur eru gerðar til almenns og sérstaks hæfis framkvæmdastjóra lífeyrissjóðs og gerðar eru til stjórnarmanna lífeyrissjóðs. Samkvæmt 6. mgr. 31. gr. laganna er framkvæmdastjóra óheimilt að taka þátt í atvinnurekstri nema að fengnu leyfi stjórnar. Eignarhlutur í fyrirtæki telst þátttaka í atvinnurekstri nema um sé að ræða óverulegan hlut sem hefur ekki bein áhrif á stjórn þess.

Lífeyrissjóður skal einnig hafa í þjónustu sinni starfsmann sem hæfur er til að sinna eignastýringu verðbréfasafna sjóðsins á grundvelli menntunar sinnar og starfsreynslu og skal hann hafa verðbréfaréttindi en nánar er kveðið á um skilyrði verðbréfaréttinda í 40. gr. laga nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga.

Lífeyrissjóðum er heimilt að útvista þáttum í starfsemi sinni eins og daglegum rekstri, eignastýringu og áhættustýringu fyrir ákveðna þóknun eða gjald. Samkvæmt leiðbeinandi tilmælum Fjármálaeftirlitsins nr. 6/2014 um útvistun hjá eftirlitsskyldum aðilum ættu stjórnir eftirlitsskyldra aðila sem hyggjast útvista einhverjum þáttum starfsemi sinnar að setja útvistarstefnu, hvort sem útvistað er til aðila innan sömu samstæðu eða ekki. Útvistarstefna fjallar um helstu þætti útvistar, þar með talið útvistun á verkefnum sem ekki teljast mikilvæg, og hana þarf að endurskoða árlega. Útvistarstefna ætti að innihalda áætlun um viðbrögð við vanefndum af hálfu útvistaradilla. Lífeyrissjóður og rekstraraðili geta gert samning sín á milli um stýringu á eignum lífeyrissjóðs í samræmi við fjárfestingarstefnu sem

er fyrirfram ákveðin af stjórn lífeyrissjóðsins. Samningurinn getur líka snúið að sölu og markaðsmálum, ráðgjöf og þjónustu til sjóðfélaga, bakvinnslu og umsýslu sjóðfélagalána svo eitthvað sé nefnt. Í samningnum er einnig hægt að útvísa greiningu, mælingu og skýrslugjöf um áhættu. Rekstraraðillinn hefur þá umboð til að ráðstafa fjármálagerningum og öðrum fjármunum lífeyrissjóðsins en ber auðvitað ákveðna umboðsskyldu gagnvart sjóðnum samkvæmt rekstrarsamningi þeirra og fjárfestingarstefnu.

### **Hæfni framkvæmdastjóra**

Kröfur eru gerðar um hæfni framkvæmdastjóra í 7. mgr. 31. gr. lífeyrissjóðalaganna en þar segir að menntun, starfsreynsla og starfsferill framkvæmdastjóra skuli vera með þeim hætti að tryggt sé að hann geti gegnt stöðu sinni á forsvaranlegan hátt.

### **Eftirlitshlutverk stjórnar, upplýsingagjöf og innra eftirlit**

Í 29. gr. lífeyrissjóðalaganna er kveðið á um skyldu stjórnarmanna í lífeyrissjóði til að hafa almennt eftirlit með starfsemi lífeyrissjóðsins. Eftirlitið skal meðal annars felast í því að fylgjast með að starfsemin sé í samræmi við lög, reglugerðir settar á grundvelli laganna og samþykktir sjóðsins. Stjórnarmenn skulu jafnframt hafa eftirlit með rekstri, bókhaldi og ráðstöfun eigna sjóðsins. Ekki er sérstaklega kveðið á um það í lögnum eða athugasemdum með frumvarpi til lífeyrissjóðalaganna með hvaða hætti slíkt eftirlit skuli vera. Það er þó ljóst að hér er um mjög víðtæka eftirlitsskyldu að ræða.

Geta stjórnarmanna til að sinna eftirlitsskyldu sinni veltur verulega á upplýsingagjöf framkvæmdastjóra. Stjórnin ber þó endanlega ábyrgð á að upplýsingagjöf sé viðunandi og má finna ákvæði þess efnis í 4. tölul. 3. mgr. 29. gr. laganna. Þar segir að stjórn skuli setja reglur um upplýsingagjöf framkvæmdastjóra til stjórnar um rekstur, iðgjöld, réttindaávinning og ráðstöfun eigna sjóðsins. Stjórnin ber því ábyrgð á að til séu skýrar og fullnægjandi reglur um upplýsingagjöf sem framkvæmdastjóri ber ábyrgð á að sé framfylgt.

Í 29. gr. laganna kemur fram að stjórn ber að móta innra eftirlit og ákveða hvernig innri endurskoðun skuli háttað, annaðhvort með því að ráða forstöðumann endurskoðunardeildar eða semja við sjálfstætt starfandi eftirlitsaðila. Í 35. gr. laganna eru nefnd verkefni sem endurskoðunardeild eða eftirlitsaðili lífeyrissjóðs skal sinna en nánar er kveðið á um þessi málefni í reglum Fjármálaeftirlitsins nr. 577/2012 um endurskoðunardeildir og sjálfstætt starfandi eftirlitsaðila lífeyrissjóða. Í sjötta kafla ritsins er frekari umfjöllun um innra eftirlit og innri endurskoðun.

Eftirlit með þeim upplýsingum sem framkvæmdastjóri veitir stjórn lífeyrissjóðs er í raun hluti af innra eftirliti sjóðs. Upplýsingagjöfin er mikilvægasta stjórnartæki stjórnarmanna og því ákjósanlegt að hluti af innra eftirliti sé að sannreyna upplýsingagjöfina. Bókhald lífeyrissjóða ætti að vera aðgreint frá eignastýringu og stjórn sjóðsins ætti að hafa beinan aðgang að upplýsingum úr bókhaldi. Hér má sjá nokkur dæmi um upplýsingagjöf:



- Hliting við fjárfestingarstefnu: Hversu mikið lífeyrissjóður á í hverjum eignaflokki og hversu hátt hlutfall eignaflokkurinn myndar af heildareign sjóðsins. Hlutfallið er síðan borið saman við heimildir fjárfestingarstefnu, markmið og vikmörk.
- Yfirlit um ávöxtun: Samanburður á þróun ávöxtunar eignasafns sjóðsins sem og einstakra eignaflokka við viðmiðunarvísitölur.
- Uppgjör: Mánaðarlegt yfirlit stjórnarmanna í formi óendurskoðaðs uppgjörs. Meginkaflar uppgjörs eru breytingar á hreinni eign til greiðslu lífeyris, efnahagsreikningur og sjóðstreymi.
- Vanskilayfirlit: Kennitölur um vanskil iðgjalda og skuldabréfa.
- Yfirlit um stöðu og viðskipti á óskráðum fjármálagerningum: Lífeyrissjóði er einungis heimilt að binda allt að 20% heildareigna í fjármálagerningum sem ekki eru skráðir á skipulegum markaði.
- Kennitölur sjóðfélaga: Kennitölur eins og fjöldi sjóðfélaga, upphæð iðgjalda, fjöldi lífeyrisþega og fleira.
- Viðskiptayfirlit: Stjórnir lífeyrissjóða gætu óskað eftir viðskiptayfirliti sem sýnir viðskipti sjóðsins á ákveðnu tímabili og yfirlit eða sundurliðun á viðskiptum við verðbréfamiðlanir.
- Tryggingafræðilegar upplýsingar: Flestir lífeyrissjóðir láta nægja að skoða tryggingafræðilega stöðu einu sinni á ári en sumir taka þessar upplýsingar inn í almennt áhættumat og skoða stöðuna oftar.

### Starfsreglur stjórnar

Í leiðbeiningum um stjórnarhætti fyrirtækja er fjallað ítarlega um starfsreglur stjórnar. Þær eiga að fjalla um verkaskiptingu stjórnar og samskipti hennar, stjórnarformanns og framkvæmdastjóra. Með slíkum reglum er auðveldara fyrir sjóðfélaga að leggja mat á starfshætti stjórnarinnar.

Ljóst er að eftirlitsskylda stjórnar og upplýsingaskylda framkvæmdastjóra eru nátengdar hvor annarri enda má segja að í lífeyrissjóðum, líkt og í almennum félögum, fari framkvæmdastjóri og stjórn saman með stjórn félagsins. Kveðið er á um í 1. mgr. 29. gr. lífeyrissjóðalaganna að stjórn lífeyrissjóðs setji sér starfsreglur. Ekki er kveðið nánar á um það í lögum hvað koma skuli fram í slíkum reglum en hins vegar gáfu Landssamtök lífeyrissjóða út leiðbeiningar um efni starfsreglna stjórna lífeyrissjóða árið 2001.<sup>xvi</sup>

### Mótun fjárfestingarstefnu

Eitt mikilvægasta hlutverk stjórna lífeyrissjóða er að móta fjárfestingarstefnur sjóðanna. Fjárfestingarstefna felur í sér markmið, vikmörk og önnur skilyrði og er forskriftin að því hvernig heimilt er að ávaxta fjármuni sjóðsins og einstakra deilda hans. Í VII. kafla lífeyrissjóðalaganna er fjallað um lágmarks-tryggingavernd, fjárfestingarheimildir og fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða. Þar er meðal annars kveðið á um með hvaða hætti lífeyrissjóði er heimilt að ávaxta fé sitt. Í a-lið 36. gr. laganna er fjallað um fjármálagerninga og innlán.

Þar er fjallað um þá sex eignaflokka sem lífeyrissjóður skal flokka eignir sjóðsins í. Í b-lið 36. gr. laganna er fjallað um vægi eignaflokka, skráningu og útgáfu, í c-lið 36. gr. um mótaðilaáhættu, í d-lið 36. gr. um gjaldmiðlaáhættu, í e-lið 36. gr. um áhættustýringu og í f-lið 36. gr. um undanþágur.

Í reglugerð nr. 916/2009 um fjárfestingarstefnu og úttekt á ávöxtun lífeyrissjóðs og vörsluaðila séreignarsparnaðar segir að í fjárfestingarstefnu skuli að lágmarki vera umfjöllun um áhrif aldursamsetningar sjóðfélaga, lífeyrisbyrðar og áhrif framtíðargreiðsluflæðis vegna lífeyrisskuldbindinga. Einnig skal fjalla um hvernig ákvarðanir um fjárfestingar eru teknar með tilliti til greininga á upplýsingum um öryggi, gæði, lausafjárstöðu og arðsemi eignasafnsins í heild. Ítarlegri umfjöllun um fjárfestingarstefnu og fjárfestingarheimildir er að finna í fjórða kafla ritsins.

### **Trúnaðar- og þagnarskylda**

Í 32. gr. lífeyrissjóðalaganna er þagnarskylduákvæði sem tekur til stjórnarmanna, framkvæmdastjóra, annarra starfsmanna og endurskoðenda lífeyrissjóðs. Þagnarskyldan á við um allt sem aðilarnir fá vitneskju um í starfi og leynt á að fara samkvæmt lögum eða eðli máls og hún heldur gildi sínu þótt látið sé af störfum. Í 4. mgr. 42. gr. laganna segir hins vegar að verði endurskoðandi var við verulega ágalla í rekstri lífeyrissjóðs eða atriði er varða innra eftirlit, iðgjaldainnheimtu, greiðslutryggingar útlána, meðferð fjármuna eða önnur atriði sem veikt geta fjárhagsstöðu lífeyrissjóðsins, svo og ef hann hefur ástæðu til að ætla að lög, reglugerðir eða reglur sem gilda um starfsemi hafi verið brotnar, skuli hann þegar í stað gera stjórn sjóðsins og Fjármálaeftirlitinu viðvart. Þessi ákvæði brjóta ekki í bága við þagnarskyldu endurskoðenda samkvæmt 32. gr. laganna eða ákvæði annarra laga.

Auk þagnarskyldu hvílir á hverjum stjórnarmanni sérstök trúnaðarskylda gagnvart lífeyrissjóði sem yfirleitt er kveðið á um í starfsreglum stjórnar. Í því felst að stjórnarmanni ber að gæta hagsmuna sjóðsins í hvívetna. Sú skylda hvílir á stjórn að halda gerðabók um það sem gerist á fundum stjórnar og skulu allir stjórnarmenn sem mættir eru undirrita fundargerðina.

Í leiðbeiningum um stjórnarhætti fyrirtækja segir að fundargerðir stjórnarfundar eigi að veita heildaryfirsýn yfir umræður á stjórnarfundum, þau gögn sem lögð eru fram við hvern dagskrárlíð og efnisatriði þeirra ákvarðana sem teknar eru.

### **Samþykktir sjóðsins**

Í 27. gr. lífeyrissjóðalaganna er kveðið á um efni samþykktar lífeyrissjóða en ekki er um tæmandi upptalningu að ræða. Samþykktir lífeyrissjóðs skulu miðaðar við að sjóðurinn geti staðið við skuldbindingar sínar. Stjórn lífeyrissjóðs ber ábyrgð á því að samþykktir sjóðsins uppfylli almenn skilyrði sem kveðið er á um í lögum.

Um breytingar á samþykktum segir í 30. gr. laganna að stjórn skuli á ársfundi gera grein fyrir tillögum sínum til breytinga á samþykktum sjóðsins. Ef breytingar á samþykktum leiða af ófrávíkjanlegum ákvæðum

laga eða reglugerða er stjórn heimilt að gera þær án þess að bera þær undir ársfund samkvæmt 29. gr. laganna. Í 10. tölul. 2. mgr. 27. gr. laganna segir að samþykktir sjóðanna skuli kveða á um það hvernig staðið skuli að breytingum á samþykktum. Lífeyrissjóðunum er þannig í sjálfvald sett hvernig staðið verði að breytingum á samþykktum sjóðsins. Lögin setja þó það almenna skilyrði í 28. gr. að allar breytingar á samþykktum lífeyrissjóðs skuli tilkynna ráðherra og öðlast þær ekki gildi fyrr en ráðherra hefur staðfest að þær fullnægi ákvæðum laganna og ákvæðum gildandi samþykktu fyrir lífeyrissjóðinn að fenginni umsögn Fjármálaeftirlitsins.

### Óvenjulegar eða mikils háttar ákvarðanir

Í leiðbeiningum um stjórnarhætti fyrirtækja segir að starfsreglur stjórnar skuli meðal annars fjalla um valdheimildir framkvæmdastjóra, það er hvaða ráðstafanir teljast almennt vera óvenjulegar eða mikils háttar og eru því á forræði stjórnar.

Lífeyrissjóðalögin kveða á um að framkvæmdastjóri skuli annast daglegan rekstur lífeyrissjóðs og fara eftir þeirri stefnu og fyrirætlum sem sjóðstjórn hefur gefið. Stjórn setur sér starfsreglur og yfirleitt er verkaskipting milli stjórnar og framkvæmdastjóra nánar útfærð þar og eftir atvikum í samþykktum lífeyrissjóðs. Ákvarðanir sem eru óvenjulegar eða mikils háttar getur framkvæmdastjóri þó ekki tekið nema samkvæmt heimild stjórnar.

Í skýrslu úttektarnefndar Landssamtaka lífeyrissjóða frá árinu 2012<sup>xvii</sup> segir að túlkun á því hvað telst vera óvenjulegt eða mikils háttar sé mjög á reiki. Í skýrslunni er fjallað um mikilvægi þess að lífeyrissjóðir setji sér viðmiðanir um óvenjulegar og mikils háttar ákvarðanir þar sem takmarkaðar vísbendingar eru í lögum um efnið. Það er því í höndum stjórnar og framkvæmdastjóra lífeyrissjóða að ákveða hvaða ákvarðanir falla undir hugtakið og getur útfærsla verið ólík milli sjóða.

Í fjárfestingarstefnu er iðulega fjallað um hvað telst til óvenjulegra eða mikils háttar ákvarðana, þá helst hvaða viðskipti falla þar undir. Fjárfestingarákvarðanir sem gjarnan hafa fallið undir hugtakið hjá einhverjum lífeyrissjóðum eru til dæmis innlendar og erlendar fjárfestingar í óskráðum hlutabréfum þar sem seljanleiki er takmarkaður, fjárfesting í sérhæfðum sjóðum sem hafa ekki innlausnarskyldu, fjárfestingar af ákveðinni stærðargráðu eða í vissu hlutfalli af sjóðnum, fjárfestingar í óskráðum skuldabréfum lögaðila sem eru ekki nú þegar í eignasafni, fjárfestingar í óveðtryggðum skuldabréfum og fjárfestingar í afleiðusamningum. Einnig eru dæmi um að þar sem lífeyrissjóðir útvista rekstri sínum og eignastýringu séu sett sérstök skilyrði um samþykki stjórnar þegar rekstraraðili og/eða aðilar tengdir honum eru haghafar af fjárfestingunni.

### Úrskurðir stjórnar

Í 5. mgr. 18. gr. lífeyrissjóðalaganna kemur fram að sjóðfélagi á rétt á að lífeyrissjóðir rökstyðji skriflega ákvörðun er hann varðar. Í rökstuddri ákvörðun skal

getið um rétt sjóðfélaga til að skjóta ákvörðun til gerðardóms. Í starfsreglum stjórnar lífeyrissjóðs er æskilegt að kveðið sé nánar á um verkaskiptingu á milli framkvæmdastjóra og stjórnar varðandi ágreiningsmál við sjóðfélaga. Í 33. gr. laganna kemur fram að ef sjóðfélagi vill ekki una úrskurði sjóðstjórnar í máli sem hann hefur skotið til hennar getur hann vísað því til gerðardóms. Gerðardómur skal skipaður þremur mönnum, einum tilnefndum af viðkomandi sjóðfélagi, einum tilnefndum af viðkomandi lífeyrissjóði og oddamanni tilnefndum af Fjármálaeftirlitinu eða öðrum þeim aðila sem tilgreindur er í samþykktum viðkomandi sjóðs. Úrskurður gerðardóms er bindandi fyrir báða aðila. Málskostnaði skal skipt milli málsaðila eftir mati dómsins en þó skal sjóðfélagi ekki greiða meira en þriðjungshluta málskostnaðar. Um málsmeðferð fyrir gerðardómi fer samkvæmt lögum um samningsbundna gerðardóma. Í 12. tölul. 2. mgr. 27. gr. laganna segir að í samþykktum lífeyrissjóðs skuli kveðið á um hlutverk og skipan gerðardóms.

### **Boðun ársfundar, ársreikningur og skýrsla stjórnar**

Í 30. gr. lífeyrissjóðalaganna er fjallað um boðun og framkvæmd ársfundar. Samkvæmt ákvæðinu skal stjórn lífeyrissjóðs boða til ársfundar sjóðsins fyrir lok júní hvert ár. Allir sjóðfélagar eiga rétt til fundarsetu á ársfundinum með umræðu- og tillögurétti. Á ársfundi skal gerð grein fyrir skýrslu stjórnar, ársreikningum, tryggingafræðilegum úttektum, fjárfestingarstefnu og tillögum stjórnar til breytinga á samþykktum sjóðsins.

Ársreikningur skal gefa glögga mynd af fjárhagsstöðu lífeyrissjóðs og breytingu á hreinni eign til greiðslu lífeyris. Í reglum nr. 335/2015 um ársreikninga lífeyrissjóða hefur Fjármálaeftirlitið sett fram hvað skuli koma fram í ársreikningi.

Skýrsla stjórnar á meðal annars að innihalda yfirlit um starfsemi sjóðsins á árinu, svo og upplýsingar um atviki sem mikilvæg eru við mat á fjárhagslegri stöðu sjóðsins og afkomu hans á reikningsárinu sem ekki koma fram annars staðar í ársreikningi. Nánar er kveðið á um hvað skýrsla stjórnar skal innihalda í 41. gr. laganna.

### **Verklagsreglur um viðskipti með fjármálagerninga**

Samkvæmt 5. tölul. 3. mgr. 29. gr. lífeyrissjóðalaganna skal stjórn lífeyrissjóðs setja sér verklagsreglur um viðskipti lífeyrissjóðsins, stjórnar hans og starfsmanna með fjármálagerninga. Verklagsreglurnar skulu staðfestar af Fjármálaeftirlitinu. Í leiðbeinandi verklagsreglum Landssamtaka lífeyrissjóða er fjallað um viðskipti stjórnarmanna og starfsmanna lífeyrissjóðs með fjármálagerninga. Nánar er fjallað um verklagsreglur um viðskipti með fjármálagerninga hér fyrir í öðrum kafla undir hæfi stjórnarmanna.

### **Tryggingafræðileg athugun**

Samkvæmt 7. tölul. 3. mgr. 29. gr. lífeyrissjóðalaganna skal stjórn lífeyrissjóðs árlega láta fara fram tryggingafræðilega athugun á lífeyrissjóðnum. Í 24. gr. laganna segir að tryggingafræðileg athugun á fjárhag sjóðsins

skuli fara fram í samræmi við 39. gr. laganna og ákvæði reglugerðar sem ráðherra setur. Ein af grundvallarforsendum lífeyrissjóðalaganna er í 39. gr. laganna en þar segir að hrein eign lífeyrissjóðs til greiðslu lífeyris ásamt núvirði framtíðariðgjalda skuli vera jafnhá núvirði væntanlegs lífeyris vegna þegar greiddra iðgjalda og framtíðariðgjalda. Nánar er fjallað um tryggingafræðilega athugun í þriðja kafla ritsins.

# Farsælt stjórnskipulag lífeyrissjóða aðila vinnumarkaðarins

Halldór Benjamín Þorbergsson



Halldór Benjamín Þorbergsson, framkvæmdastjóri Samtaka atvinnulífsins.

## Saga lífeyrissjóðanna

Árið 1943 setti Alþingi lög um lífeyrisréttindi ríkisstarfsmanna sem fólu m.a. í sér stofnun sjóðs sem í rann 4% iðgjald launamanns og 6% mótframlag ríkisins. Ríkið ábyrgðist réttindin sem iðgjöld og ávöxtun þeirra stóð ekki undir. Starfsmennirnir voru 2.500 sem svaraði til 5% starfsfólks á vinnumarkaði. Árið 1963 jók Alþingi réttindi ríkisstarfsmanna verulega, m.a. með upptöku eftirmannsreglu.

Starfsfólk á almennum vinnumarkaði þurfti á þessum tíma að reiða sig á ellilífeyri almannatrygginga. Árið 1969 nam mánaðarlegur ellilífeyrir almannatrygginga 25% af dagvinnulaunum og 17% af heildartekjum verkamanna. Hinn 19. maí 1969 voru gerðir kjarasamningar um stofnun lífeyrissjóða á almennum vinnumarkaði sem fólu í sér skylduaðild félagsmanna verkalyðsfélaga. Samtök atvinnurekenda og launafólks skuldbundu sig sameiginlega til gæslu og ábyrgðar á rekstri sjóðanna og fengu sjóðirnir stöðu sjálfseignarstofnana á forræði samningsaðila. Samið var um að iðgjald skyldi einungis greitt af dagvinnulaunum, án álaga vegna ákvæðisvinnu, bónuskerfis eða þess háttar, og skyldu launamenn greiða 4% og vinnuveitendur 6%.

Árið 1974 var skylduaðild að lífeyrissjóðum lögfest og með setningu laga nr. 55/1980 var skylduaðild gerð almenn þegar sjálfstætt starfandi einstaklingar voru skyldaðir til að greiða í samtryggingarlífeyrissjóð. Árið 1986 var gerður kjarasamningur milli Vinnuveitendasambandsins (VSÍ, forvera SA) og stéttarfélaganna innan ASÍ um að iðgjöld skyldu greidd af öllum launum, en ekki aðeins dagvinnulaunum eins og verið hafði frá upphafi.

Árið 1995 gerðu ASÍ og VSÍ heilsteyptan kjarasamning á grunni kjarasamningsins frá 19. maí 1969 um lífeyrissjóði. Í kjarasamningnum var kveðið á um réttindaöflun, lífeyrisréttindi, þ.e. elli-, örorku, maka- og

barnalífeyri, stjórnskipan, tryggingafræðilegar úttektir, eftirlit o.fl. Meginefni kjarasamningsins, að stjórnkerfiskaflanum undanskildum, var fært í lög nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, og voru það fyrstu heildarlögin um lífeyrissjóði á Íslandi. Þau tóku þó ekki til starfsmanna ríkis og sveitarfélaga þar sem lífeyriskjör þeirra voru ákveðin með sérlögum.

Í kjarasamningum SA og aðildarfélaga ASÍ árið 2000 var samið um 2% móttframlag vinnuveitenda gegn samsvarandi framlagi launamanns til séreignarsparnaðar. Var með þessu áformað að koma að hluta til móts við kröfur aðildarfélaga ASÍ um jöfnun lífeyrisréttinda milli almenna og opinbera markaðarins. Þau áform aðila á almennum vinnumarkaði stóðu ekki lengi því skömmu síðar var samið um sams konar fyrirkomulag í kjarasamningum ríkisins við viðsemjendur sína og sveitarfélögin sigldu síðan í kjölfarið.

Kjarasamningur ársins 2011 fylgdi sameiginleg yfirlýsing SA og viðsemjenda um að hækka þyrfti samanlögð framlög launamanna og atvinnurekenda til lífeyrissjóða úr 12% í 15,5% á árunum 2014–2020.

Lokaskrefin í samræmingu lífeyrisréttinda á almennum og opinberum vinnumarkaði voru stigin með gerð kjarasamnings milli SA og samninganefndar ASÍ í ársbyrjun 2016 þar sem móttframlag launagreiðenda var hækkað í 11,5% sem kom að fullu til framkvæmda 2018. Jafnframt var sjóðfélögum heimilað að verja hækkuninni til séreignarsparnaðar með tilteknum skilyrðum (tilgreind séreign) til að auðvelda starfslok og auka sveigjanleika í lífeyristöku. Þá náðist samkomulag innan hins opinbera um uppgjör fortíðarvanda opinberu sjóðanna og voru ríkisstarfsmenn felldir undir almennu lífeyrissjóðalögum, nr. 129/1997.

### **Grunnstoð og bakhjarlar lífeyriskerfisins**

Kjarasamningur ASÍ og SA um lífeyrismál er grunnstoð lífeyriskerfisins. Á honum er hið almenna lífeyriskerfi landsmanna reist. Samtökin eru bakhjarlar almenna lífeyriskerfisins og hafa staðið vörð um hlutverk þess og munu gera það áfram. Allar breytingar stjórnvalda á lögnum hafa verið gerðar í nánu samstarfi við framangreind heildarsamtök launafólks og atvinnurekenda. Samningsaðilar hafa frá upphafi hvatt stjórnvöld til lögfestingar meginefnis kjarasamningsins til þess að tryggja öllu starfsfólki þau lágmarkskjör sem í samningnum felast, en í þeirri afstöðu felst ekki að forræði kjarasamningsins hafi færst frá samningsaðilum til Alþingis.

Samtök atvinnulífsins telja að vel hafi tekist til um löggjöf um skyldu-tryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða. Aðilar vinnumarkaðarins hafa staðið undir þeirri ábyrgð að stjórna lífeyrissjóðunum með faglegum og málefnalegum hætti. Samtökin telja því farsælt að byggja áfram á þeirri stefnu sem þar hefur verið mörkuð.

### **Stjórnskipan lífeyrissjóðanna**

Kjarasamningurinn um lífeyrismál frá 1969 kvað á um jafna skiptingu stjórnarmanna milli samningsaðila. Samtök atvinnurekenda og launafólks skuldbundu sig þannig í sameiningu til gæslu og ábyrgðar á rekstri sjóða á samningssviði þeirra. Sameiginlegur hagur atvinnurekenda og launafólks og samtaka þeirra af góðri ávöxtun og góðum lífeyri er augljós.

Helmingaskipti stjórnarmanna hafa reynst vel og ekki eru dæmi um að blettur hafi fallið á samstarf stjórnarmanna, óháð því hvort þeir hafi verið skipaðir af verkalýðsfélögum eða samtökum atvinnurekenda. Skipanin tryggir jafnvægi og gegnsæi. Þeir sem tilnefna í stjórnirnar skipta sér ekki af



afstöðu stjórnarmanna til einstakra mála sem eru til umfjöllunar enda eiga þeir að vera sjálfstæðir í störfum sínum. Lífeyrissjóðalögin fjalla ekki um stjórnun lífeyrissjóðanna og hvílir því stjórnkerfi þeirra sjö sjóða sem starfa á samningssviði ASÍ og SA á kjarasamningum.

Kjarasamningur ASÍ og SA um lífeyrismál hefur verið endurskoðaður reglulega undanfarin ár með það að markmiði að efla fulltrúalyðræði og tryggja enn frekar sjálfstæði stjórnarmanna. Endurskoðun samningsins árið 2018 fól í sér miklar breytingar á stjórnkerfi lífeyrissjóðanna. Fulltrúaráð sjóðanna<sup>3</sup> fengu víðtækt hlutverk, ákvæði um hlutverk, hæfi og hagsmunarárekstra stjórnarmanna voru skerpt, innleidd var samráðsskylda aðila um skipan stjórnarmanna, m.a. til að tryggja fjölbreytta reynslu, þekkingu og jöfn kynjahlutföll, stofnaðar voru fastanefndir um laun stjórnarmanna og sett inn ákvæði um starfskjarastefnu.

Við endurskoðun kjarasamnings ASÍ og SA í mars árið 2021 var skerpt á sjálfstæði stjórnarmanna þannig að tilnefningaraðila væri óheimilt að afturkalla umboð þeirra nema með formlega rökstuddum hætti með tilvísun í viðeigandi ákvæði laga eða samþykkt. Að auki skyldi fulltrúaráð staðfesta slíka afturköllun umboðs og tilnefningu nýs stjórnarmanns. Þá var sett ákvæði um að stjórnarmönnum bæri að taka sjálfstæðar ákvarðanir í hverju máli fyrir sig, sem augljóslega felur í sér að þeir taka ekki við skipunum frá tilnefningaraðilum.

Reglur SA um tilnefningar stjórnarmanna í lífeyrissjóði hafa einnig tekið miklum breytingum undanfarin ár og var síðast breytt í febrúar 2020. Þar segir að SA muni, með auglýsingum og almennri hvatningu, leita að hæfum einstaklingum, sem starfa hjá aðildarfyrirtækjum SA eða hagsmunasamtökum þeirra, með fjölbreytta reynslu og þekkingu varðandi lífeyrismál,

stjórnun, stefnumótun, áætlanagerð og reikningshald, lögfræðileg málefni og fjármálamarkað. Sérstök fimm manna hæfisnefnd fjallar um hæfi einstaklinga sem gefið hafa kost á sér til stjórnarstarfa.

Skipulag við val stjórnarmanna hjá báðum tilnefningaraðilum tryggir jafnvægi milli kynja, þekkingu og reynslu stjórnarmanna. Þeir fara í gegnum umsóknarferli þar sem hæfni þeirra er metin af óháðum aðilum. Þegar hæfasti umsækjandinn er fundinn er tilnefningin staðfest í fjölmönnum fulltrúaráðum sjóðanna. Ferlið er faglegt með virku aðhaldi frá fjölda áhuga-  
fólks um hvern lífeyrissjóð. ■









**Þriðji kafli**  
**Eignir og skuldbindingar**

## Samspil eigna og skuldbindinga

Lögum samkvæmt er lífeyrissjóðum skylt að veita ákveðna lágmarks-tryggingavernd sem á að tryggja sjóðfélögum ævilangan ellilífeyri ásamt örorku-, maka- og barnalífeyri. Í frumvarpi laga nr. 129/1997 um skyldu-tryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða (hér eftir einnig „lífeyris-sjóðalögin“ og „lögin“) er hins vegar kveðið á um að lífeyrissjóðir eigi að keppa að því að greiða sem hæstan lífeyri á hverjum tíma. Þeir hafa því svigrúm til að veita ríkari tryggingavernd en lágmarkið kveður á um. Lífeyrissjóðir geta því með þessum hætti í samþykktum útfært skuldbindingar sínar nánar og breytt réttindakerfum að því gefnu að skuldbindingar uppfylli lágmarksákvæði laga. Geta sjóðanna til að bæta réttindi umfram lágmarks-tryggingavernd ræðst einna helst af lýðfræði þeirra og ávöxtun.

Heildareignir lífeyrissjóða hafa vaxið hratt undanfarin ár og er útlit fyrir slíkt áfram enn um sinn. Hreina eign lífeyrissjóða má skilgreina sem heildar-eignir sjóða að frádregnum skuldum, það er fjármagn sem lífeyrissjóðir hafa til að standa við skuldbindingar sínar. Í 39. gr. lífeyrissjóðalaganna kemur fram að hrein eign til greiðslu lífeyris ásamt núvirði framtíðariðgjalda skal vera jafnhá núvirði væntanlegs lífeyris vegna þegar greiddra iðgjalda og framtíðariðgjalda. Þetta þýðir að jafnvægi á að vera á milli eigna og skuldbindinga sjóðanna. Ef tryggingafræðileg athugun leiðir í ljós að munur á eignum og skuldbindingum er meiri en 10% eða meiri en 5% samfelld í fimm ár er lífeyrissjóðnum skylt að gera nauðsynlegar breytingar á samþykktum sjóðsins. Þetta hefur verið skýrt á þá leið að átt sé við mismun eigna og skuldbindinga sem hlutfall skuldbindinga. Þannig setur löggjafinn ákveðin mörk á hvað eignir megi víkja mikið frá skuldbindingum sjóðs.

Lífeyrissjóðir taka við iðgjöldum frá sjóðfélögum og lífeyrisréttindi ávinnast í hlutfalli við greidd iðgjöld. Til þess að geta staðið undir skuldbindingum

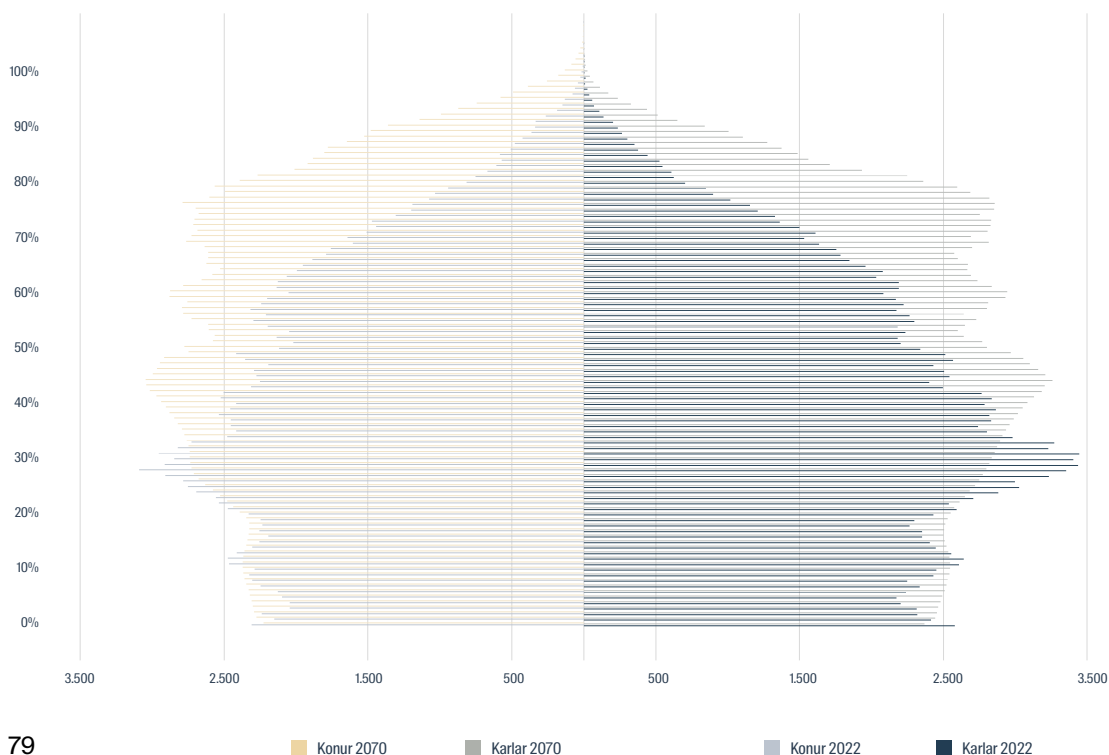
fjárfestir lífeyrissjóðurinn með það að markmiði að skila nægjanlegri ávöxtun í framtíðinni til að sjóðurinn geti staðið við skuldbindingar sínar. Skuldbindingar lífeyrissjóða eru væntar lífeyrisgreiðslur til sjóðfélaga en þær geta verið ólíkar á milli sjóða þar sem samsetning innan mismunandi sjóða út frá kyni, aldri og atvinnu getur verið misjöfn. Jafnframt eru samþykktir sjóðanna oft ólíkar, meðal annars varðandi maka- og örorkulífeyri.

Framfarir í læknisfræði og bætt lífskjör hafa meðal annars leitt til þess að fólk lifir lengur en áður fyrr og einnig fer fæðingartíðni lækkandi. Þar sem þjóðin verður eldri þarf lífeyririnn að ná yfir lengri tíma og þar af leiðandi aukast skuldbindingar sjóðanna. Skuldbindingaþáttur kvenna er til að mynda almennt hærri en karla þar sem lífs- og örorkulíkur þeirra eru hærri. Skuldbindingar vegna sjóðfélaga geta verið mjög misjafnar. Til að skilja betur hvað átt er við með því er best að taka dæmi um tvo einstaklinga sem gerast báðir sjóðfélagar 30 ára gamlir en lifa mismöngu lífi. Annar einstaklingurinn verður öryrki þremur árum eftir að hann gerist sjóðfélagi og lífeyrissjóðurinn mun því greiða honum örorkulífeyri miðað við framreiknuð réttindi til 67 ára aldurs og eftir það taka ellilífeyrisgreiðslur við þar til viðkomandi fellur frá. Skuldbindingarnar eru því mun meiri en iðgjöldin. Hinn einstaklingurinn greiðir reglulega iðgjöld til sjóðsins alla sína starfsævi en er bráðkvaddur 66 ára gamall. Hér hefur sjóðfélagi greitt iðgjöld í mörg ár en lífeyrisgreiðslur í tengslum við ellilífeyri vegna hans eru engar, þó að til geti komið maka- eða barnalífeyrisgreiðslur.

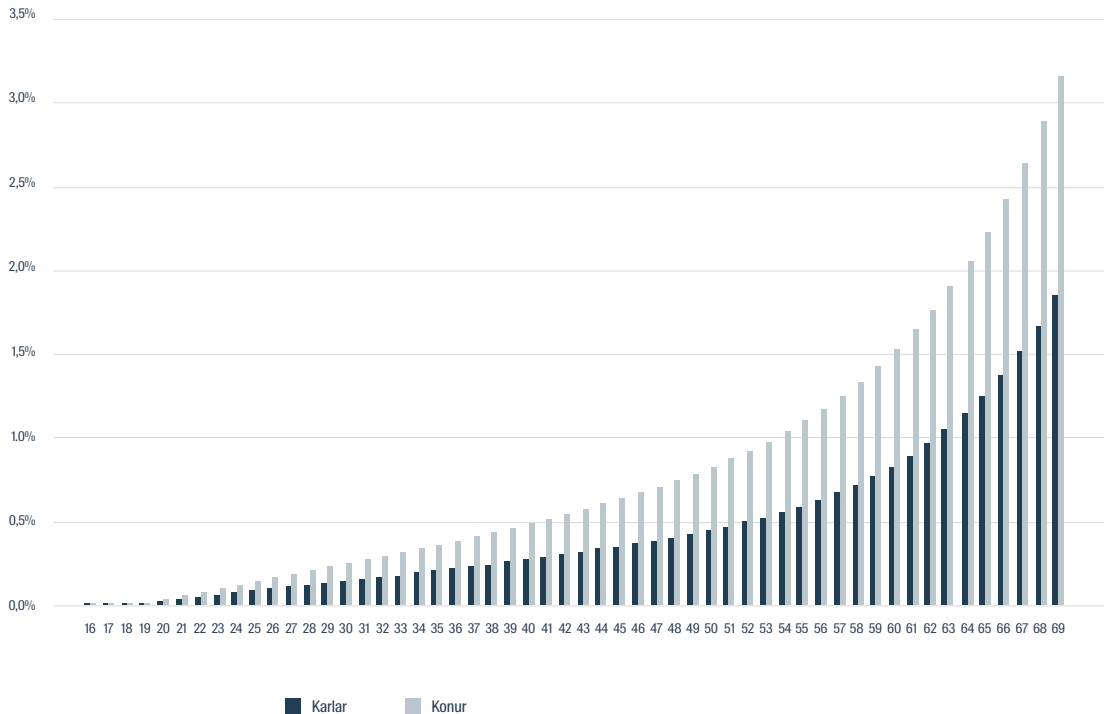
### Mynd 3.1

Aldurssamsetning þjóðar og mannfjöldaspá.

Heimild: Hagstofa Íslands (miðspá Hagstofu Íslands um mannfjölda).



Áhættupól sjóða er mismunandi og eitt af þeim atriðum sem geta skipt þar máli er aldurssamsetning sjóðfélagaþóps. Sem dæmi má nefna að lífeyrissjóður þar sem flestir sjóðfélagar eru komnir á eftirlaun hefur minni tíma fyrir sér og þóli að jafnaði minni sveiflur í ávöxtun til skemmri tíma en lífeyrissjóður þar sem meðalaldur sjóðfélaga er lægri. Ef eignir vaxa minna en skuldbindingar gæti þurft að skerða réttindi sjóðfélaga eða minnka framtíðargreiðslur. Ein stærsta áhættan í rekstri lífeyrissjóða felst í því hvort eignir geti staðið undir skuldbindingum sjóða á hverjum tíma og því þarf að huga vel að þróun skuldbindinga sjóðsins og hvort sjóðurinn geti mætt þeim.



### Mynd 3.2

Líkur á að einstaklingur verði öryrki eftir aldri samkvæmt forsendum FÍT.

Heimild: Félag íslenskra tryggingastærðfræðinga.

Í 14. gr. lífeyrissjóðalaganna kemur fram að mánaðarlegur lífeyrir skal breytast í samræmi við breytingu á vísitölu neysluverðs og eru skuldbindingar íslenskra lífeyrissjóða þannig verðtryggðar. Verðtryggingarfyrirkomulagið var kynnt til sögunnar hér á landi árið 1979 með lögum nr. 13/1979 um stjórn efnahagsmála o.fl. sem eru betur þekkt sem Ólafslög. Í raun er um ákveðna aðferð að ræða sem er til þess fallin að fjármagn haldi verðgildi sínu.

Þó að skuldbindingar og framtíðariðgjöld séu verðtryggð eru eignir í lífeyrissjóðum yfirleitt ekki að fullu verðtryggðar með sama hætti. Lífeyrissjóðir voru með rúmlega 40% af eignum sínum í innlendum skuldabréfum árið 2021 og gera má að jafnaði ráð fyrir að meirihluti þeirra sé verðtryggður. Mismunurinn á verðtryggingarhlutfalli eigna og skuldbindinga getur gert það að verkum að miklar verðlagsbreytingar hafi töluverð áhrif á tryggingafræðilega stöðu sjóða. Verðbóluskellir hafa verið algengir á Íslandi í gegnum



tíðina og því er mikilvægt að stjórnendur lífeyrissjóða séu meðvitaðir um verðbólguáhættuna hverju sinni.

Stór áhættuþáttur í tengslum við samspil eigna og skuldbindinga er vaxtaþróun, sér í lagi ef horft er til uppgjors beggja þátta á markaðsvirði. Mismunur meðallíftíma eigna og skuldbindinga segir til um vaxtanæmni. Ef mikið misvægi er þar á milli gæti þróun vaxta haft veruleg áhrif á réttindi sjóðfélaga. Við slíkar aðstæður getur verið ákjósanlegt að vaxtanæmni eigna og skuldbindinga sé áþekk svo breytingar á vöxtum hafi ekki eins mikil áhrif á jöfnuð eigna og skuldbindinga. Hérlandis er þó rétt að halda til haga að eignir og skuldbindingar lífeyrissjóða eru í tryggingafræðilegu uppgjöri ekki gerðar upp á markaðsvirði heldur núvirtar með föstum vöxtum, 3,5% verðtryggt og 6,1% óverðtryggt. Þetta gerir það að verkum að breytingar á markaðsvöxtum hafa ekki áhrif á tryggingafræðilega úttekt miðað við óbreytt eignasafn. Markaðsvextir ráða hins vegar þeim kjörum sem viðskipti með skuldabréf fara fram á og þar af leiðandi hafa þeir áhrif á tryggingafræðilega stöðu eftir því sem breytingar á eignasafni verða, svo sem við endur- eða nýfjárfestingu. Raunin er sú að meðallíftími eigna lífeyrissjóða er að jafnaði mun styttri en meðallíftími skuldbindinga og þar af leiðandi er vaxtaáhætta til staðar sem gæti haft töluverð áhrif sé núverandi uppgjörsaðferð breytt yfir í uppgjör á markaðsvirði. Lífeyrissjóðir hafa að einhverju leyti náð að mæta löngum meðallíftíma skuldbindinga með eignum með langan meðallíftíma en ljóst er að erfitt er að fullbrúa bilið.

## Tryggingafræðilegar athuganir

Markmið árlegrar tryggingafræðilegrar athugunar lífeyrissjóðs er að meta þær fjárskuldbindingar lífeyrissjóðsins sem leiða af lífeyrisréttindum sjóðfélaga, eftir réttindaákvæðum samþykktta sjóðsins, og bera þær saman við eignir og væntanlegar iðgjalda- og vaxtatekjur, eða í sem stystu máli samanburður eigna og skuldbindinga lífeyrissjóðsins.

### Starfsemi lífeyrissjóða

Hlutverk lífeyrissjóðs er að greiða sjóðfélögum elli- og örorkulífeyri og aðstandendum þeirra maka- og barnalífeyri eftir ákvæðum samþykktta sjóðsins. Sjóðfélagi aflar réttinda til lífeyris með því að greiða iðgjöld til sjóðsins í lengri eða skemmri tíma. Samþykktir lífeyrissjóða eru við það miðaðar að sjóðfélagar geti greitt til lífeyrissjóðsins og aflað þar réttinda alla starfsævi sína.

Lífeyrisgreiðslur til sjóðfélaga eru háðar atvikum er tengjast lífi og heilsu hans, atvikum sem ekki eru fyrirfram þekkt. Greiðslur vegna hvers sjóðfélaga vara að jafnaði í mörg ár eða áratugi og geta hafist áratugum eftir að réttindi til þeirra stofnuðust með innborgun iðgjalds. Auk sjálfra lífeyrisgreiðslanna fylgja rekstri lífeyrissjóðsins óhjákvæmilega útgjöld vegna umsýslu eigna, innheimtu iðgjalda og útborgana á lífeyri sem einnig skipta máli við mat á stöðu sjóðsins. Hjá þeim lífeyrissjóðum sem hér verður fjallað um eru lífeyrisgreiðslur fjármagnaðar eingöngu með iðgjöldum og ávöxtun þeirra. Einu undantekningarnar hérlendis eru þeir sjóðir sem njóta bakábyrgðar ríkis eða sveitarfélaga og starfa þeir samkvæmt undanþágu-ákvæðum í núgildandi lífeyrissjóðalögum.

Óvissa er um iðgjaldatekjur frá hverjum sjóðfélaga af sömu ástæðum og rakið var um lífeyrisgreiðslur. Sérkenni reksturs lífeyrissjóða felst í þeim

langa tíma sem verður að horfa til, óvissu um iðgjöld og lífeyrisgreiðslur sem tengjast hverjum einstökum sjóðfélaga, og hinum langa tíma sem oft líður frá því að sjóðurinn tekur við iðgjaldi þar til að lífeyrir verður greiddur vegna þeirra réttinda sem iðgjald stofnaði. Möguleikar á ávöxtun fjármuna skipta því sköpum við mat á stöðu lífeyrissjóða.

Þau atriði sem hér hafa verið talin valda því að nota þarf sérstakar aðferðir og reiknilíkön til að meta eignir og skuldbindingar lífeyrissjóða, en það er eins og áður sagði viðfangsefni tryggingafræðilegra athugana.

## **Aðferðafræði**

### ***Nokkur hugtök***

Við mat á stöðu lífeyrissjóðs þarf sem fyrr segir að horfa til mjög langs tíma. Mat á þeim réttindum sem núverandi sjóðfélagar og lífeyrisþegar hafa áunnið sér er kallað áfallin skuldbinding. Mat á skuldbindingum vegna réttinda sem sjóðfélagar munu ávinna sér með áframhaldandi greiðslu iðgjalda til sjóðsins er nefnt framtíðarskuldbinding. Þegar horft er til framtíðarskuldbindinga er til samræmis metið verðmæti þeirra iðgjalda sem sjóðfélagar eiga eftir að greiða.

Venjan er sú að taka aðeins mið af þeim sjóðfélögum sem aðild eiga að sjóðnum þegar athugun fer fram. Ekki er reynt að spá fyrir um inngöngu nýrra sjóðfélaga í framtíðinni jafnvel þótt skylduaðild kunni að vera að lífeyris-sjóðnum í viðkomandi starfsgrein eða landsvæði.

### ***Áætlun um lífeyrisgreiðslur***

Fyrir hvern einstakan sjóðfélaga eru þeir atburðir og skilyrði sem greiðslur lífeyris miðast við óvissu háð (líflíkur, orkutap, dauðsfall, eftirlifandi maki og börn á framfæri). Á hinn bóginn má áætla fyrir stóran hóp með nokkurri nákvæmni meðalfjölda sem mun uppfylla skilyrði fyrir greiðslu hversrar tegundar lífeyris ár fyrir ár, allt þar til hinir síðustu úr hópi sjóðfélaga og aðstandenda verða fallnir frá.

Samþykktir sjóðsins kveða svo á um þau skilyrði sem sett eru fyrir greiðslu lífeyris og fjárhæð og tímallengd greiðslna. Upplýsingar um sjóðfélaga og áunnin réttindi þeirra er að finna í réttindabókhalda lífeyrissjóðsins. Samþykktir ákvarða einnig þau réttindi sem sjóðfélagar myndu ávinna sér með áframhaldandi iðgjaldagreiðslum.

Með því að tengja saman upplýsingar um réttindi og spá um líkindi þess að uppfyllt séu skilyrði fyrir greiðslu lífeyris fæst mat á væntanlegum lífeyrisgreiðslum sjóðsins ár fyrir ár.

### ***Áætlun um innstreymi iðgjalda***

Iðgjaldagreiðslur eru áætlaðar með sömu aðferð og lífeyrisgreiðslur. Þótt hvorki sé vitað hvort einstakur sjóðfélagi muni verða fyrir orkutapi né hve gamall hann verður má áætla fyrir stóran hóp hversu margir muni að meðaltali greiða iðgjald til sjóðsins á hverju ári í framtíðinni, allt þar til hinn síðasti úr hópi núverandi sjóðfélaga nær ellilífeyrisaldri.

### **Rekstrarkostnaður**

Beinast liggur við að áætla rekstrarkostnað sjóðsins til framtíðar út frá kostnaði sjóðsins á liðnum árum. Þannig er gert ráð fyrir að kostnaður sjóðsins verði svipaður í þau ár og áratugi sem eftir á að reka hann samkvæmt þeirri áætlun sem fyrir liggur.

### **Áhrif mismunandi greiðslutíma**

Þegar gerð hefur verið áætlun eða spá fyrir sjóðinn um útgreiðslu lífeyris, rekstrarkostnað og innborgun iðgjalda ár fyrir ár þarf að taka tillit til mismunandi greiðslutíma þeirra inn- og útborgana sem áætlunin gerir ráð fyrir.

Leitað er eftir mati á stöðu sjóðsins á þeim tíma sem athuginin fer fram. Spyrja má hversu háa fjárhæð sjóðurinn þyrfti að eiga nú til þess að eiga fyrir og geta greitt hverja þá greiðslu sem áætlunin segir til um ef hægt er að ávaxta fé með tilteknum vöxtum. Sú fjárhæð er þá kölluð núvirði greiðslanna. Með áætlun um iðgjöld er notuð sama aðferð, það er fundið er núvirði þeirra miðað við tiltekna vexti. Þeir vextir sem notaðir eru við núvirðingu skuldbindinga eru yfirleitt ákveðnir með nokkurri varfærni, það er notaðir eru lægri vextir en talið er að unnt verði að ná á öruggar fjárfestingar þegar til lengri tíma er litið. Fjárhæðin sem sjóðurinn telst þurfa að eiga hækkar að sjálfsögðu eftir því sem gert er ráð fyrir lægri ávöxtun. Notaðir eru 3,5% raunvextir við núvirðingu verðtryggðra eigna með fastar tekjur og við mat skuldbindinga. Fyrir eignir með fastar tekjur sem ekki eru verðtryggðar er núvirt miðað við 6,1% ársvexti, og eru þá verðbreytingar áætlaðar til samræmis við verðbólguáhrif Seðlabanka Íslands, og svo miðað við 3,5% raunvexti. Forsenda um 3,5% raunvexti hefur verið notuð frá því um 1990 við mat lífeyrisskuldbindinga ef lífeyrir breytist með verðlagi.

### **Staða lífeyrissjóðs**

Skuldbindingar lífeyrissjóðs eru þannig metnar sem núvirði af áætluðum útborgunum lífeyris að viðbættu núvirði rekstrarkostnaðar. Á móti skuldbindingum standa eignir sjóðsins þegar athuginin fer fram að viðbættu núvirði af áætluðum iðgjaldagreiðslum.

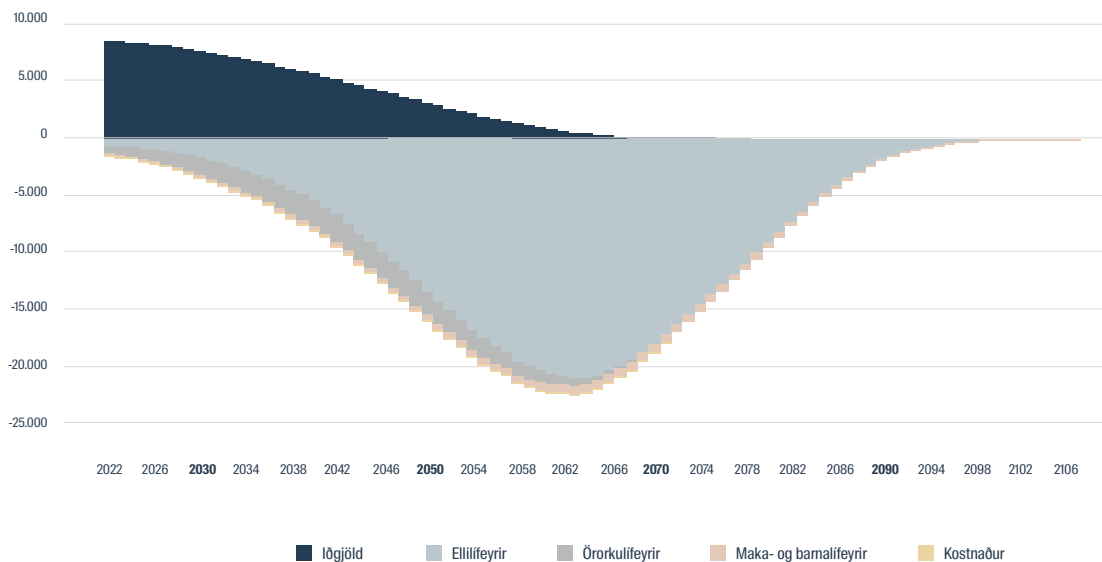
### **Mat eigna**

Í eignasafni lífeyrissjóða er oft að finna eignir með föstum tekjum, eða ígildi þeirra, sem bera hærri eða lægri vexti en þá sem notaðir eru til að meta núvirði skuldbindinga samanber hér að framan. Taka má tillit til þessa með því að núvirða vaxtagreiðslur og afborganir þessa hluta eigna sjóðsins með sömu vöxtum og notaðir eru við núvirðingu á áætlunum um lífeyrisgreiðslur, iðgjöld og rekstrarkostnað. Þannig getur fengist annað mat á eignum sjóðsins en það sem fram kemur í ársreikningi.

### **Helstu ákvæði laga og reglugerða**

Samþykktir íslenskra lífeyrissjóða hafa jafnan innihaldið ákvæði um tryggingafræðilegar athuginir. Með setningu lífeyrissjóðalaganna var

árleg framkvæmd slíkrar athugunar bundin í lög og settar ákveðnar reglur varðandi framkvæmd og forsendur, bæði með ákvæðum laganna og reglugerðar nr. 391/1998 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða. Einnig eru ákvæði í lögum um skyldur lífeyrissjóða og stjórna þeirra í tengslum við slíkar athuganir og viðbrögð við niðurstöðum.



### Mynd 3.3

Áætlað framtíðargreiðslufæði hjá lífeyrissjóði.

Upphæðir í milljónum króna.

### Lágmarksréttindi og lágmarksíðgjald

Eitt af nýmælum lífeyrissjóðalaganna er ákvæði um lágmarksréttindi sem lífeyrissjóði er skylt að veita. Ákvæði laganna eiga sér þó fyrirmynd í samkomulagi aðila vinnumarkaðarins frá árinu 1995 um lágmarkslífeyrisréttindi, sem margir lífeyrissjóðir höfðu þegar tekið inn í samþykktir sínar sem lágmark þeirra réttinda sem skylt væri að veita.

Lágmarksíðgjald til lífeyrissjóðs skal ekki vera lægra en 15,5% og skal reiknað af heildarfjárhæð greiddra launa og endurgjalds fyrir hvers konar vinnu, starf og þjónustu, sbr. 2. og 3. gr. laganna. Mánaðarlegur lífeyrir skal verðtryggður og honum breytt til samræmis við breytingu á vísitölu neysluverðs, sbr. 14. gr. laganna. Lágmarkstryggingavernd sem lífeyrissjóður veitir til ævilangs mánaðarlegs ellilífeyris er að meðaltali 1,8% af iðgjaldsstofni sem greitt er af á ári miðað við 40 ára inngreiðslutíma, ef öllu iðgjaldi er varið til öflunar réttinda í samtryggingu. Sama réttindaöflun skal vera til örorkulífeyris hafi sjóðfélagi fullan rétt í sjóðnum, sbr. 4. gr. laganna. Makalífeyrir skal vera að lágmarki helmingur af áunnum örorkulífeyrisrétti við andlát sjóðfélaga. Ellilífeyrisaldur er heimilt að ákveða á bilinu 65 til 70 ára.

Samþykktir lífeyrissjóðs skulu kveða á um réttindi sem ekki geta verið minni en lágmarksákvæði laganna en geta verið rýmri. Sjóðurinn skal svo tilgreina það lágmarksíðgjald sem þarf til að standa undir lágmarks-tryggingavernd, sbr. 4. gr. laganna.

Fram að breytingum sem urðu á lífeyrissjóðalögnum og tóku gildi árið 2023<sup>4</sup> skilgreindu lífeyrissjóðir iðgjald sitt vegna lágmarkstryggingaverndar á bilinu 8 til 12% en nú hafa sjóðirnir heimild til að skilgreina iðgjald sitt vegna lágmarkstryggingaverndar allt að 15,5%. Þeim hluta umsamins iðgjalds sem er umfram iðgjald til lágmarkstryggingaverndar getur sjóðfélagi ráðstafað, ýmist til lífeyrissparnaðar eða til aukinnar tryggingaverndar.

Skuldbindingar vegna lífeyrissparnaðar (séreignarréttinda) eru ekki aðrar en sú innstæða sem tilheyrir hverjum sjóðfélagi og gilda ekki önnur sjónarmið um mat þeirra en venjulegra bankainnistæðna. Við tryggingafræðilegar athuganir er því almennt ekki fjallað um lífeyrisréttindi sjóðfélaga sem falla undir viðbótarlífeyrissparnað eða séreignarréttindi.

### ***Jafnvægi milli eigna og skuldbindinga***

Meginregla lífeyrissjóðalaganna er sú að skuldbindingar lífeyrissjóðs skuli á hverjum tíma tryggðar með eignum sjóðsins. Samkvæmt 23. gr. laganna ábyrgist lífeyrissjóður skuldbindingar sínar með eignum sínum en iðgjaldagreiðendur bera ekki ábyrgð á skuldbindingum sjóðsins með öðru en iðgjöldum. Í 27. gr. laganna er svo kveðið á um að samþykktir lífeyrissjóðs skuli við það miðaðar að sjóðurinn geti staðið við skuldbindingar sínar.

Samkvæmt 39. gr. laganna skal hrein eign lífeyrissjóðs til greiðslu lífeyris ásamt núvirði framtíðariðgjalda vera jafnhá núvirði væntanlegs lífeyris vegna þegar greiddra iðgjalda og framtíðariðgjalda. Einu lífeyrissjóðirnir hérlendis sem hafa undanþágu frá þessum ákvæðum eru lífeyrissjóðir sem starfandi voru við gildistöku laganna og voru með ábyrgð ríkis- eða sveitarfélaga en þeim er ekki heimilt að taka við nýjum sjóðfélögum.

### ***Um framkvæmd athugana og skil á niðurstöðum***

Í 24. gr. laganna er kveðið á um að árlega skuli stjórn lífeyrissjóðs láta fara fram tryggingafræðilega athugun á fjárhag sjóðsins. Skal athuginin framkvæmd af tryggingafræðingi eða öðrum þeim sem hlotið hefur viðurkenningu Fjármálaeftirlitsins til slíks. Samkvæmt 30. gr. laganna skal gerð grein fyrir athugininni á ársfundi sjóðsins og hún send fyrir 15. maí ár hvert til Fjármálaeftirlitsins, sbr. 24. gr. laganna.

Hér má bæta við að ársreikningi lífeyrissjóðs skal skila til Fjármálaeftirlits fyrir lok apríl. Samkvæmt reglum Fjármálaeftirlitsins skal ársreikningur innihalda niðurstöðu tryggingafræðilegrar athugunar sem skýringu og þarf því í raun að vera búið að vinna tryggingafræðilega athugun fyrir lok apríl. Þá hefur Fjármálaeftirlitið gefið út sérstakt skýrsluform sem óskað er eftir að lífeyrissjóðir skili með niðurstöðum tryggingafræðilegrar athugunar.

Í 39. gr. laganna er kveðið á um að auk árlegra tryggingafræðilegra athugana sé stjórn lífeyrissjóðs skylt að fá álit tryggingafræðings á áhrifum breytinga á samþykktum lífeyrissjóðs á getu hans til þess að greiða lífeyri. Tillögum til breytinga á samþykktum sem lagðar eru fyrir ársfund skal þannig fylgja mat tryggingafræðings á áhrifum þeirra á fjárhag sjóðsins.

### ***Forsendur og aðferðir***

Í 39. gr. lífeyrissjóðalaganna er kveðið á um að áætlun um framtíðar-iðgjöld og væntanlegan lífeyri skuli miðuð við sjóðfélaga á þeim tíma sem tryggingafræðileg athugun tekur mið af en að öðru leyti er vísað til þess að reikniforsendur skuli ákveðnar í reglugerð.

Þannig segir að í reglugerð skuli kveðið á um almennar trygginga-fræðilegar forsendur, meðal annars um lífslíkur, raunvexti sem athuginin skal byggjast á og ávöxtunarkröfu sem nota skal við núvirðingu framtíðar-iðgjalda og væntanlegs lífeyris sjóðsins. Samkvæmt 24. gr. laganna skal í reglugerð jafnframt sett ákvæði um mat á hreinni eign til greiðslu lífeyris vegna tryggingafræðilegra athugana. Í reglugerðinni skal einnig tilgreina möguleg frávik frá mati á eignarliðum í efnahagsreikningi skv. 40. gr. laganna, meðal annars að verðmæti skráðra hlutabréfa og sambærilegra verðbréfa skuli miða við vegið markaðsvirði á tilteknu tímabili sem þó getur ekki verið lengra en sex mánuðir. Fallið var frá nýtingu þessa fráviksákvæðis með breytingu á reglugerð nr. 391/1998 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða sem gerð var í lok árs 2021 og er verðmæti skráðra hlutabréfa í tryggingafræðilegum athugunum nú án breytinga frá því sem skráð er í ársreikning. Ákvæði um forsendur er að finna í reglugerð nr. 391/1998, með síðari breytingum.

### ***Forsendur um ævilengd, örorkutiðni og fjölskylduhagi***

Í reglugerð nr. 391/1998 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða er lagt fyrir að fjármálaráðuneytið gefi út helstu forsendur til nota við tryggingafræðilegar athuganir, að fenginni tillögu Félags íslenskra tryggingafræðinga. Þar undir falla íslenskar dánar- og eftirlifendatöflur, innlendar örorku- og endurhæfingartöflur, einnig tíðni hjónabands eða sambúðar, upplýsingar um aldursmun hjóna eða sambúðarfólks og líkur á að sjóðfélagi eigi barn eða börn. Á síðustu árum hafa verið innleiddar ýmsar nýjungar varðandi reikniforsendur. Má þar nefna dánar- og eftirlifendatöflur byggðar á reynslu lífeyrissjóða, þar sem mismunandi lífslíkur eru fyrir virka sjóðfélaga og öryrkja, og mat á endurhæfingarlíkum. Við lok árs 2021 var síðan bætt við hefðbundnar dánar- og eftirlifendatöflur spá um breytingar á lífslíkum þegar litið er til framtíðar. Samkvæmt spánni má búast við að lífslíkur sjóðfélaga fari vaxandi með hækkandi fæðingarári.

### ***Forsendur um vexti***

Við núvirðisreikning væntanlegs lífeyris og framtíðariðgjalda skal nota 3,5% vaxtaviðmiðun umfram vísitölu neysliverðs. Gildir sú viðmiðun fyrir alla almenna lífeyrissjóði. Ef lífeyrisréttindi miðast við kaupgjald, það er breytast með launavísitölu eða launum eftirmanns, skal almennt nota 2,0% vaxtaviðmiðun, en veitt er undanþága í vissum tilvikum til að nota 3,0%. Ekki er lengur tekið við nýjum sjóðfélögum í þá sjóði eða deildir sjóða þar sem lífeyrisréttindi miðast við kaupgjald.

### **Mat eigna**

Aðalreglan um mat eigna er að notað er sama mat og í ársreikningi sjóðsins. Undantekningar eru þó gerðar hér á:

- i) Verðbréf með fastar tekjur  
Núvirði verðbréfa með föstum tekjum skal metið miðað við 3,5% raun-ávöxtunarkröfu enda þótt bókfært virði eignanna sé annað. Þó skal við núvirðingu verðbréfa með ákvæði um breytilega vexti miðað við að bréfin beri vexti sem eru 1,5% lægri en vextir bréfanna á uppgjörstegi, þó aldrei lægri en lágmarksvextir samkvæmt ákvæðum þeirra. Sé bréf með uppgreiðsluákvæði skal taka tillit til þess til lækkunar mats í samræmi við reglur gefnar út af Félagi íslenskra tryggingastærðfræðinga. Við mat óverðtryggðra bréfa skal miða við 3,5%ávöxtun umfram verðbólgu-markmið Seðlabanka Íslands, sem nú er 2,5%. Erlend verðbréf skulu metin miðað við 3,5%ávöxtunarkröfu, án frekara álags vegna verðbólgu eða gengisbreytinga.
- ii) Innlán  
Eignir á bundnum innlánsreikningum þar sem innstæðan er bundin í að minnsta kosti eitt ár skulu einnig endurmetnar eftir sömu reglum og verðbréf með fastar tekjur. Fyrir skal liggja skriflegur samningur á milli lífeyrissjóðsins annars vegar og innlánsstofnunar hins vegar, þar sem fram koma upplýsingar um lánstíma, vaxtakjör, lágmarksvextir ef við á og heimildir til úttektar vaxtatekna.

Með endurmati eigna samkvæmt ofangreindu gat meðan vaxtastig var hærra en nú er myndast töluverð hækkun á mati eigna lífeyrissjóðs, en seinni ár hefur endurmat almennt verið til lækkunar. Hefur því stundum verið haldið fram að þessar reglur geti skekkt mat lífeyrissjóða milli fjárfestingarkosta.

### **Kostnaður**

Áætla skal rekstrarkostnað lífeyrissjóðs til framtíðar á grundvelli rekstrar-kostnaðar samkvæmt ársreikningum síðustu þriggja ára umreiknað til verðlags í lok þess árs sem athugunin miðast við.

### **Frávik frá staðalforsendum**

Augljóst er að til að unnt sé að bera saman niðurstöður milli sjóða og til að tryggja samræmi í aðferðum þurfa forsendur að vera í meginatriðum hinar sömu í öllum athugunum. Þó kunna mismunandi aðstæður í hverjum lífeyris-sjóði að gera það nauðsynlegt að víkja frá stöðluðum forsendum í einstökum atriðum til að samanburður verði raunhæfur.

Í 22. gr. reglugerðar nr. 391/1998 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða er að finna slíka heimild en þar segir að telji tryggingastærðfræðingur að það gefi réttari mynd af fjárhagsstöðu lífeyris-sjóðs að nota aðrar forsendur en gefnar eru í reglugerðinni, vegna sérstakra



aðstæðna í viðkomandi sjóði, skuli í útreikningi gerð grein fyrir frávikin. Til samanburðar skuli greina frá því hverjar niðurstöður yrðu ef staðal-forsendurnar væru lagðar til grundvallar.

Rétt er að undirstrika að ekki er almenn heimild til frávíks frá forsendum, heldur verður að rökstyðja frávík með sérstökum aðstæðum í viðkomandi sjóði. Þannig gæti til dæmis tryggingastærðfræðingur ekki notað almennt aðra vaxtaforsendu í athugunum sínum en þær sem mælt er fyrir um í reglugerð. Algengt er til dæmis að vikið sé frá forsendu um örorkutíðni, til hækkunar eða lækkunar.

### ***Viðbrögð við frávikum milli mats á eignum og skuldbindingum***

Eins og áður er rakið er meginreglan sú að hrein eign lífeyrissjóðs til greiðslu lífeyris ásamt núvirði framtíðariðgjalda skuli vera jafnhá núvirði væntanlegs lífeyris vegna þegar greiddra iðgjalda og framtíðariðgjalda. Þó er ljóst að þessar stærðir munu aldrei verða nákvæmlega jafnar og er því nauðsynlegt að leyfa þar einhver frávík.

Þannig segir í 2. mgr. 39. gr. lífeyrissjóðalaganna að leiði tryggingafræðileg athugun skv. 24. gr. í ljós að meira en 10% munur sé á milli eignarliða og lífeyrisskuldbindinga sé hlutaðeigandi lífeyrissjóði skylt að gera nauðsynlegar breytingar á samþykktum sjóðsins. Sama gildir ef munur samkvæmt tryggingafræðilegum athugunum á milli eignarliða og lífeyrisskuldbindinga hefur haldist meiri en 5% samfelld í fimm ár. Þetta hefur verið skýrt sem svo að átt sé við mismun eigna og skuldbindinga sem hlutfall skuldbindinga. Hér má líka benda á ákvæði 27. gr. laganna sem segja má að innihaldi ef til vill mikilvægustu breytinguna sem fylgdi setningu laganna. Í 1. mgr. 27. gr. laganna segir að samþykktir lífeyrissjóðs skuli við það miðaðar að sjóðurinn geti staðið við skuldbindingar sínar.

Ef ekki er jafnvægi milli verðmætis iðgjalda og framtíðarréttinda er fyrirséð að lífeyrissjóður mun ekki geta staðið við skuldbindingar sínar þegar lengra líður. Það má því líta svo á að 27. gr. laganna feli í sér sjálfstæða kröfu um að lífeyrissjóðir lofi aldrei ríkulegri réttindum en svo að ef til framtíðar er litið megi gera ráð fyrir að lífeyrissjóðurinn geti staðið við þau fyrirheit um greiðslu lífeyris sem gefin eru. Ef um væri að ræða sjóð með jafna réttindaöflun bæri að líta til réttindaöflunar og iðgjalda nýrra sjóðfélaga yfir alla starfsævina. Í greinargerð með frumvarpinu segir að í 39. grein sé kveðið nánar á um þetta atriði, þannig að réttindaákvæði megi ekki leiða til þess að reyna myndi á skilyrði 39. greinar.

Samþykktir margra lífeyrissjóða innihalda ákvæði um eftir hvaða aðferðum skuli auka réttindi sjóðfélaga þegar eignir reynast umfram skuldbindingar. Þegar eignir reynast ekki nægar er ekki alltaf í samþykktum að finna ákvæði um hvernig skuli bregðast við. Sjaldnast hefur lífeyrissjóður möguleika á að hækka iðgjöld, þar sem hlutfall iðgjalda er bundið með kjarasamningi eða lögum, og verður því að grípa til niðurfærslu réttinda með einum eða öðrum hætti.

Samþykktir margra sjóða hafa þó að geyma ákvæði sem áskilja að komi til lækunar réttinda skuli þau lækkuð hlutfallslega og í gegnum tíðina hafa íslenskir lífeyrissjóðir jafnan brugðist þannig við.

Tryggingafræðilegar aðferðir geta í sjálfu sér ekki gefið svar við því með hvaða hætti réttindi skuli lækkuð en með þeim má meta fjárhagsleg áhrif fyrir einstaka hópa sjóðfélaga. Hvaða leiðir eru færar hverju sinni ræðst af ákvæðum samþykta og almennum lagalegum sjónarmiðum um jafnræði og eignarrétt.

### ***Yfirlit um skyldur stjórnar varðandi tryggingafræðilegar athuganir***

Stjórn lífeyrissjóðs ber samkvæmt lífeyrissjóðalögum ýmsar skyldur varðandi framkvæmd tryggingafræðilegra athugana, eins og komið hefur fram. Þær helstu eru eftirfarandi:

- Velja skal tryggingafræðing sem hlotið hefur heimild til þess starfs frá Fjármálaeftirlitinu.
- Tilkynna þarf til Fjármálaeftirlitsins hver sé tryggingafræðingur sjóðsins.
- Árlega skal láta framkvæma tryggingafræðilega athugun á stöðu sjóðsins.
- Birta skal niðurstöðu athugunar í ársreikningi sem skýringu (fyrir lok apríl).
- Tryggingafræðilega athugun skal senda til Fjármálaeftirlitsins fyrir 1. júlí og skal niðurstöðum skilað á sérstöku skýrsluformi.
- Kynna skal tryggingafræðilega athugun á ársfundi (fyrir lok júní).
- Skyld er að fá álit tryggingafræðings á áhrifum breytinga á samþykktum lífeyrissjóðs á getu sjóðsins til þess að greiða lífeyri.

### **Framsetning á niðurstöðum**

Ekki er í lögum eða reglugerð kveðið á um framsetningu niðurstaðna tryggingafræðilegra athugana, þó margt sé tiltekið varðandi forsendur og hvað skuli metið. Fyrir setningu laga um starfsemi lífeyrissjóða hafði þegar skapast viss hefð varðandi framsetningu á tryggingafræðilegum athugunum fyrir íslenska lífeyrissjóði. Ákveðnar reglur, nr. 335/2015, gilda þó um ársreikninga lífeyrissjóða þar sem kveðið er á um framsetningu á niðurstöðu tryggingafræðilegrar athugunar í ársreikningum.

Meginniðurstaða tryggingafræðilegrar athugunar er sett fram í töflu þar sem fram kemur mat á verðmæti áfallinna og framtíðarskuldbindinga, sundurliðað eftir elli-, örorku-, maka- og barnalífeyri, og jafnframt mat eigna og iðgjalda. Úr töflunni má lesa niðurstöðu matsins, það er svar við þeirri meginspurningu hvort eignir teljist duga fyrir greiðslu þess lífeyris sem sjóðurinn hefur gefið fyrirheit um, miðað við gefnar forsendur.

Auk yfirlits um mat skuldbindinga, iðgjalda og eigna inniheldur skýrsla um tryggingafræðilega athugun ýmsar aðrar upplýsingar, svo sem ágrip af helstu ákvæðum samþykta, eða vísan til þeirra, yfirlit um aldursskiptingu sjóðfélaga, áunnin réttindi og iðgjaldagreiðslur síðasta árs og greiningu á breytingu á stöðu sjóðsins á árinu.

Félag íslenskra tryggingastærðfræðinga hefur samþykkt leiðbeinandi reglur fyrir félagsmenn sína um tryggingafræðilegar athuganir þar sem fram kemur hvernig slík skýrsla skuli unnin og auk þess eru í leiðbeiningunum lagðar til samræmdar reglur um atriði varðandi útreikninga sem ekki er tekið á í reglugerð nr. 391/1998.

Samkvæmt 5. mgr. 40. gr. lífeyrissjóðalaganna setur Seðlabanki Íslands (áður Fjármálaeftirlit) reglur að höfðu samráði við reikningsskilaráð um uppsetningu ársreiknings lífeyrissjóðs, innihald einstakra liða efnahagsreiknings, yfirlit um breytingar á hreinni eign til greiðslu lífeyris, fjárstreymis-yfirlit og skýringar og mat á einstökum liðum.

	Áfallin skuldbinding	Framtíðarskuldbinding	Heildarskuldbinding
<b>Eignir</b>			
Hrein eign til greiðslu lífeyris	127.148.465	0	127.148.465
Mismunur á bókfærðu verði og núvirði skuldabréfa	(8.004.773)	0	(8.004.773)
Núvirði framtíðariðgjalda	0	117.960.419	117.960.419
Eignir samtals	119.143.692	117.960.419	237.104.111
<b>Skuldbindingar</b>			
Ellilífeyrir	81.888.539	92.327.465	174.216.004
Örorkulífeyrir	16.356.263	20.328.437	36.684.700
Makalífeyrir	4.872.655	5.090.598	9.963.253
Barnalífeyrir	147.662	1.024.949	1.172.611
Núvirði framtíðarrekrarkostnaðar	1.247.184	2.859.128	4.106.312
Skuldbindingar samtals	104.512.303	121.630.577	226.142.880
Eignir umfram skuldbindingar	14.631.390	(3.670.158)	10.961.232
Í hlutfalli af skuldbindingum í árslok	14,0%	(3,0%)	4,8%
Í hlutfalli af skuldbindingum í ársbyrjun	7,2%	(3,3%)	1,5%

### Tafla 3.1

Framsetning á tryggingafræðilegri stöðu í ársreikningi lífeyrissjóðs. Upphæðir í þúsundum króna.

Fjármálaeftirlitið setti reglur um ársreikninga lífeyrissjóða árið 2015, nr. 335/2015, sem tóku við af eldri reglum nr. 55/2000. Breytingu er að finna í hinum nýju reglum, þar hefur í upptalningu laganna á innihaldi ársreiknings bæst við yfirlit um tryggingafræðilega stöðu samtryggingardeildar, en samkvæmt hinum eldri reglum var niðurstöðu tryggingafræðilegrar athugunar eingöngu að finna meðal skýringa við ársreikninga lífeyrissjóða. Samkvæmt reglum nr. 335/2015 um ársreikninga lífeyrissjóða skal yfirlit um tryggingafræðilega stöðu samtryggingardeilda lífeyrissjóða innihalda ákveðna sundurliðun.

### **Samanburður milli lífeyrissjóða**

Þegar niðurstöður tryggingafræðilegra athugana eru bornar saman milli lífeyrissjóða er nauðsynlegt að hafa í huga að réttindakerfi sjóða ræður miklu um niðurstöðu, svo og hugsanleg aldurs- og kynjasamsetning sjóðfélaga og í hvaða atvinnugreinum þeir starfa. Einnig skiptir máli hversu lengi lífeyrissjóðurinn hefur starfað.

Fyrir lífeyrissjóði með aldursháða réttindaöflun, eins og allir íslenskir lífeyrissjóðir bjóða nú fyrir nýja sjóðfélaga, er gert ráð fyrir að verðmæti iðgjalda og skuldbindinga haldist í hendur á öllum aldurs skeiðum. Hlutfall milli áfallinna skuldbindinga og framtíðarskuldbindinga ræðst einkum af því hve lengi sjóðurinn hefur verið í rekstri og því hvort fjöldi sjóðfélaga fer vaxandi. Lífeyrissjóður sem hefur starfað lengi getur vel komist í þá stöðu að greiðslur lífeyris séu hærrí en innborgun iðgjalda. Þetta segir þó ekkert um styrkleika sjóðsins eitt og sér þar sem mestur hluti lífeyrisins er vegna iðgjalda sem greidd hafa verið til sjóðsins árum eða áratugum fyrr og á að vera tryggður með eignum sjóðsins.

Innbyrðis hlutfall milli skuldbindinga vegna helstu lífeyristegunda er töluvert mismunandi eftir sjóðum. Skýringar þess er einkum að finna í mismunandi réttindaákvæðum. Sérstaklega eru ákvæði um makalífeyri breytileg milli sjóða en einnig er viðmiðunaraldur eftirlauna breytilegur. Þá getur starf sjóðfélaga og hlutfall milli fjölda karla og kvenna skipt máli. Þannig er örorkutíðni kvenna 50% hærrí en hjá körlum samkvæmt þeim reikniforsendum sem notaðar eru. Einnig ná konur að meðaltali hærrí aldri en karlar og eru því almennt dýrari sjóðfélagar en karlar. Þá er þekkt að örorkutíðni sé mismunandi milli starfsgreina. Enginn lífeyrissjóður gerir greinarmun á réttindaöflun eftir kyni eða starfsgrein og má því jafnt fyrir alla sjóði tala um hagstæða og óhagstæða samsetningu sjóðfélaga hvað þessi atriði varðar.

Upptaka á spá um framtíðarlækkun dánartíðni sem fyrr var nefnd olli hækkun á mati skuldbindinga lífeyrissjóða. Mest varð hækkunin hjá yngstu sjóðfélögum og meiri hækkun á mati framtíðarskuldbindinga en áfallinna. Til að jafnvægi verði á mati iðgjalda og framtíðarskuldbindinga til framtíðar, sbr. 27. gr. lífeyrissjóðalaganna, verður með einum eða öðrum hætti að gera greinarmun á réttindaöflun, ekki aðeins eftir aldri heldur einnig eftir fæðingarári. Hjá sjóðum sem veita stóran hluta ellilífeyrisréttinda í séreign verður hlutfall ellilífeyrisréttinda af heildarskuldbindingum í samtryggingu mun lægra en gerist hjá öðrum lífeyrissjóðum.

### **Helstu óvissuþættir**

Niðurstöður tryggingafræðilegra athugana um mat á lífeyrisskuldbindingum ber að skoða sem mat á meðaltali úr reiknilíkani þar sem byggt er á forsendum sem óhjákvæmilega eru háðar óvissu. Mismunur milli niðurstöðu reiknilíkansins og raunveruleikans getur þannig bæði verið vegna tilviljana-sveiflna, einkum þegar sá hópur sem reiknað er fyrir er lítill, en einnig og ekki síður vegna þeirrar miklu óvissu sem er um þær forsendur sem notaðar eru.

Forsendur reiknilíkansins lúta að vöxtum, dánarlíkum og svo framvegis marga áratugi fram í tímann og því er nánast óhjákvæmilegt að frávik komi fram við þær forsendur sem lagt er upp með. Lítil breyting frá forsendum um ávöxtun getur haft mikil áhrif þegar lítið er til langs tíma. Einnig má búast við að breytingar verði á öðrum forsendum, einkum á lífslíkum. Þróunin undanfarna áratugi hefur verið í þá átt að meðalævin hefur stöðugt lengst. Breytingar geta orðið á gengi á eignum með breytilegar tekjur sem skráðar eru á markaðsverði, og einnig getur endurmat á eignum sjóðsins sem bera fastar tekjur breyst hratt vegna lækkunar eða hækkunar á vaxtastigi.

Hér að framan hefur verið rakið hvaða áhrif samsetning sjóðfélaga getur haft á mat skuldbindinga. Tryggingafræðilegar athuganir eru eins og áður sagði gerðar miðað við þann hóp sjóðfélaga sem aðild á að sjóðnum þegar athugunin fer fram. Ef breytingar verða eða eru fyrirsjáanlegar á hópi sjóðfélaga getur það haft veruleg áhrif á stöðu sjóðsins þegar lítið er til framtíðar. Nefna mætti til dæmis starfsgreinasjóð þar sem karlar hafa verið í meirihluta og fjöldi kvenna fer vaxandi, svæðisbundinn sjóð þar sem flutningar fólks milli landshluta valda breytingu á aldurssamsetningu, eða jafnvel hækkandi örorkutíðni vegna breytts atvinnuástands. Mikilvægt er því að fylgjast með frávikum frá þeim forsendum sem reiknað er eftir og í mörgum tilvikum getur verið gagnlegt að skoða stöðu sjóðsins miðað við aðrar forsendur en þær staðalforsendur sem gefnar eru í ákvæðum laga og reglugerða.

## Saga 3,5% vaxtaviðmiðs við mat skuldbindinga lífeyrissjóða

Bjarni Guðmundsson



Bjarni Guðmundsson  
tryggingastærðfræðingur.

Reglugerð um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða nr. 391/1998 útfærir nánar ýmis atriði laga 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða. Meðal þess sem kveðið er á um eru staðlaðar aðferðir og forsendur við mat á skuldbindingum og eignum lífeyrissjóða.

Ein helsta breyting með setningu laganna var lögfesting þess að samþykktir lífeyrissjóða skyldu gerðar með þeim hætti að þeir gætu staðið við skuldbindingar sínar. Ákvæði laganna og reglugerðarinnar um aðferðir og forsendur eru grunnur þess hvernig gengið skuli úr skugga um að svo sé.

Saga lífeyrissjóða á Íslandi nær langt aftur fyrir setningu fyrrgreindra laga, og flestir sjóðir höfðu ekki annan bakhjarl til að fullnusta þau lífeyrisloforð sem þeir veittu sjóðfélögum en innborguð iðgjöld og ávöxtun þeirra. Mat á skuldbindingum lífeyrissjóða hafði því oft verið unnið, en að einhverju leyti voru forsendur þá valdar af þeim tryggingastærðfræðingi sem framkvæmdi matið, einkum fyrst í stað.

Ein helsta forsenda útreikninga af því tagi er einmitt forsendan um ávöxtun. Lífeyrisgreiðslur tengdar lífeyrisloforðum sjóðanna falla til einhverja áratugi fram í tímann og sjóðurinn hefur iðgjöld sjóðfélaga til ávöxtunar fram til þess tíma að lífeyririnn er greiddur út. Mörg sjónarmið geta komið til álita við val á vaxtaforsendu við mat á lífeyrisloforðum og eitt af því sem skiptir miklu máli er það regluverk sem sett er um öflun réttinda og tryggingu þeirra. Fyrir t.d. tryggingafélag sem lofar ákveðnum greiðslum og hefur ekki möguleika á að breyta lífeyrisloforðum væri nærtækt að velja vaxtaforsendu með mikilli varfærni.

Hjá lífeyrissjóðum eins og hinum íslensku er heimilt að lækka réttindi til samræmis við eignastöðu sem veitir sjóðunum færi á að taka meiri

áhættu en ella væri. Markmið lífeyrissjóða er að veita sjóðfélögum þau réttindi sem tilgreind eru í samþykktum, með eins miklu öryggi og unnt er miðað við að sjóðirnir hafa ekki bakábyrgðaraðila. Alkunna er að í fjármálaheiminum skiptast á tímabil með góðri ávöxtun og slæmri en ef horft er til heillar mannsævi má gera ráð fyrir að slíkar sveiflur jafnist út að einhverju leyti. Lífeyrissjóðurinn er samtök um dreifingu áhættu í víðum skilningi; þótt ávöxtun sé slök á einum tíma þarf það ekki að verða svo um alla framtíð. Jafnan er litið þannig á að lífeyrisþegar geti ekki tekið mikla áhættu með sínar fjárfestingar, en sem hluti af lífeyrissjóði geta þeir notið góðs af möguleikum hinna yngri til að taka meiri áhættu, og þannig fengið hærri lífeyri en ella væri. Ef vikmörk eru á leyfðri tryggingafræðilegri stöðu, það er samanburði á mati eigna og skuldbindinga á hverjum tíma, getur lífeyrissjóðurinn dreift áhættunni af efnahagssveiflum yfir tíma og tryggt sjóðfélögum sínum þann lífeyri sem hagkerfið fær staðið undir til lengri tíma litið.

Eðlilegt sjónarmið til að nota sem ávöxtunarforsendu fyrir lífeyrissjóð sem tekur við nýjum sjóðfélögum gæti því verið sú ávöxtun sem talið er að ná megi á örugg eignasöfn í því efnahagslífi sem sjóðurinn tilheyrir. Ekki er þó hægt að svara því með einföldum hætti hvað átt sé við með öruggum eignasöfnum.

Hvernig varð svo niðurstaðan hér á Íslandi að vaxtaviðmið við mat lífeyris-skuldbindinga skyldi vera 3,5% raunávöxtunarkrafa? Hér verður að fara býsna langt aftur í tímann, allt aftur til starfsemi nefnda sem störfuðu árin 1975 til 1987 við gerð tillagna um endurskoðun lífeyriskerfisins, svokallaðrar sautján manna nefndar, og undirnefndar hennar, átta manna nefndarinnar. Átta manna nefndin lagði 1986 fram tillögu að frumvarpi til laga um starfsemi lífeyrissjóða. Með nefndinni höfðu starfað þrjár tryggingastærðfræðingar,

þeir Guðjón Hansen, Bjarni Þórðarson og loks Pétur H. Blöndal. Vann Pétur viðamikla útreikninga fyrir nefndina og gerði m.a. heildstætt líkan um fjármögnun og útgjöld lífeyriskerfis. Þar var gert ráð fyrir að réttindi myndu breytast með verðlagi en ekki launum eins og verið hafði algengast. Við útreikningana var miðað við að raunávöxtun eigna sjóðanna yrði 3,5%. Mun þetta vera upphaf þess að viðmið um 3,5% raunávöxtun var notað við mat skuldbindinga lífeyrissjóða.

Nokkru síðar breyttu flestir lífeyrissjóðir viðmiði réttinda frá launum yfir í verðlag. Var á þessum tíma talið líklegt að tillaga átta manna nefndarinnar myndi fá brautargengi í sautján manna nefndinni og síðan verða tekin til meðferðar á Alþingi og lögfest. Því var víða litið til þeirra réttindaákvæða sem lögð voru fram í tillögunni. Lögfesting nýrra laga um starfsemi lífeyrissjóða dróst þó í önnur 10 ár eins og kunnugt er.

Félag íslenskra tryggingastærðfræðinga samþykkti árið 1990 að 3,5% raunvextir skyldu notaðir við mat skuldbindinga ef lífeyrisréttindi breyttust með verðlagi og 2% ef lífeyrisréttindi væru háð launum. Við ákvörðun félagsins hefur efalaust verið litið til útreikninga Péturs, en einnig var horft til langtímaávöxtunar eignasafna í vestrænum löndum. Samhliða færðust svo tryggingafræðilegar athuganir sem gerðar voru eftir þetta hjá sjóðum sem miðuðu breytingar lífeyris við verðlag yfir í fyrrgreint vaxtaviðmið. Samkomulag ASÍ og SA um lífeyrismál frá árinu 1995 tók einnig til staðlaðra forsendna við mat skuldbindinga sjóða á samningssviði þeirra, og þar var sama vaxtaviðmið, 3,5% raunávöxtun, tilgreint.

Með reglugerð 391/1998 sem sett var með heimild í hinum langþráðu lögum 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða er svo vaxtaviðmiðið sett fram. Jafnframt voru þar settar reglur um breytingu



á mati eigna frá því sem tiltekið er í ársreikningi. Fól það m.a. í sér endurmat skuldabréfasafna sjóðanna miðað við sama vaxtaviðmið og skuldbindingar. Árið 1997 þótti mörgum 3,5% raunávöxtun ákaflega lágt viðmið, og var það vissulega svo að jafnvel ríkistryggt skuldabréf báru á þeim árum hærri vexti. Endurmat skuldabréfanna hækkaði mat eigna sjóðanna við þær aðstæður en það hefur nú snúist við.

Almennt séð má segja að forsendan um 3,5% fast vaxtaviðmið hafi reynst vel undanfarin 30 ár og veitt stöðugleika í mati á skuldbindingum. Forsenda þess að slíkar matsaðferðir eigi við er að tilgangur matsins sé sá að meta hvort þegar til lengri tíma er litið muni lífeyriskerfið geta tryggt sjóðfélögum þau réttindi sem að er stefnt, og að sjóðurinn geti jafnað styttri sveiflur sem fram koma á mörkuðum með því að sýna tímabundið neikvæða tryggingafræðilega stöðu og eiga jafnframt möguleika á að aðlaga réttindi ef halli verður viðvarandi. ■



**Fjórði kafli**  
**Eignastýring**

## Eignaflokkar

Lífeyrissjóðir gegna mikilvægu hlutverki við varðveislu og ávöxtun iðgjalda sjóðfélaga og í þeim tilgangi fjárfesta þeir í mismunandi eignum og eignaflokkum. Helstu eignaflokkar íslenskra lífeyrissjóða eru skuldabréf, hlutabréf og sérhæfðar fjárfestingar og eru eignirnar ýmist innlendar eða erlendar. Hægt er að fjárfesta bæði beint í stökum eignum og sjóðum. Lífeyrissjóðum er einnig heimilt að fjárfesta í afleiðum ef þær draga úr áhættu eða fela í sér kauprétt eða áskriftarréttindi. Gjaldeyrir er mjög mikilvægur þáttur í fjárfestingum lífeyrissjóða þar sem þeir fjárfesta hluta eigna erlendis meðan skuldbindingar sjóðanna eru í verðtryggðum íslenskum krónum. Líta má á áhættu vegna erlendra eigna sem tvískipta, annars vegar áhættu vegna ávöxtunar undirliggjandi eigna og hins vegar áhættu sem fylgir sveiflum í gengi gjaldmiðla á móti íslenskrí krónu. Ef gengi krónunnar styrkist þá lækkar ávöxtun erlendra eigna en ef gengið veikist þá hækkar ávöxtun eignanna að sama skapi.

### Skuldabréf

Skuldabréf (e. bonds) eru skuldaviðurkenning útgefanda um einhliða og skilyrðislausu skyldu sína til að greiða ákveðna peningagreiðslu. Verð skuldabréfs er fundið með núvirðingu greiðsluflæðis bréfs með ávöxtunarkröfu sem gerð er til þess. Ávöxtunarkrafa skuldabréfa endurspeglar tímavirði peninga og áhættuna sem fjárfestingunni fylgir. Almennt er málum háttáð á þann veg að því meiri áhætta sem talin er fylgja viðkomandi skuldabréfi því hærri ávöxtunarkröfu gera fjárfestar til bréfsins.

Skuldabréf eru mjög misjöfn en meðal algengra tegunda þeirra eru jafngreiðslubréf og skuldabréf með jöfnum afborgunum. Jafngreiðslubréf hafa jafnt greiðsluflæði yfir líftímann og í fyrstu eru greiðslur að stærstum hluta

vextir en vægi vaxta minnkar þegar líður á tímabilið og vægi höfuðstóls-greiðslna eykst. Skuldabréf með jöfnum afborgunum fela í sér að alltaf er greidd jafnstór afborgun af höfuðstól í hverri greiðslu en vaxtagreiðslur fara lækkandi yfir lánstímann. Aðrar tegundir skuldabréfa eru til dæmis vaxtagreiðslubréf, víxlar og eingreiðslubréf (kúlubréf). Vaxtagreiðslubréf felur í sér að vextir eru greiddir reglulega á lánstíma og í lok lánstímans er höfuðstóllinn greiddur til baka. Víxlar eru gjarnan með stysta lánstíma skuldabréfa, óverðtryggðir og vextirnir eru greiddir í upphafi lánstímans. Eingreiðsluskuldabréf fela í sér að allt greiðsluflæði bréfa, vaxtagreiðslur og höfuðstóll, er í lok líftíma.

Vextir skuldabréfa geta ýmist verið fastir eða breytilegir en í skilmálum bréfsins er vaxtafyrirkomulag tilgreint. Ef vextir eru fastir breytast þeir ekki yfir líftíma bréfs þó að markaðsvextir breytist. Verðmæti skuldabréfa ræðst af ávöxtunarkröfunni sem gerð er til bréfanna á hverjum tíma en í tilfelli markaðsskuldabréfa ræðst sú krafa á markaði og endurspeglar væntingar fjárfesta til verðbólgu, greiðslufallsáhættu og vaxta í framtíðinni. Öfugt samband er á milli breytinga á ávöxtunarkröfu á markaði og verðbreytinga skuldabréfa svo ef ávöxtunarkrafan lækkar hækkar verð á skuldabréfum og ef ávöxtunarkrafan hækkar þá lækkar verðið. Ef keypt er bréf með föstum vöxtum og því haldið til lokagjalddaga fær fjárfestir þá ávöxtun sem stefnt var að við kaupin. Ef fjárfestir selur hins vegar bréfin fyrir gjalddaga ræðst ávöxtunin af mismuni á kaup- og söluverði en söluverðið endurspeglar þá ávöxtunarkröfu sem gerð er á markaði á tilteknum tíma. Markaðsverð bréfanna sveiflast þannig með vaxtastigi og væntingum á hverjum tíma en líftími bréfanna hefur einnig áhrif á hve mikið verðið getur breyst og stutt skuldabréf sveiflast til að mynda almennt minna í verði en lengri bréf. Verð skuldabréfs fæst með því að núvirða greiðsluflæði bréfsins. Meðallíftími er vegið meðaltal þessara núvirtu greiðslna þar sem þær eru vegnar með tímanum sem líður þar til þær falla til. Með því að margfalda breytingu á ávöxtunarkröfu með meðallíftíma skuldabréfs má áætla hver breytingin verður á verði bréfsins.

Helstu útgefendur skuldabréfa eru ríkissjóðir, bæjar- og sveitarfélög, fyrirtæki, stofnanir og einstaklingar. Ríkisskuldabréf eru oft álitin áhættu-minnst þar sem ríki þykja traustir skuldarar og því er gjarnan talað um áhættulausa vexti sem ávöxtunarkröfuna sem gerð er til ríkisskuldabréfa. Hafa þarf þó í huga að ríkissjóðir mismunandi landa standa misvel og endurspeglast slíkt í ávöxtunarkröfu til viðkomandi bréfa. Skuldabréf bæjar- og sveitarfélaga bera mismikla áhættu þar sem stærð þeirra og fjárhagsstaða er misjöfn. Þau hafa þó heimild til einhverrar skattlagningar og gjaldtöku og dregur það að hluta til úr áhættu sem fylgir fjárfestingunni. Skuldabréf fyrirtækja eru mismunandi hvað varðar áhættu og seljanleika. Fyrirtæki eru misvel í stakk búin til að standa undir afborgunum af skuldabréfum sínum. Fyrirtæki með stöðugan rekstur teljast að jafnaði traustari skuldari en fyrirtæki sem eru í sveiflukenndari rekstri. Áhættuminnstu fyrirtækja-skuldabréfin eru gjarnan þau bréf þar sem útgefendur eru fyrirtæki í eigu

opinberra aðila. Fjármálafyrirtæki eru algengir útgefendur skuldabréfa en bankar og aðrar lánastofnanir gefa út sértryggð skuldabréf sem eru tryggð skuldaviðurkenning í íbúðalánasöfnum sem bankarnir hafa lánað til íbúðakaupa einstaklinga. Víkjandi skuldabréf eru skuldabréf sem víkja fyrir öðrum kröfum sem gerðar eru á útgefanda bréfs, það er ef útgefandi bréfs verður gjaldþrota fær kaupandi bréfsins ekki greitt fyrr en á eftir öðrum kröfuhöfum sem á undan eru í kröfuroðinni.

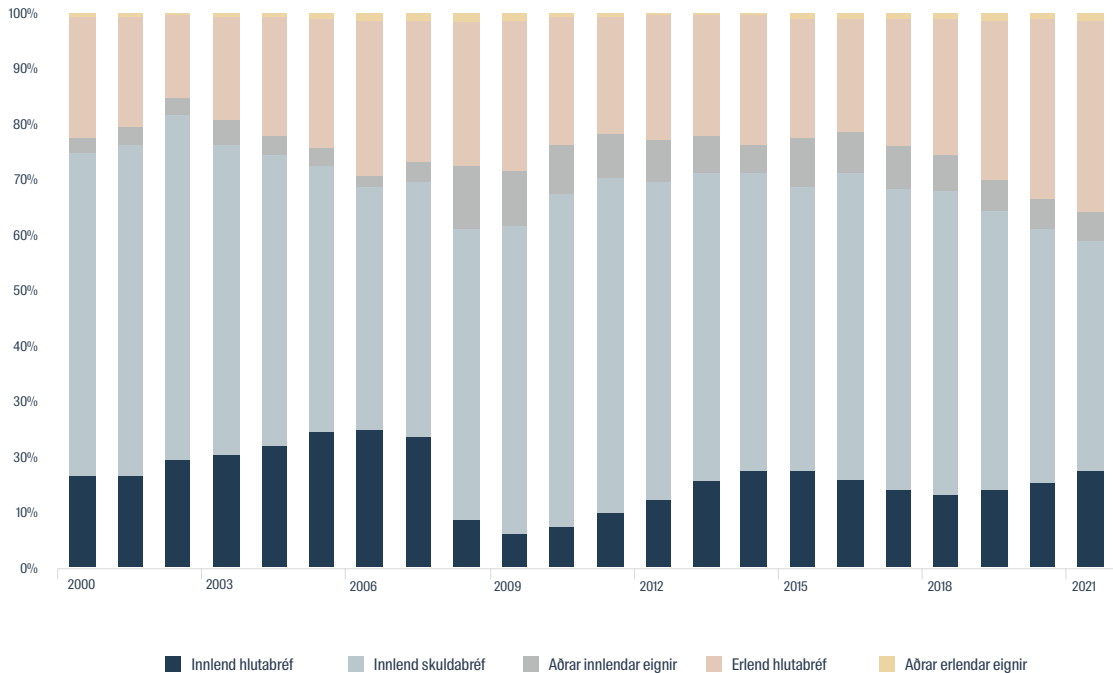
Skuldabréf geta verið verðtryggð eða óverðtryggð en af verðtryggðum bréfum greiðast verðbætur á gjalddögum. Skuldabréf geta verið með mislangan líftíma og ef ætlunin er að nýta fjármuni innan skamms tíma er æskilegra að fjárfesta í bréfum með stuttan líftíma. Einnig ber að hafa í huga að sum bréf eru uppgreiðanleg og komi til nýtingar á slíkum ákvæðum er oft og tíðum um að ræða uppgreiðslugjald. Skuldabréf eru annaðhvort tryggð með veðum eða ekki og til að mynda er töluverður hluti eigna lífeyrissjóða lán til sjóðfélaga sem veitt eru gegn veði í íbúðarhúsnæði.

### **Hlutabréf**

Hlutabréf (e. stocks) eru ávísun á eignarhlut í hlutafélagi. Hlutafélag gefur út hlutabréf og með kaupum á bréfi gerist kaupandinn hluthafi í félaginu og eignast þannig hlutdeild í afkomu þess og fer oftast með atkvæðarétt á hluthafafundum. Hlutabréf þykja yfirleitt áhættumeiri en skuldabréf og því gera fjárfestar að jafnaði meiri kröfu um ávöxtun til þeirra en til dæmis skuldabréfa. Verð hlutabréfa getur verið mun sveiflukennndara en verð skuldabréfa og ákvarðast aðallega af væntingum til viðkomandi félags. Hlutabréfaverð getur hækkað mikið ef væntingar til einstakra fyrirtækja aukast, til dæmis ef fyrirtækið skilar árangri umfram það sem búist var við. Eins getur það lækkað hratt og mikið ef væntingar minnka, svo sem ef fyrirséð er að árangur verði lakari til framtíðar en fjárfestar væntu. Kaupendur og seljendur hlutabréfa á markaði hafa allt um verðsveiflurnar að segja því ef eftirspurn á hlutabréfum viðkomandi félags eykst hækkar hlutabréfaverð að jafnaði og ef framboð eykst lækkar verðið. Önnur atriði líkt og almennar efnahagshorfur, verðbólga, gengi gjaldmiðils og vaxtastig geta haft töluverð áhrif á væntingar og þar með á hlutabréfaverð.

Arður er yfirleitt greiddur árlega, í hlutfalli við eign fjárfesta í félaginu, en arðgreiðsla er háð samþykki hluthafa á aðalfundi hvers árs. Ekki greiða öll félög arð en algengara er að félög sem komin eru af mesta vaxtarskeiðinu og í rótgróinn rekstur greiði arð á meðan fyrirtæki sem eru í miklum vexti og jafnvel þróunarvinnu nýta fé úr rekstrinum í áframhaldandi uppbyggingu innan félagsins.

Þegar rætt er um skráð hlutabréf er átt við hlutabréf sem eru skráð í opinberum kauphöllum og ganga þar kaupum og sölum. Regluleg viðskipti eiga sér stað með bréf sem skráð eru á markaði og ef mikil velta er með hlutabréf í ákveðnu félagi er yfirleitt lítil munur á kaup- og sölutilboðum og er þá talað um þröngt verðbil þar sem seljanleikinn er mikill. Óskráð hlutabréf eru ekki skráð á markað og eru viðskipti með þau þar af leiðandi ekki eins tíð.



#### Mynd 4.1

Þróun eignaflokka lífeyrissjóða.

Heimildir: Landsamtök lífeyrissjóða, Seðlabanki Íslands og Hagstofa Íslands.

Nasdaq Iceland (sem í þessu riti er vitnað í sem Kauphöll Íslands) rekur tvo markaði, Aðalmarkað Kauphallar Íslands og First North. Við hlutfjárútboð býðst fjárfestum tækifæri til að kaupa hlutabréf í félagi sem skráð er á markað eða ætluin er að skrá. Strangari lagalegar kröfur, meðal annars varðandi upplýsingagjöf, eru gerðar til fyrirtækja á Aðalmarkaði Kauphallar Íslands en á First North. First North-markaðurinn er ætlaður fyrir vaxtarfyrirtæki sem eru að taka sín fyrstu skref á markaði og er skráningarferlið þar því einfaldara.

#### Sjóðir

Margvíslegir sjóðir (e. funds) standa fjárfestum til boða. Sjóður tekur við fjármunum frá mörgum fjárfestum en eign í sjóði kallast hlutdeildarskírteini. Sjóðastýringarfyrirtæki sem rekur sjóðinn annast stýringu á fjármagni og ávaxtar það með hliðsjón af fjárfestingarstefnu og mati á markaðsaðstæðum hverju sinni. Dæmi um sjóði eru lausafjár sjóðir og skuldabréfasjóðir. Lausafjár sjóðir leggja áherslu á fjárfestingar í innláuðum, stuttum skuldabréfum og víxlum en skuldabréfasjóðir leggja áherslu á fjárfestingar í skuldabréfum, verðtryggðum eða óverðtryggðum, sem felur í sér lengri meðallíftíma og meiri vaxtaáhættu en fyrrnefndir lausafjár sjóðir. Annað dæmi um sjóði eru hlutabréfasjóðir þar sem yfirleitt er fjárfest í hlutabréfum einstakra fyrirtækja eða í öðrum eðlislíkum fjárfestingum. Hlutabréfasjóðum fylgir yfirleitt meiri áhætta en hefðbundnum skuldabréfa- og lausafjár sjóðum og því eru þeir oft taldir henta betur fyrir þá sem fjárfesta til lengri tíma. Þriðja dæmið eru blandaðir sjóðir þar sem fjárfest er í nokkrum eignaflokkum

eins og hlutabréfum, skuldabréfum og innlánunum. Síðasta dæmið sem hér er nefnt eru svokallaðir vísitölusjóðir en þeir fjárfesta í sömu hlutföllum og skilgreindar viðmiðunarvísitölur, svo sem hlutabréfa- eða skuldabréfa-vísitölur, sem endurspeglar markaðsþróun á skilgreindu mengi verðbréfa.

### **Sérhæfðar fjárfestingar**

Hugtakið sérhæfðar fjárfestingar (e. alternative investments) er gjarnan notað um fjárfestingar sem falla ekki undir hina hefðbundnu fjárfestingarflokka eins og skuldabréf eða hlutabréf. Yfirleitt er um óskráðar fjárfestingar að ræða sem fela í sér langtímabindingu og seljanleiki til skemmri tíma er oft takmarkaður. Sérhæfðar fjárfestingar eru í mörgum tilvikum áhættusamari en hefðbundnar fjárfestingar en fela á móti í sér væntingar um hærra langtímaáväxtun. Eðli slíkra fjárfestinga er gjarnan með þeim hætti að ábatinn kemur fram á seinni stigum fjárfestingarinnar og því er rétt í árangursmati að horfa yfir lengra tímabil en til skemmri tíma. Sérhæfðar fjárfestingar eru yfirleitt fremur ætlaðar fagfjárfestum, svo sem lífeyrissjóðum og stofnana-fjárfestum. Fyrirkomulag fjárfestingar er gjarnan þannig að fjárfestir skuldbindur sig til þátttöku fyrir ákveðna fjárhæð sem er innkölluð í skrefum eftir því sem fjárfestingartækifæri verða til. Hagnaður og höfuðstóll er greiddur til fjárfesta eftir að fjárfesting skilar sér til baka. Slíkar fjárfestingar binda fjárfesta yfirleitt í nokkur ár. Sérhæfðar fjárfestingar eru sjaldnast skráðar á markaði og eru því ekki með daglegt, opinbert gengi. Verðmat á þessum eignum byggist því yfirleitt á árs- eða ársfjórðungslegum uppgjörum.

Þegar horft er til hlutfalls sérhæfðra fjárfestinga af heildareignum lífeyrissjóðs þarf að hafa í huga að skuldbindingar sem gengist hefur verið undir geta verið óinnkallaðar og teljast því ekki með í hlutfallinu. Gagnlegt er að styðjast við spálíkan sem var þróað af Dean Takahashi og Seth Alexander hjá Yale-háskóla.<sup>xviii</sup> Með líkaninu er hægt að gefa sér forsendur um skuldbindingar, hraða innkallana, útgreiðsluhlutfall, líftíma og fleira og þannig spá fyrir um vægi sérhæfðra fjárfestinga sem sjóðurinn hefur þegar skuldbundið sig til þátttöku í. Jafnframt má áætla þörf sjóðsins til frekari skuldbindinga til að ná og viðhalda markmiði í sérhæfðum fjárfestingum. Á mynd 4.2 má sjá hvernig niðurstöður úr líkaninu gætu litið út. Þar sést hvernig sérhæfðar fjárfestingar sem fjárfestir hefur þegar skuldbundið sig til þátttöku í ná hámarki árið 2023 þegar dregið er á skuldbindingarnar, en lækka svo eftir því sem greitt er til fjárfesta. Einnig má sjá hversu mikið sjóðurinn þarf að skuldbinda sig til að ná og viðhalda markmiði um sérhæfðar fjárfestingar.

Hægt er að flokka sérhæfðar fjárfestingar eftir eðli fjárfestinganna á ólíka vegu. Hér verður nánari umfjöllun um sérhæfðar fjárfestingar eftir eftirfarandi meginflokkum: framtaksfjárfestingar, fasteignafjárfestingar, fjárfestingar í innviðum og sérhæfð lán auk annarra sérhæfðra fjárfestinga.

### **Framtaksfjárfestingar**

Framtaksfjárfestingar (e. private equity) eru yfirleitt í formi fjárfestinga í hlutabréfum fyrirtækja sem ekki eru skráð á markað en eru þegar í rekstri.

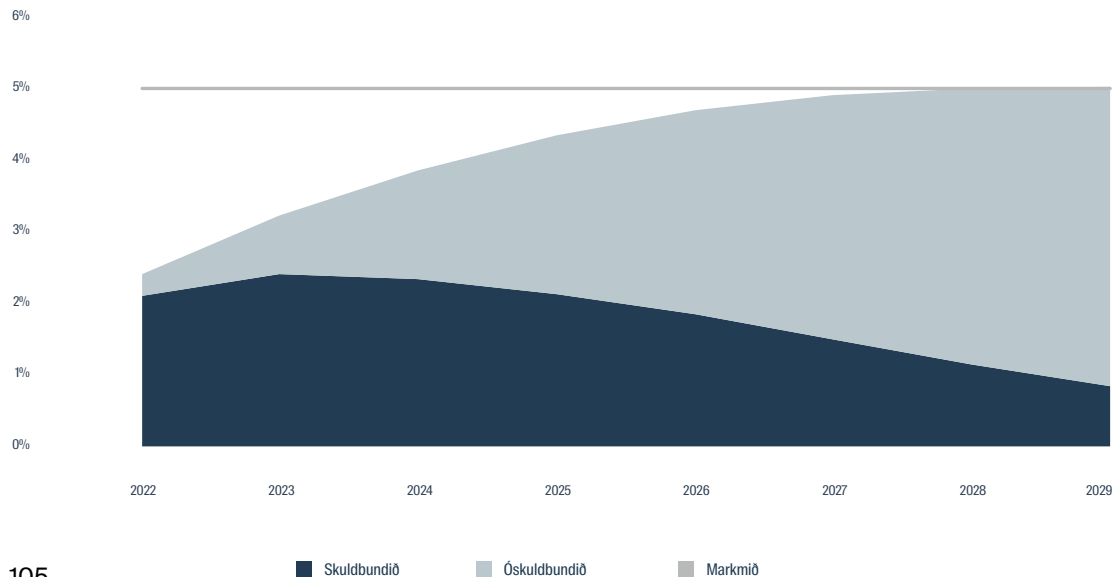


Þannig eru óskráð hlutabréf oft keypt með það að markmiði að auka virði fjárfestingarinnar til lengri tíma með virkri aðkomu og með endursölu í huga að þeim tíma liðnum. Leiðandi fjárfestar vilja oft hafa áhrif á reksturinn og vera í ráðandi stöðu innan viðkomandi fyrirtækis. Framtakssjóðir fjárfesta í fyrirtækjum á öllum stigum vaxtarskeiðsins og hægt er að skipta þeim í fjóra meginflokka eftir vaxtarstigi þeirra fyrirtækja sem fjárfest er í, það er yfirtökufjárfestingar, vaxtarfjárfestingar, björgunarfjárfestingar og vísifjárfestingar.

- Yfirtökufjárfestingar (e. buy-out) eru oft fjárfestingar í fyrirtækjum á seinni stigum vaxtarskeiðsins. Markmiðið er gjarnan að eignast ráðandi eignarhlut í fyrirtækjum og breyta stjórnun þeirra. Yfirleitt er um að ræða fjárfestingar í rótgrónum fyrirtækjum sem hafa skilað slökum árangri en tækifæri eru fyrir hendi til að bæta arðsemi, nýtingu fjármagns og jafnframt stuðla að endurskipulagningu.
- Vaxtarfjárfestingar (e. growth) eru fjárfestingar í þroskaðri fyrirtækjum þar sem vantar aukið fjármagn til vaxtar. Oft eru fyrirtækin með rekstrarlíkan sem þegar hefur sannað sig og skilað hagnaði en fyrirtækið leitar að fjármagni til að efla starfsemi sína til að vaxa enn frekar.
- Björgunarfjárfestingar (e. rescue/turnaround) eru fjárfestingar í fyrirtækjum sem eiga í fjárhagsvanda. Fjárfestar koma þá inn með nýtt hlutafé eða kaupa skuldir sem er liður í endurskipulagningu.
- Vísifjárfestingar (e. venture capital) eru fjárfestingar í fyrirtækjum á fyrstu stigum vaxtarskeiðs. Fyrirtækin eru sprotafyrirtæki, oft á hugmyndastigi og yfirleitt ekki farin að skila hagnaði, en möguleiki er á miklum vexti og yfirleitt er um minnihlutaeign að ræða.

#### Mynd 4.2

Þróun á hlutfalli sérhæfðra fjárfestinga hjá lífeyrissjóði.



### ***Fasteignafjárfestingar***

Fasteignafjárfestingar (e. real estate) eru fjárfestingar í ýmiss konar fasteignum, eins og atvinnu- eða íbúðarhúsnæði, þar sem markmiðið er að hámarka tekjur af fasteigninni á eignartímabilinu og hámarka verðmæti hennar. Tekjurnar geta verið leigutekjur eða til dæmis vegna endursölu á fasteign. Fasteignafjárfestingum er hægt að skipta í fjóra flokka, kjarnafjárfestingar, kjarnafjárfestingar plús, virðisaukandi fjárfestingar og tækifærissjárfestingar.

- Kjarnafjárfestingar (e. core) fela í sér fjárfestingu í vel staðsettum fasteignum með fulla útleigu, stöðugar leigugreiðslur, góðan seljanleika og lága skuldsetningu. Gera má ráð fyrir að stór hluti ávöxtunar komi frá leigutekjum frekar en af verðmætaaukningu.
- Kjarnafjárfestingar plús (e. core plus) fela í sér nokkuð stöðugar leigugreiðslur en áform um minniháttar endurbætur.
- Virðisaukandi fjárfestingar (e. value add) fela í sér að fjárfest er í landi eða vannýttum eða illa staðsettum fasteignum sem skila oft leigugreiðslum en krefjast endurbóta. Þeim fylgir yfirleitt meiri skuldsetning og þær ganga oft út á að kaupa fasteign, gera breytingar og selja hana síðan með hagnaði. Þær eru oftast til skemmri tíma en kjarnafjárfestingar og seljanleikinn minni en vænt ávöxtun aftur á móti meiri.
- Tækifærissinnaðar fjárfestingar (e. opportunistic) felast í að fjárfest er í vanmetnum fasteignum sem krefjast endurbóta, og þær seldar með hagnaði eftir að endurbætur hafa verið gerðar. Um nýbyggingu getur verið að ræða og skuldsetning er oft mikil. Þær eru yfirleitt án leigutaka og stór hluti ávöxtunar kemur frá söluhagnaði frekar en leigutekjum. Þær fela í sér mestu áhættuna en á móti mestu væntu ávöxtunina.

### ***Innviðafjárfestingar***

Innviðafjárfestingar (e. infrastructure) eru yfirleitt langtímafjárfestingar með það markmið að hámarka tekjur og virði á eignartímabilinu. Helstu flokkar innviðafjárfestinga eru efnahagslegir og samfélagslegir innviðir. Meðal efnahagslegra innviða má nefna verkefni og félög tengd samgöngum, veitum og orkudreifingu, samskiptum og gagnaveitum. Meðal samfélagslegra innviða má nefna menntun, heilbrigðiskerfi og öryggi sem tengist almanna-hagsmunum. Algengt er að um samstarfsverkefni einkaaðila og hins opinbera sé að ræða. Hægt er að skipta innviðafjárfestingum í kjarnafjárfestingar, kjarnafjárfestingar plús, virðisaukandi fjárfestingar og tækifærissinnaðar fjárfestingar.

- Kjarnafjárfestingar (e. core) eru gjarnan fjárfestingar í innviðum sem eru þegar í rekstri og hafa fyrirfram umsamið tekjuflæði. Einnig getur verið um að ræða mögulega innviðauppbyggingu í samstarfi við hið opinbera en miklar aðgangshindranir geta verið fyrir hendi.

- Kjarnafjárfestingar plús (e. core plus) eru í innviðum sem eru að hluta til með umsamið tekjuflæði sem oft er þegar til staðar og hægt að auka virði með endurbótum.
- Virðisaukandi fjárfestingar (e. value add) hafa ekki fyrirfram umsamið tekjuflæði og stærstur hluti ávöxtunar kemur frá söluhagnaði, því er mikil áhersla lögð á endurbætur til virðisaukningar.
- Tækifærissinnaðar fjárfestingar (e. opportunistic) eru sambland af hinum undirflokkunum. Þær hafa hærrí vænta ávöxtun en að sama skapi fylgir þeim meiri áhætta.

### **Sérhæfð lán**

Sérhæfð lán (e. private debt) eru lán til fyrirtækja, sem oft eru í eigu framtakssjóða, og er markmið fjárfestingarinnar að ná hærrí ávöxtun með góðu aðgengi að lántöku og hærra álagi en er á almennum fjármagnsmarkaði. Yfirleitt er samið beint við lántaka og því er greiðari aðgangur að upplýsingum en í hefðbundnum útgáfulýsingum verðbréfa. Sérhæfð lán má flokka í beinar lánveitingar, millilagsskuldir og lán til fyrirtækja sem eru illa stödd.

- Beinar lánveitingar (e. direct lending) eru forgangslán án milliliðar til meðalstórra fyrirtækja. Þær geta þó einnig verið veltilán og lán á öðrum veðrétti.
- Millilagsskuldir (e. mezzanine debt) hafa mörg einkenni forgangshlutabréfa og eru þess eðlis að lánveitandi er aftarlega í kröfuröð.
- Lán til fyrirtækja sem eru illa stödd (e. distressed debt) fela yfirleitt í sér kaup á eftirmarkaði. Um er að ræða kaup á verðbréfum fyrirtækja sem eru í einhvers konar fjárhagslegum örðugleikum.

### **Aðrar sérhæfðar fjárfestingar**

Í umfjöllun um aðrar sérhæfðar fjárfestingar er af mörgu að taka. Helst ber að nefna vogunarsjóði og fjárfestingu í hrávörum.

Vogunarsjóðir (e. hedge funds) hafa yfirleitt mun rýmri fjárfestingarheimildir en hefðbundnir sjóðir og fjárfesta í ýmsum eignaflokkum um heim allan. Skuldsett kaup eru algeng hjá þeim og þeir stunda gjarnan afleiðuvíðskipti eða skortsölu við stöðutöku. Skortsala felur í sér að hlutabréf eru fengin að láni og seld og þegar skila þarf bréfunum til baka eru bundnar vonir við að verð þeirra hafi lækkað. Vogunarsjóðir geta verið mismunandi. Sumir sjóðir fjárfesta aðeins í hlutabréfum og afleiðum, aðrir fjárfesta í skuldabréfum og tengdum afurðum og enn aðrir reyna að hagnast á misverðlagningu breytanlegra skuldabréfa og tengdra hlutabréfa. Yfirleitt er um töluverða áhættusækni að ræða í fjárfestingum vogunarsjóða. Þóknarir vogunarsjóða eru gjarnan hærrí en hjá hefðbundnum sjóðum og algengt er að ákveðinn binditími sé fyrir hendi og þrengri innlausnarreglur.

Hrávörur (e. raw materials) eru yfirleitt áþreifanlegar eignir sem hafa ákveðið notagildi en dæmi um þær eru olía, góðmálmur og landbúnaðarvörur.

Hrávörur hafa oft litla fylgni við aðra eignaflokka og sést það vel að þegar stríð brýst út í heiminum eru áhrifin oft jákvæð á hrávörur þar sem þær hækka í verði en alla jafna eru áhrifin neikvæð á aðra eignaflokka sem lækka í verði. Þær hafa í einhverjum tilvikum fylgni við verðbólgu og nærtækast er að líta til þess hvernig hrávöruverðshækkunar smitast út í verðlag hérlendis sem skilar sér í aukinni verðbólgu. Sögulega er mikið flökt á hrávöruverði og því um áhættusama fjárfestingu að ræða en þar sem þær hafa litla fylgni við aðra eignaflokka geta þær dregið úr heildaráhættu eignasafna. Fjárfestingar í hrávörum eiga sér oft stað í gegnum framvirka samninga, sem er ein tegund afleiðna, en auðveldara og aðgengilegra er að fjárfesta í þeim í gegnum hrávöruvísitölusjóði eða skuldabréf með hrávöruverðstengingu.

### **Afleiður**

Afleiður (e. warrants) eru verðbréf sem draga verð sitt af verðmæti einherrar undirliggjandi eignar. Samkvæmt lögum er lífeyrissjóðum aðeins heimilt að gera afleiðusamninga til þess að draga úr áhættu eða samninga sem fela í sér kauprétt eða áskriftarréttindi. Algengustu tegundir afleiðna eru framvirkir samningar og valréttir. Framvirkir samningar eru algengir í viðskiptum með gjaldeyri, hlutabréf og ýmsar hrávörur. Framvirkur samningur er samningur milli tveggja aðila um viðskipti með ákveðna eign á ákveðnum tímapunkti á fyrirfram ákveðnu verði. Algengustu tegundir valréttar eru sölu- og kaupréttir. Kaupréttur veitir rétt til að kaupa ákveðna eign á ákveðnu verði á tilteknu tímabili og söluréttur virkar eins nema hvað hann veitir rétt til að selja. Skiptasamningar eru önnur algeng tegund afleiðna en þeir eru gerðir á milli tveggja aðila og fela í sér að aðilar skiptast á mismunandi greiðsluflæði á tilteknum tímamökum. Algengasta tegundin er þannig að annar aðilinn greiðir hinum fasta vexti meðan hinn greiðir breytilega á móti en einnig eru algengir gjaldmiðlaskiptasamningar þar sem skipst er á vöxtum í mismunandi gjaldmiðlum. Ótal fleiri tegundir afleiðna eru til en þær eru yfirleitt ekki stór hluti í eignasafni lífeyrissjóða.







## Fjárfestingarumhverfi lífeyrissjóða

Ólafur Sigurðsson



Ólafur Sigurðsson,  
framkvæmdastjóri Birtu  
lífeyrissjóðs og formaður  
nefndar um fjárfestingarumhverfi  
lífeyrissjóða hjá Landssamtökum  
lífeyrissjóða.

Undanfarna áratugi hafa markaðshagkerfi verið leiðandi í efnahagslegri umbreytingu, atvinnu- og nýsköpun um allan heim. Viðskipti fara fram án þvingana og samkeppniseftirliti er ætlað að sporna við auðhringjum og samþjöppun sem ógnar ágæti frjálsra markaða. Í stórum dráttum hefur þessi hugmyndafræði virkað. Þjóðríki sem reiða sig á markaðshagkerfi og samþættingu þeirra við alþjóðlega markaði með samkeppnishæfni að leiðarljósi hafa uppskorið ríkulega í hagvexti og dregið hefur úr fátækt á sama tíma. Rauði þráðurinn í þessari þróun hefur verið samstarf fjölda þjóðríkja um efnahagslega þróun og framfarir á vettvangi Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD). Þegar þetta er skrifað á Ísland í samstarfi við 37 þjóðríki á þeim vettvangi þar sem leitað er leiða til að mæta efnahagslegum, félagslegum og umhverfislegum áskorunum samtímans. Á þessum vettvangi telst íslenska lífeyriskerfið á marga vegu vera til fyrirmyndar, þriggja stöða lífeyriskerfi sem byggt er á hæfilegri blöndu sjóðasöfnunar og sjálfbærra ríkisfjármála. Lífeyrissparnaður á Íslandi sem hlutfall af landsframleiðslu er með því mesta sem þekkist á heimsvísu. Í þeim skilningi er fátt eins mikilvægt fyrir lífeyrissjóði til framtíðar og fjárfestingarumhverfi.

Með fjárfestingarumhverfi er átt við hagrænar, fjárhagslegar og félagspólítískar aðstæður í þjóðríki eða á landsvæði sem hafa áhrif á getu og vilja einstaklinga, fyrirtækja og stofnana til að fjárfesta og eiga í viðskiptum. Fyrir haghafa, stjórnir og stjórnendur lífeyrissjóða er skilningur á fjárfestingarumhverfinu mikilvægur og stuðningur við innviðina sömuleiðis. Þegar stjórnsýslan er skilvirk, eftirlit með skýrum lögum og reglum er í lagi og frjáls viðskipti fá að blómstra byggjum við undir velferð og trausta uppbyggingu lífeyrissparnaðar til framtíðar. Það gildir í raun einu hvort það er séreign, samtrygging eða gegnumstreymi, allar stöðir reiða sig á eignamarkaði

með einum eða öðrum hætti. Með samkeppnishæfu fjárfestingarumhverfi leggjum við grunn að traustari eignamörkuðum sem þjóna lífeyriskerfinu betur til framtíðar, bæði til varðveislu sparnaðar og ekki síður til að miðla fjármagni.

Mikið er rætt og ritað um hinar hagrænu og fjárhagslegu hliðar fjárfestingarumhverfis. Meginvextir eru notaðir til að ná tökum á verðbólgu og gengi gjaldmiðla sveiflast í takt við þjóðarhag. Afkoma fyrirtækja er ýmist góð eða slæm og verð á mörkuðum sveiflast, stundum eftir lundarfari þátttakenda á viðkomandi markaði. En fjárfestingarumhverfi er meira en það.

Með félagspólitískum aðstæðum er ekki síður vísað til viðhorfs samfélagsins til þeirrar hugmyndafræði sem sjóðasöfnun er byggð á. Að lífeyrissparnaði er safnað í sjóði og varið til uppbyggingar atvinnustarfsemi bæði á Íslandi og erlendis með kaupum í hlutabréfum. Skuldabréf eru keypt þar sem andvirðið er nýtt til uppbyggingar í þágu almennings og sjóðfélagar fá lán til kaupa á eigin húsnæði, svo dæmi sé tekið. Alla jafna ganga þessi viðskipti skipulega fyrir sig á mörkuðum sem við treystum. Ef samfélagið treystir ekki eignamörkuðum og gangverki þeirra er ekki hægt að búast við trausti til lífeyrissjóða. Eignamarkaðir endurspegla umgengni okkar um þá og hug okkar til þeirra. Ef við tölum þá niður og umgöngumst þá af vanvirðingu er ekki von á góðu. Ef við hugum að innviðum þeirra og umgöngumst þá af virðingu er líklegt að samfélagið treysti á lífeyrissparnaðinn til framtíðar og að markaðir þjóni því mikilvæga hlutverki sem þeim er ætlað. Við getum stuðlað að því með því að huga að fjárfestingarumhverfinu. ■

## Ávöxtun og áhætta

Áhætta er órjúfanlegur þáttur fjárfestinga en áhættusamar fjárfestingar fela að jafnaði í sér væntingar um hærri ávöxtun. Líta má á áhættu sem sveiflur í ávöxtun og algengasti mælikvarði hennar í fjármálum er staðalfrávik ávöxtunar. Staðalfrávik er tölfræðihugtak sem er notað til að mæla flökt eða sveiflur í ávöxtun einstakra eigna eða eignasafna og almennt telst meira flökt fela í sér aukna áhættu. Samkvæmt skilgreiningu er flökt ávöxtunar hátt þegar fjárfestingar geta hækkað og lækkað mikið. Flökt ávöxtunar stuttra ríkisvíxla er til að mynda metið fremur lítið því þegar bréfin eru keypt er vitað hvað ríkið, sem almennt er álitnið traustur skuldari, greiðir fjárfestum á gjalddaga sem er nokkuð stutt frá kaupdegi. Aftur á móti getur flökt í ávöxtun lengri skuldabréfa verið meira þar sem verð þeirra getur sveiflast töluvert á markaði fram að gjalddaga vegna breytinga á ávöxtunarkröfu.

Staðalfrávik í ávöxtun hlutabréfa hefur sögulega verið umtalsvert hærra en í ávöxtun skuldabréfa og því er talað um í þessu sambandi að hlutabréf séu áhættumeiri eignaflokkur en skuldabréf þar sem vænta má þess að sveiflur í ávöxtun til framtíðar séu meiri. Áhætta og sveiflur fela þó í sér bæði möguleika á hagnaði og tapi en með áhættusamari fjárfestingum má almennt halda fram að mögulegt sé að ná fram hærri langtímaávöxtun þó að skammtímasveiflur geti vissulega orðið meiri. Þetta má meðal annars greina þegar raunávöxtun bandarískra hlutabréfa er borin saman við raunávöxtun bandarískra skuldabréfa. Í töflu 4.1 sést að ávöxtun hlutabréfanna hefur verið betri en flöktið er aftur á móti mun meira.

Almennt er talað um að flestir fjárfestar séu áhættufælnir en það þýðir að ef fjárfestir getur valið milli tveggja kosta sem hafa sömu væntu ávöxtunina þá velur hann að öðru óbreyttu áhættuminni kostinn. Hugsum okkur fjárfesti sem getur valið á milli tveggja kosta sem hafa sama vænta virðið, annars



vegar fjárfestingu sem gefur honum örugglega 20 milljónir og hins vegar fjárfestingu sem gefur honum jafnar líkur á að fá annaðhvort 40 milljónir eða ekki neitt. Vænt virði beggja kosta eru 20 milljónir. Fjárfestar sem eru áhættufælnir myndu velja þann kost sem gefur þeim öruggar 20 milljónir. Ef fjárfestar meta kostina jafngilda má segja að þeir séu áhættuhlutlausir. Velji fjárfestar áhættumeiri kostinn þá eru þeir sagðir áhættusæknir.

**Tafla 4.1**

Raunávöxtun bandarískra hluta- og skuldabréfa auk flöktis á árunum 1900–2021.

Heimild: Dimson, Marsh og Staunton, Research Institute Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2022 Summary Edition og Dimson, Marsh og Staunton, DMS Database 2022, Morningstar.

	Raunávöxtun	Flökt
Skuldabréf	2,0%	10,4%
Hlutabréf	6,7%	19,8%

Mikilvægt er að gera greinarmun á áhættu einstakra verðbréfa eða fjárfestingarflokka og heildaráhættu dreifðs eignasafns sem inniheldur fjölda fjárfestingarkosta. Með því að fjárfesta í dreifðu eignasafni, samvali eignaflokka, það er í ólíkum eignaflokkum, fjölda atvinnugreina og landsvæða, mismunandi útgefendum og svo framvegis, er hægt að draga úr áhættu án þess að það hafi endilega áhrif á vænta ávöxtun.

Samval verðbréfa gengur út á að hámarka vænta ávöxtun að gefnu stigi áhættu. Kjarninn á bak við samvalskeninguna er áhættudreifing og er byggður á máltækinu um að setja ekki öll eggjin í sömu körfuna. Til að ná fram áhættudreifingu eru verðbréf með litla eða jafnvel neikvæða fylgni valin í eignasafnið. Fylgni er mælikvarði sem segir til um hvernig verðbréf sveiflast saman. Ef fylgnin er fullkomin þá sveiflast ávöxtun eignanna eins en ef fylgnin er fullkomlega neikvæð þá er því öfugt farið. Með samvali verðbréfa er því hægt að hámarka vænta ávöxtun að gefnu áhættustigi eða lágmarka áhættu, að gefinni væntri ávöxtun, með því að bæta eignum í safnið sem ekki hafa fullkomna fylgni innbyrðis við það.

Áhættu sem fylgir fjárfestingum í hlutabréfum er skipt í fyrirtækjaáhættu (e. specific risk, non-systematic risk) og markaðsáhættu (e. market risk, systematic risk). Fyrirtækjaáhætta er áhættan sem tilheyrir ákveðnu fyrirtæki en markaðsáhætta er kerfislæg áhætta sem er tilkomin vegna áhættuþátta sem tilheyra markaðnum í heild. Fyrirtækjaáhættu er hægt að minnka verulega í eignasafni með áhættudreifingu en ekki er hægt að losna við markaðsáhættu. Markaðsáhætta er alltaf til staðar en hins vegar má lita svo á að hægt sé að draga úr henni að einhverju leyti með því að fjárfesta á ólíkum mörkuðum þar sem efnahagsástand getur verið misjafnt. Áhætta sem tengist einu fyrirtæki á ekki endilega við um önnur fyrirtæki þannig að eftir því sem fleiri verðbréfum er bætt við eignasafn getur fyrirtækjaáhættan minnkað og þar með heildaráhætta safnsins.

Lífeyrissjóðir eru að jafnaði með vel dreift eignasafn og ná því fram áhættudreifingu með ígrunduðu samvali mismunandi eigna og eignaflokka sem bera mismunandi áhættu.

## Hlutlaus og virk stýring

Kenningin um skilvirkni markaða gengur út frá því að verð endurspeglar allar tiltækar upplýsingar. Þrjár útgáfur eru til af kenningunni, það er veika, hálfsterka og sterka útgáfan.

- Veika útgáfan: Verð endurspeglar allar upplýsingar um sögulegt verð og fjárfestar hafa því engan ávinning af því að greina sögulega verðþróun.
- Hálfsterka útgáfan: Verð endurspeglar allar opinberar upplýsingar svo ekki svarar kostnaði að rýna í ársreikninga og fréttatilkynningar. Samkvæmt þessari útgáfu geta bara þeir sem búa yfir innherjaupplýsingum hagnast á þeim en ólöglegt er að stunda verðbréfa viðskipti á grundvelli slíkra upplýsinga.
- Sterka útgáfan: Verð endurspeglar allar upplýsingar, þar með taldar upplýsingar sem innherjar búa einir yfir. Þannig geta innherjar ekki hagnast á því að kaupa verðbréf þó að þeir búi yfir innherjaupplýsingum.

Ef markaðir eru skilvirkir borgar sig ekki að stunda rannsóknir til grundvallar fjárfestingarákvörðunum þar sem þær eru óþarfar og fela í sér kostnað. Verðbréfakaup sem byggjast á rannsóknum væru því óhagstæðari en kaup í vel dreifðu eignasafni eins og markaðssafni. Við eignastýringu er hægt að velja á milli tveggja meginaðferða sem útfæra má á marga vegu, hlutlausrar og virkrar stýringar.

Hlutlaus stýring gengur út frá þeirri forsendu að fjármálamarkaðir séu skilvirkir og núverandi verð á markaði endurspeglar raunverði. Því borgi sig ekki að afla upplýsinga til þess að nota við fjárfestingarákvarðanir og til

lengri tíma sé betra að kaupa eignir sem endurspeglar markaðinn og fá þannig sömu ávöxtun og markaðurinn í heild. Kosturinn við þess háttar stýringu er að hún er ódýr þar sem ekki er þörf á að leggja mikla fjármuni í rannsóknir og viðskipti eru gjarnan færri, sem leiðir til samsvarandi lægri viðskiptakostnaðar.

Virk stýring gengur út á að velja eignir sem talið er að muni gefa betri ávöxtun en markaðurinn í heild. Sem dæmi um útfærslur á virkri stýringu má nefna stýringu byggða á tímasetningu og stýringu byggða á vali fjárfestingarkosta. Ef stýringin er byggð á tímasetningu reynir eignastýrandi að spá fyrir um þróun markaða og selur eignir í þeim eignaflokkum sem hann telur að muni lækka en kaupir í þeim sem hann telur að muni hækka. Stýring byggð á verðbréfavali snýst um að velja ákveðin bréf innan tiltekinna verðbréfaflokka, til að mynda með því að reyna að kaupa vanmetin hlutabréf en selja ofmetin.

Ef markaðir eru fullkomlega skilvirkir má færa fyrir því rök að hlutlaus stýring gefi betri niðurstöðu því að þá endurspeglar markaðurinn raunvirði. Fríþegavandamál<sup>5</sup> getur skapast við þess háttar kringumstæður því ef markaðurinn er skilvirkur borgar sig ekki að leggjast í rannsóknir en þær eru hins vegar nauðsynlegar til að viðhalda skilvirkni markaðarins. Þegar markaðir eru óskilvirkari má færa fyrir því rök að hagkvæmni virkrar stýringar aukist. Með aukinni notkun virkrar stýringar eykst hins vegar skilvirkni markaða og þar með hagkvæmni hlutlausrar stýringar.

Við eignastýringu lífeyrissjóða er ekki óalgengt að einhvers konar sambland af framantöldum stýringaraðferðum sé viðhaft. Þannig sé ákveðinn hluti eignasafns fjárfestur í vísitölusjóðum sem fylgja til dæmis heimsvísitölu hlutabréfa. Með því næst sama ávöxtun og vísitalan skilar að frádregnum kostnaði og þannig er leitast við að halda kostnaði við eignastýringu í lágmarki. Ákveðinn hluti eignasafns sé svo fjárfestur með aðferðum virkrar stýringar þannig að stakar eignir séu valdar af kostgæfni og tímasetning viðskipta sé vel ígrunduð.

5

Fríþegavandamál felur í sér að ekki er hægt að útiloka neinn frá ákveðnum gæðum. Þannig væri hægt að njóta ábatans af rannsóknum annarra án þess að leggjast sjálfur í rannsóknir.

## Eignastýring fyrir lífeyrissjóði

Hjörleifur Arnar Waagfjörð



Hjörleifur Arnar Waagfjörð,  
forstöðumaður eignastýringar  
fagfjárfesta hjá Arion banka.

Margt hefur breyst í eignastýringu fyrir íslenska lífeyrissjóði á síðustu áratugum og framþróun verið umtalsverð. Greinin hefur vaxið og óhætt er að fullyrða að starfsumhverfið hafi bæði verið krefjandi og sveiflukennt en sem betur fer heilt yfir gjöfult.

Fyrir um tuttugu árum hóf greinarhöfundur störf hjá Kaupþingi í eignastýringu fyrir lífeyrissjóði. Einkavæðingu bankanna var þá nýlega lokið og við tók undraverður uppgangur og vöxtur fjármálakerfis hjá lítilli þjóð sem stóð í skamman tíma. Í fjármálageirann, þar með talið eignastýringu, streymdi fjöldi ungs háskólamenntaðs fólks og eignastýring íslensku lífeyrissjóðanna var ekki eins umfangsmikil og hún er í dag. Útvistun á eignastýringu, ýmist að hluta eða öllu leyti, var algengt fyrirkomulag hjá lífeyrissjóðum og oft og tíðum til fleiri en eins eignastýringaraðila. Síðan þá hefur margt breyst. Eignastýring fjármálafyrirtækja hefur eflst, sérhæfing hefur aukist og íslensku lífeyrissjóðirnir hafa margir hverjir byggt upp öflugna og fjölmenna, innanhúss eignastýringu samhliða mikilli stækkun sjóðanna. Reynsla hefur byggst upp hér á landi, nýliðun átt sér stað og fjármálaafurðir sem fyrr á tíðum þótti nýlunda að notast við eru orðnar daglegt brauð.

Aðilar sem sinna eignastýringu lífeyrissjóða, hvort sem er innan lífeyrissjóða eða sem útvistunaraðilar, bera margþætta ábyrgð. Ein veigamesta ábyrgðin er umboðsskyldan. Með hugtakinu er vísað til þeirrar skyldu eignastýringaraðila, sem fer með ákvörðunarvald fyrir hönd umbjóðenda sinna, að gæta í hvívetna hagsmuna umbjóðendanna óháð öðrum hagsmunum, þar með talið sínum eigin. Við útvistun eignastýringar til fjármála- eða eignastýringarfyrirtækis skiptir umboðsskyldan mjög miklu máli þar sem snertifletir við útvistunaraðila geta verið margir og því er hættu á hagsmunarárekstrum. Í þeim tilvikum er hlutverk útvistunaraðila, í samræmi við lög og

reglur, að gera ráðstafanir til að koma í veg fyrir að hagsmunaárekstrar valdi lífeyrissjóðnum tjóni.

Flestir lífeyrissjóðir kjósa enn að hluta eða fullu leyti að veita innlendum og erlendum eignastýringaraðilum umboð til að stýra fjármunum sínum. Útvistun á eignastýringu fer þó í auknum mæli til sérhæfðari sjóða og annarra sem beita stýringaraðferðum sem lífeyrissjóðirnir eiga ekki eins hægt um vik að beita sjálfir. Hér má sem dæmi nefna fjárfestingar í sjóðum sem hafa heimild til skuldsetningar og/eða afleiðunotkunar, framtakssjóði, innviðasjóði, sérhæfða skuldabréfasjóði og sjóði sem fjárfesta í vísifjárfestingum. Á innlendum markaði hefur notkun hefðbundinna hlutabréfa- og skuldabréfasjóða minnkað frá því sem áður var og hlutfall stakra bréfa hefur farið vaxandi. Á erlendum mörkuðum kjósa hins vegar allflestir íslensku lífeyrissjóðanna enn að notast við sjóði að mestu eða öllu leyti við fjárfestingar í hlutabréfum, skuldabréfum eða sérhæfðari fjárfestingum líkt og framtaks-, innviða- og fasteignafjárfestingum og sérhæfðari skuldabréfafjárfestingum. Sökum umfangs, sérhæfingar og aðstöðumunar á erlendum fjármála-mörkuðum má álykta að svo verði að mestu leyti enn um sinn.

Án vafa verður spennandi að fylgjast með framþróun í eignastýringu íslensku lífeyrissjóðanna næstu árin. Margt mun eflaust hafa áhrif, svo sem áframhaldandi útvíkkun eignamengis og aukin fjölbreytni og breikkun þess bæði hér heima og erlendis, breytingar á fjárfestingarheimildum, aukið hlutfall erlendra eigna og áherslubreytingar í fjárfestingarmarkmiðum. Síðast en ekki síst verður áhugavert að fylgjast með nýjum öflugum einstaklingum taka við kefli fyrri kynslóða sem starfað hafa við eignastýringu. ■

## Lagalegt umhverfi og fjárfestingarheimildir

Starfsemi lífeyrissjóða byggist á lögum nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða (hér eftir einnig „lífeyrissjóðalögin“ eða „lögin“), öðrum lögum sem taka til starfsemi lífeyrissjóða, reglugerðum, leiðbeinandi tilmælum og samþykktum sjóðanna. VII. kafli lífeyrissjóðalaganna fjallar um fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða en þar kemur fram að stjórn lífeyrissjóðs skal móta og kunngefa fjárfestingarstefnu fyrir sjóðinn og einstakar deildir hans og ávaxta fé sjóðsins og einstakra deilda í samræmi við eftirtaldir reglur og innan þeirra marka sem tilgreind eru í lögum. Þar er kveðið á um eftirfarandi atriði:

- Lífeyrissjóður skal hafa hagsmuni sjóðfélaga að leiðarljósi.
- Lífeyrissjóður skal horfa til aldurssamsetningar sjóðfélaga og annarra tryggingafræðilegra þátta sem áhrif hafa á skuldbindingar.
- Allar fjárfestingar skulu byggðar á viðeigandi greiningu á upplýsingum með öryggi, gæði, lausafjárstöðu og arðsemi safnsins í heild í huga.
- Lífeyrissjóður skal gæta þess að eignir sjóðsins séu nægilega fjölbreyttar til að komið sé í veg fyrir samþjöppun og uppsöfnun áhættu í eignasafninu, meðal annars með því að gæta að fylgni áhættu einstakra eigna og eignaflokka.
- Lífeyrissjóður skal setja sér siðferðisleg viðmið í fjárfestingum.

Lífeyrissjóður skal senda fjárfestingarstefnu fyrir komandi ár til Fjármálaeftirlitsins eigi síðar en 1. desember ár hvert og greinargerð á að fylgja með sem fjallar um það hvernig sjóðurinn fylgir framangreindum reglum, sbr. 36. gr. laganna. Nokkrar takmarkanir eru á hvernig lífeyrissjóðir geta fjárfest í eignaflokkunum en þær eru flestar settar í þeim tilgangi að tryggja áhættudreifingu.

Í lögunum er bæði fjallað um fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða sem veita lágmarkstryggingavernd og þeirra sem veita viðbótartryggingavernd. Takmarkanir gilda almennt um hverja deild lífeyrissjóðs nema takmarkanir um hlutdeildir í sjóðum sem eiga við um lífeyrissjóðinn í heild.

### Lágmarkstryggingavernd

Samtrygging, bundin séreign og tilgreind séreign lúta fjárfestingarheimildum lágmarkstryggingaverndar.

### Eignaflokkar

Í 36. gr. a. lífeyrissjóðalaganna er tekið fram að lífeyrissjóður skuli flokka eignir sjóðsins í eignaflokka A–F eins og sundurliðað er í töflu 4.2. Um fasteignaveðtryggð skuldabréf gildir að hámarksveðhlutfall er 75% af markaðsvirði íbúðarhúsnæðis eða 50% af markaðsvirði annarra fasteigna við lánveitingu. Um afleiður gildir að þær verða að draga úr áhættu sjóðsins eða fela í sér kauprétt eða áskriftarréttindi.

Tafla 4.2  
Eignaflokkar.

A.a	Ríkisvixlar og skuldabréf
A.b	Fasteignaveðtryggð skuldabréf
B.a	Skuldabréf sveitarfélaga og Lánasjóðs sveitarfélaga
B.b	Innlán
B.c	Sértryggð skuldabréf
C.a	Skuldabréf og vixlar lánastofnana og váttryggingafélaga, að undanskildum vikjandi skuldabréfum
C.b	Hlutdeildarskírteini og hlutir í UCITS
D.a	Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl félaga og vikjandi skuldabréf lánastofnana og váttryggingafélaga
D.b	Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu
E.a	Hlutabréf félaga
E.b	Hlutdeildarskírteini og hlutir annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu
E.c	Fasteignir
F.a	Afleiður
F.b	Aðrir fjármálagemingar, þó ekki afleiður

### Vægi eignaflokka

Í 36. gr. b. er kveðið á um að lífeyrissjóður skuli tryggja að vægi eignaflokka sé innan ákveðinna marka, en þau eru eftirfarandi:

- Eignaflokkar C–F skulu samanlagt vera innan við 80% heildareigna.
- Eignaflokkar D–F skulu samanlagt vera innan við 60% heildareigna.
- Eignaflokkur F skal vera innan við 10% heildareigna.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Þó er heimilt að virði afleiðna sé neikvætt um allt að 10% heildareigna.

Samkvæmt lagaákvæðinu er heimilt að binda allt að 20% heildareigna í fjármálagerningum sem ekki eru skráðir á skipulegum markaði (innan OECD, Evrópska efnahagssvæðisins eða á markaði sem viðurkenndur er af Fjármálaeftirlitinu). Undanþágur frá þessu eru eignaflokkur A, hlutir og hlutdeildarskírteini sjóða um sameiginlega fjárfestingu með innlausnarskyldu og fjármálagerningar sem skráðir eru á markaðstorg fjármálagerninga (hámark 5% af heildareignum). Athuga skal að innlán og fasteignir eru ekki fjármálagerningar.

Í lögum nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga er skipulegur markaður skilgreindur sem marghliða kerfi innan EES sem leiðir saman kaupendur og seljendur fjármálagerninga í samræmi við ófrávíkjanlegar reglur þess, þannig að til samninga stofnast um fjármálagerninga sem teknir hafa verið til viðskipta í kerfinu. Markaðstorg fjármálagerninga er skilgreint sem marghliða kerfi sem starfrækt er af verðbréfafyrirtæki eða rekstraraðila markaðar sem leiðir saman fjölda kaupenda og seljenda fjármálagerninga, í samræmi við ófrávíkjanlegar reglur þess, þannig að til samninga stofnast. Meiri lagalegar kröfur eru gerðar til skipulegra markaða en til markaðstorgs fjármálagerninga varðandi upplýsingaskyldu, flöggun og fleira. Á Íslandi er starfræktur einn skipulegur markaður, Aðalmarkaður Kauphallar Íslands, og eitt markaðstorg fjármálagerninga, First North.

### **Mótaðilaáhætta**

Samkvæmt 36. gr. c. lífeyrissjóðalaganna er lífeyrissjóði heimilt að binda allt að 10% heildareigna í fjármálagerningum sama útgefanda sem falla undir eignaflokka B–F. Þar af er lífeyrissjóði óheimilt að binda meira en 5% af heildareignum sama útgefanda sem falla undir eignaflokk F. Við mat á hlutfalli afleiðna skal hrein neikvæð staða metin á sama hátt og hrein jákvæð staða. Lífeyrissjóði er heimilt að binda allt að 10% heildareigna í sértryggðum skuldabréfum sama útgefanda samkvæmt eignaflokki B.c.

Samanlögð eign lífeyrissjóðs í fjármálagerningum og innlánum sama viðskiptabanka eða sparissjóðs skal vera innan við 25% heildareigna. Aðilar sem teljast til sömu samstæðu eða tilheyra hópi tengdra viðskiptavina, sbr. lög um fjármálaframtækni, skulu teljast einn aðili. Ákveðnar skorður eru settar á hámarks-hlutdeild lífeyrissjóðs í 6.–8. mgr. 36. gr. c. laganna en þær eru eftirfarandi:

- Lífeyrissjóði er ekki heimilt að eiga meira en 25% af hlutdeildarskírteinum í verðbréfasjóðum (UCITS) eða einstakri deild þeirra.
- Lífeyrissjóði er ekki heimilt að eiga meira en 20% af hlutfé í hverju félagi eða hlutdeildarskírteinum eða hlutum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu.
- Þó er lífeyrissjóði heimilt að eiga stærri hluta en 20% í félagi sem eingöngu sinnir þjónustuverkefnum fyrir lífeyrissjóði.

Takmarkanir á hlutdeild í félögum og sjóðum gilda fyrir lífeyrissjóðinn í heild en ekki stakar deildir.



### **Gjaldmiðlaáhætta**

Árið 2023 voru gerðar breytingar á lífeyrissjóðalögnum sem kveða á um rýmri heimildir lífeyrissjóða til fjárfestinga erlendis. Lífeyrissjóður skal takmarka gjaldmiðlaáhattu sína með því að tryggja að lágmarki 35% af heildareignum sjóðsins í sama gjaldmiðli og skuldbindingar hans. Breytingarnar munu gerast í skrefum og ná 35% árið 2036.<sup>7</sup> Lífeyrissjóði er heimilt að fullnægja þessu skilyrði með afleiðum sem takmarka gjaldmiðlaáhattu með sambærilegum hætti.

### **Frávik frá lagatakmrörkunum**

Í 37. gr. lífeyrissjóðalaganna er kveðið á um að fari fjárfesting lífeyrissjóðs fram úr leyfilegum mörkum samkvæmt lögnum skuli Fjármálaeftirlitinu án tafar tilkynnt það og ráðstafanir gerðar til úrbóta. Lögmæltu hámarki skal náð í síðasta lagi innan þriggja mánaða en Fjármálaeftirlitið getur þó heimilað lengri frest sé það augljóslega í þágu sjóðfélaga. Ef breytingar á gengi krónunnar eða verðhækkanir á erlendum eignamörkuðum leiða til þess að gjaldmiðlaáhætta lífeyrissjóða fer fram úr leyfilegum mörkum á þetta ekki við nema að því leyti að tilkynningarskylda til Fjármálaeftirlitsins helst óbreytt. Meðan svo stendur er lífeyrissjóði óheimilt að auka við gjaldmiðlaáhattu sína með kaupum á eignum í öðrum gjaldmiðli en skuldbindingar hans eru í þar til leyfilegum mörkum um gjaldmiðlaáhattu er náð.

### **Aðrar takmarkanir**

Í 38. gr. lífeyrissjóðalaganna er kveðið á um almennt bann við fjárfestingum í lausafé nema að því marki sem nauðsynlegt er vegna starfsemi lífeyrissjóðsins. Einnig er þar að finna almennt bann við lántökum og óheimilt er að taka lán nema til fjárfestingar í fasteignum sem eru nauðsynlegar vegna starfsemi sjóðsins. Þó er heimilt að nýta almenna greiðslufresti vegna kaupa á verðbréfum eða taka skammtímalán til að jafna fjárstreymi. Takmarkanir eru á lánveitingum vegna hagsmunatengsla og lífeyrissjóði er óheimilt að veita lán til stjórnarmanna, varamanna þeirra, starfsmanna sjóðsins, endurskoðenda, eftirlitsaðila, þeirra sem framkvæma tryggingafræðilega athugun á hag sjóðsins eða maka þessara aðila, nema þeir séu félagar í viðkomandi sjóði og þá eftir þeim reglum sem gilda almennt um lán til sjóðfélaga.

### **Viðbótartryggingavernd**

Frjáls séreign og viðbótarlífeyrissparnaður lúta fjárfestingarheimildum viðbótartryggingaverndar.

Sundurliðun eigna skal vera flokkuð í samsvarandi eignaflokka og gert er hjá þeim sem veita lágmarkstryggingavernd. Meginmunurinn á fjárfestingarheimildum sjóða sem veita viðbótartryggingavernd og sjóða sem veita lágmarkstryggingavernd er sá að rýmri heimildir gilda fyrir þá fyrrnefndu. Heimilt er líkt og með fjárfestingar sem veita lágmarkstryggingavernd að binda allt að 20% heildareigna í fjármálagerningum sem ekki eru skráðir

á skipulegum markaði (innan OECD, Evrópska efnahagssvæðisins eða á markaði sem viðurkenndur er af Fjármálaeftirlitinu). Undanþágur frá þessu eru eignaflokkur A, hlutir og hlutdeildarskírteini sjóða um sameiginlega fjárfestingu með innlausnarskyldu og fjármálagerningar sem skráðir eru á markaðstorg fjármálagerninga (hámark 5% af heildareignum). Athuga skal að innlán og fasteignir eru ekki fjármálagerningar. Engar takmarkanir gilda um gjaldmiðlaáhættu hjá þeim sem veita viðbótartryggingavernd og auk þess eru engar takmarkanir á vægi eignaflokka að undanskildum afleiðum. Sömu takmarkanir gilda um vægi skráðra og óskráðra fjármálagerninga og hjá sjóðum sem veita lágmarkstryggingavernd.

Samanlögð eign hvernar fjárfestingarleiðar í fjármálagerningum sem falla undir eignaflokka B–F, útgefnum af sama aðila, skal ekki vera meiri en 20% af heildareignum. Aðilar sem teljast til sömu samstæðu eða tilheyra hópi tengdra viðskiptavina, sbr. lög um fjármálaafyrirtæki, skulu teljast einn aðili og samanlögð eign hvernar fjárfestingarleiðar í afleiðusamningum skal vera innan við 10% heildareigna. Sömu reglur gilda um tilkynningarskyldu og úrbætur fari fjárfesting fram úr leyfilegum mörkum samkvæmt lögum og fyrir fjárfestingar lífeyrissjóða sem veita lágmarkstryggingavernd.

### **Sjóðir um sameiginlega fjárfestingu**

Hægt er að skipta sjóðum um sameiginlega fjárfestingu í verðbréfasjóði og aðra sjóði um sameiginlega fjárfestingu en þeir skiptast í sérhæfða sjóði fyrir almenna fjárfesta og aðra sérhæfða sjóði.

Um verðbréfasjóði gilda lög nr. 116/2021 um verðbréfasjóði en með lögunum var tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2009/65/EB frá 13. júlí 2009 um samræmingu á lögum og stjórnáslufyrirmælum að því er varðar verðbréfasjóði (e. UCITS) innleidd í íslenskan rétt. Hugtakið verðbréfasjóður er skilgreint í 26. tölul. 1. mgr. 3. gr. laganna en þar segir að verðbréfasjóður sé sjóður um sameiginlega fjárfestingu sem hefur það eitt að markmiði að taka við fé frá almenningi til sameiginlegrar fjárfestingar í fjármálagerningum og öðrum seljanlegum eignum, á grundvelli áhættudreifingar samkvæmt fyrirfram kunngerðri fjárfestingarstefnu, og hlutdeildarskírteini í honum séu keypt eða innleyst að beiðni hlutdeildarskírteinishafa, beint eða óbeint, af eignum sjóðsins.

Um sérhæfða sjóði gilda lög nr. 45/2020 um rekstraraðila sérhæfðra sjóða en með lögunum var tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2011/61/ESB frá 8. júní 2011 um rekstraraðila sérhæfðra sjóða (e. AIFMD) innleidd í íslenskan rétt. Samkvæmt 28. tölul. 1. mgr. 3. gr. laganna er sérhæfður sjóður skilgreindur sem sjóður, þar með taldar sjóðsdeildir, sem veitir viðtöku fé frá fjárfestum til sameiginlegrar fjárfestingar samkvæmt fyrirfram kunngerðri fjárfestingarstefnu með ávinning fjárfesta að markmiði og hefur ekki starfsleyfi sem verðbréfasjóður samkvæmt lögum um verðbréfasjóði. Með sérhæfðum sjóði fyrir almenna fjárfesta samkvæmt lögunum er átt við hlutdeildarsjóð sem gefur út hlutdeildarskírteini, er með innlausnarskyldu með að hámarki þriggja mánaða fyrirvara og er rekinn af félagi

með starfsleyfi sem rekstraraðili sérhæfðra sjóða. Heimilt er að markaðssetja þá til almennra fjárfesta og ákveðnar fjárfestingarheimildir gilda um fjárfestingar sjóðanna. Aðrir sérhæfðir sjóðir geta verið nokkuð frábrugðnir og óheimilt er að markaðssetja þá til annarra en fagfjárfesta. Þeir geta gefið út hlutdeildarskírteini eða hlutabréf og sjóðurinn verður að vera rekinn af fyrirtæki sem hefur starfsleyfi eða er skráð hjá Fjármálaeftirlitinu sem rekstrarfélag sérhæfðra sjóða en það fer eftir stærð, vogun og innlausnarskyldu hvort krafist sé starfsleyfis. Lögin gera ekki kröfu um innlausnarskyldu og engar takmarkanir eru á fjárfestingum heldur eru einu hömlurnar þær að fjárfestingar verða að vera í samræmi við fjárfestingarstefnu.

Helsti munurinn á fjárfestingarheimildum verðbréfasjóða og sérhæfðra sjóða fyrir almenna fjárfesta er að hinir síðarnefndu hafa rýmri heimildir en verðbréfasjóðir til að fjárfesta í einstökum útgefendum og þannig getur hámarkseign í hverjum útgefanda verið meiri. Sérhæfðir sjóðir fyrir almenna fjárfesta hafa einnig rýmri heimildir til að fjárfesta í óskráðum verðbréfum. Verðbréfasjóðum er óheimilt að skortselja. Sérhæfðum sjóðum fyrir almenna fjárfesta er heimilt að skortselja skráð verðbréf upp að ákveðnu marki þar sem metið tap má vera 20% af eignum, en aftur á móti er slíkum sjóðum óheimilt að skortselja óskráð verðbréf. Verðbréfasjóðir geta tekið skammtímalán sem samsvarar 10% af eignum sjóðsins eða einstakra deilda innan hans. Sérhæfðir sjóðir fyrir almenna fjárfesta geta tekið skammtímalán sem nemur allt að 25% af verðmæti eigna sjóðsins og þeir hafa einnig rýmri heimildir til afleiðuviðskipta.

### **Reglugerð nr. 916/2009 um form og efni fjárfestingarstefnu og úttekt á ávöxtun lífeyrissjóða og vörsluaðila séreignarsparnaðar**

Í gildi er reglugerð nr. 916/2009 um fjárfestingarstefnu og úttekt á ávöxtun lífeyrissjóða og vörsluaðila séreignarsparnaðar, með síðari breytingum. Fjárfestingarstefnan skal kveða á um markmið um eignasamsetningu lífeyrissjóðs. Hana skal gera árlega en hún getur falið í sér markmiðssetningu til lengri tíma en eins árs. Í henni skal koma fram áætlun um hvenær markmiði um eignasamsetningu skuli náð. Fjárfestingarstefnan á að innihalda þær forsendur sem hún er byggð á, til að mynda er varða tryggingafræðilega þætti, greiningu á fjárfestingum, áhættudreifingu og siðferðisleg viðmið.

Við mótun stefnunnar skal hafa hagsmuni réttþafa og ávöxtun fjár, með tilliti til áhættu, að leiðarljósi. Tilgreina skal fjárfestingar sem eru utan heimilda eignastýringaraðila og þurfa samþykki stjórnar en oft er talað um þær sem meiri háttar og óvenjuleg viðskipti. Einnig á að vera sérstök umfjöllun um efnahagshorfur og aðstæður á mörkuðum. Jafnframt ber að setja markmið og vikmörk í eignaflokkum en vikmörkin skulu vera þess eðlis að þau teljist ekki of víð og miða við raunhæfa fjárfestingarmöguleika á því tímabili sem fjárfestingarstefnan nær til. Auk þess á að gera grein fyrir markmiði og viðmiði um ávöxtun. Fram eiga að koma upplýsingar um með hvaða hætti lífeyrissjóðurinn birtir fjárfestingarstefnu sína en birting á vefsíðu er talin fullnægjandi. Setja skal sérstaka stefnu fyrir hverja deild. Fjárfestingarstefna

á að vera dagsett og undirrituð af stjórn lífeyrissjóðs og framkvæmdastjóra og hún á að fylgja með ársreikningi lífeyrissjóðs. Samkvæmt 5. gr. reglugerðarinnar þarf fjárfestingarstefna að kveða á um eftirfarandi atriði:

- Markmið og viðmið um ávöxtun og áhættu. Taka skal fram mælikvarða sjóðsins á áhættu fjárfestinga og skýra hvernig áhætta er metin og vöktuð. Sjóðurinn skal einnig taka fram viðmið sem notað er til að mæla árangur ávöxtunar.
- Hámarksfjárfestingu í fjármálagerningum og innlánnum útgefnum af sama aðila, tengdum viðskiptavinum eða aðilum sem tilheyra sömu samstæðunni. Tilgreina skal sérstaklega ef sérstakar takmarkanir gilda að þessu leyti fyrir einstaka tegundaflokka.
- Hámarksfjárfestingu í fasteignaveðtryggðum skuldabréfum. Einnig skulu koma fram reglur um veðsetningarhlutföll og veðandlög.
- Hámarkshlutdeild í hlutafé einstakra félaga.
- Hámarkshlutdeild í hlutdeildarskírteinum útgefnum af verðbréfasjóði (UCITS) eða deild hans.
- Hámarkshlutdeild í hlutdeildarskírteinum útgefnum af öðrum sjóðum um sameiginlega fjárfestingu eða deild þeirra.
- Hlutfall fjárfestingar í fyrirtækjum sem eingöngu sinna þjónustuverkefnum fyrir lífeyrissjóðinn.
- Hámarksfjárfestingu í sjóðum innan sama rekstrarfélags.
- Hámarksfjárfestingu í samtölu tveggja eða fleiri tegundaflokka hafi sjóðurinn sett sér slíkt markmið.
- Hafi lífeyrissjóður heimild í fjárfestingarstefnu til að gera afleiðusamninga skal tilgreina viðmið um notkun þeirra.
- Hlutfall eigna í virkri stýringu.
- Markmið um meðallíftíma skuldabréfaflokka.
- Markmið um hlutfall lausafjár.
- Markmið um gjaldmiðlasamsetningu eftir tegundaflokkun og í heild.
- Markmið um atvinnugreinaskiptingu eignasafns.







## Fjárfestingarstefna

Mótun fjárfestingarstefnu er eitt mikilvægasta verkefni stjórna lífeyrissjóða því það hefur sýnt sig að stefnan ræður almennt mestu um hver ávöxtun verður og því er nauðsynlegt að vanda vel til verka. Fjárfestingarstefna er útlistuð í samræmi við lög og reglur um lífeyrissjóði. Hlutverk lífeyrissjóða er að tryggja sjóðfélögum, eftirlifandi mökum þeirra og börnum lífeyri samkvæmt ákvæðum laga og samþykktu en markmið lífeyrissjóða er skilgreint af stjórn sjóðanna. Stjórn mótar fjárfestingarstefnu út frá markmiðum sjóðsins. Mikilvægt er að hafa í huga að fjárfestingarstefna felur í sér markmið um eignasamsetningu svo og vikið sem skilgreina efri og neðri mörk, sértæk skilyrði og frekari umfjöllun í tengslum við fjárfestingarheimildir. Stefnan ákvarðar hvernig ráðstafa eigi eignum til þess að hægt sé að borga sjóðfélögum sem hæstar lífeyrisgreiðslur með tilliti til þeirrar áhættu sem lífeyrissjóður vill og þolir að taka.

Þegar stjórn setur markmið stendur valið gjarnan um markmiðssetningu sem snýr að ávöxtun sjóðsins eða réttindum sem sjóðurinn vill standa undir í framtíðinni. Markmiðssetningu fylgir óhjákvæmilega ákveðin áhætta og ef stjórn setur sjóðnum markmið um ávöxtun er mikilvægt að skilgreina hvaða áhætta megi felast í markmiðinu. Ef stjórn leggur áherslu á markmið í tengslum við réttindi er horft sérstaklega til skuldbindinga sjóðsins og helsta áhættan sem fylgin er í réttindamarkmiðum er að ekki takist að standa undir þeim réttindum sem stefnt er að. Þegar unnið er eftir þess háttar markmiði snýst eignastýringin ekki eingöngu um að ná sem mestri ávöxtun miðað við skilgreinda áhættu heldur er einnig horft til samspils eigna og skuldbindinga. Við mótun fjárfestingarstefnu er gjarnan horft á skuldbindingar sjóðs og reynt að leggja upp með að lágmarka líkur á að skerða þurfi réttindi sjóðfélaga. Þá er sérstaklega horft á þætti sem tengjast skuldbindingum

sjóðsins eins og aldurssamsetningu sjóðfélaga, framtíðargreiðsluflæði, tryggingafræðilega stöðu og verðtryggingarhlutfall. Mikilvægt er að stjórn setji sér markmið um til hversu langs tíma á að horfa í mótun fjárfestingarstefnunnar. Mikill munur getur til dæmis verið á því markmiði að stefna á að ná alltaf 5% árlegri ávöxtun eða að ná 5% ávöxtun að meðaltali í 10 ár. Að baki mótun margra fjárfestingarstefna er langtímamarkmið er lýtur að ávöxtun eigna umfram skuldbindingar en jafnframt er horft til þess að halda áhættunni innan ákveðinna marka svo að útgreiðsla vænts lífeyris skerðist óverulega þótt ávöxtun gangi illa til skemmri tíma. Hvernig til tekst við stýringu eigna og hvernig samspil eigna og skuldbindinga þróast myndar grundvöll fyrir því hvort breyta þurfi réttindum sjóðfélaga og því getur verið gagnlegt að meta hvaða líkur eru á réttindaskerðingu miðað við misáhættusamar fjárfestingarstefnur.

Fjárfestingarstefnu er skynsamlegt að móta með hliðsjón af áhættuþoli sjóðs. Misjafnt er á milli lífeyrissjóða hve mikla áhættu stjórn er reiðubúin að taka í fjárfestingum til að ná markmiðum sjóðsins. Áhættuþol getur farið eftir mörgum þáttum, til dæmis hvort um er að ræða opinn eða lokaðan sjóð, hver líftími sjóðfélagahóps er, samsetningu sjóðfélagahóps og tryggingafræðilegri stöðu. Fjárfestingarstefnan ræður miklu um ávöxtun sjóðsins og í henni ákvarðar stjórn hversu mikla áhættu lífeyrissjóðurinn er tilbúinn að taka í fjárfestingum sínum og hvaða áhættu og sveiflum í ávöxtun sjóðfélagar gætu staðið frammi fyrir. Hluti fjárfestingaráhættu er hættan á að ávöxtun eigna verði neikvæð svo að eignirnar standi ekki undir væntum lífeyrisgreiðslum en stýring hennar felst í því að eignunum er stýrt í samræmi við væntar lífeyrisgreiðslur. Nýliðun sjóðfélaga getur einnig haft umtalsverð áhrif varðandi þá áhættu sem lífeyrissjóðir geta tekið í fjárfestingarákvörðunum sínum en rétt er þó að minna á umfjöllun um tryggingafræðilega athugun í þriðja kafla ritsins þess efnis að við slíka athugun er ekki tekið tillit til nýliðunar.

Við eignastýringu lífeyrissjóða er almennt talið skynsamlegt að stuðla að áhættudreifingu og fjárfesta í mismunandi eignaflokkum, eignum, landsvæðum og gjaldmiðlum þannig að dregið sé úr áhættu eignasafnsins í heild án þess þó að það þýði að vænt ávöxtun verði minni. Sem dæmi um slíkt má nefna að lækkun á ákveðnum eignum sé á einhverjum tíma vegin upp að hluta með hækkunum á öðrum eignum. Þar sem eignir sveiflast ekki allar eftir sömu forskrift er með samvali eigna dregið úr sveiflum í ávöxtun heildarsafnsins. Lífeyrissjóðir fjárfesta stóran hluta eigna sinna í erlendum gjaldmiðlum. Íslenska krónan sem telst smár gjaldmiðill hefur sögulega verið nokkuð sveiflukennd og því hefur gengi hennar á móti öðrum gjaldmiðlum yfirleitt áhrif á ávöxtun erlendra eigna. Erlendum fjárfestingum fylgir af þeim sökum óhjákvæmilega ákveðin gengisáhætta en það felur í sér að ef gengi krónunnar styrkist lækkar ávöxtun erlendra eigna og ef gengið veikist hækkar ávöxtun þeirra alla jafna. Með gengisvörnum í formi afleiðusamninga ætti að vera hægt að minnka gengisáhættu en hagkvæmni slíks ræðst meðal annars af atriðum líkt og vaxtamun við útlönd á hverjum

tíma svo og greiðu aðgengi að gjaldeyrisafleiðum. Færa má rök fyrir því að hagkvæmt væri að nota gengisvarnir ef krónan veikist ekki meira en sem nemur vaxtamun hérlendis og erlendis en óhagkvæmt ef hún veikist meira en sem nemur vaxtamuninum.

Lífeyrissjóðir hafa yfirleitt mismunandi fjárfestingarstefnur sem skila ólíkri árlegri ávöxtun enda geta þeir verið um margt ólíkir hvað varðar skuldbindingar, markmið og áhættuþol, auk þess sem hver sjóður hefur sjálfstæða stjórn sem stendur að mótun fjárfestingarstefnu. Hjá lífeyrissjóðum með fleiri en eina fjárfestingarleið er gerð sérstök fjárfestingarstefna fyrir hverja leið þar sem leiðunum getur fylgt ólíkt áhættuþol.

Í reglugerð nr. 916/2009 um fjárfestingarstefnu og úttekt á ávöxtun lífeyrissjóða og vörsluaðila séreignarsparnaðar kemur fram að setja skuli viðmið sem notað er til að mæla árangur ávöxtunar. Þegar viðmið er ákvarðað er algengt að styðjast við viðmiðunarvísitölur og vægi hvernar vísitölu er aftur miðað við vægi eignaflokka í fjárfestingarstefnunni. Vísitölurnar eru valdar með hliðsjón af eðli eignaflokka og er þeim ætlað að endurspegla ávöxtun á tilteknum markaði eða markaðssvæðum. Hlutabréfavísitala lýsir til að mynda þróun ávöxtunar yfir tímabil og er reiknuð út frá gengi hlutabréfa í þeim félögum sem eru hluti af vísitölunni hverju sinni. Þar sem notast er við hlutlausu stýringu er gjarnan fjárfest í svonefndum vísitölusjóðum, eða sjóðum sem endurspegla markaðsvísitölu, og þá ætti ávöxtun að fylgja viðmiði að undanskildum kostnaði við stýringu vísitölusjóða. Ef valið er að stunda virka stýringu getur markmiðið verið að skila betri árangri en skilgreind viðmiðunarvísitala. Mjög algengt er við stýringu eignasafna lífeyrissjóða að þessum stýringaraðferðum sé blandað saman með einhverjum hætti þar sem hluti eignasafns er fjárfestur í vísitölusjóðum en annar hluti er fjárfestur með virkum hætti með það að markmiði að ná umframárangri í samanburði við viðmiðunarvísitölu.

## **Dæmi um viðmiðunarvísitölur**

### ***Innlend hlutabréf***

Úrvalsvísitalan OMX Iceland 10 samanstendur af þeim tíu félögum á aðal-lista Kauphallar Íslands (Nasdaq Iceland) sem hafa mestan seljanleika. Vægi félaga í vísitölunni ákvarðast af flotleiðréttu markaðsvirði sem felur í sér að einungis það hlutfé sem ætla má að virk viðskipti séu með á markaðnum er hluti af vísitölunni. Vísitalan er endurskoðuð tvisvar sinnum á ári.<sup>xix</sup> Þar sem einstök félög geta vegið afar þungt í úrvalsvísitölunni getur út frá sjónarmiði um áhættudreifingu verið skynsamlegt að nota útgáfu af úrvalsvísitölunni, OMXI Iceland 10 Cap, þar sem sett er hámark á vægi félaga. Þar er hámarks-vægi stærsta félagsins takmarkað við 30% og annarra félaga við 15%.<sup>xx</sup>

### ***Innlend skuldabréf***

Nasdaq Iceland Fixed duration-vísitölum er ætlað að endurspegla ávöxtun á íslenskum ríkisskuldabréfum. Vísitölurnar eru með fastan meðallíftíma



til eins, fimm og tíu ára og eru reiknaðar fyrir bæði óverðtryggð og verðtryggð skuldabréf (eins árs vísitalan er þó ekki til fyrir verðtryggð skuldabréf). Vísitölurnar eru endurskoðaðar mánaðarlega.<sup>xxi</sup> Einnig er hægt að setja saman vísitölur úr verðtryggðum og óverðtryggðum ríkisbréfum útgefnum af ríkissjóði Íslands til að ná tilætluðu verðtryggingarhlutfalli og líftíma.

#### ***Erlend hlutabréf***

Heimsvísitala hlutabréfa (e. MSCI World Index) endurspeglar ávöxtun hlutabréfa stórra og meðalstórra félaga á 23 þróuðum hlutabréfamörkuðum. Vísitalan samanstendur af um 1.600 félögum og nær til um 85% af flotleiðréttu markaðsverðmæti á hverjum markaði.<sup>xxii</sup>

#### ***Erlend skuldabréf***

Heimsvísitala skuldabréfa (e. Bloomberg Global Aggregate Bond Index) endurspeglar ávöxtun alþjóðlegra skuldabréfa, í fjárfestingarflokki, sem gefin eru út af ríkjum og fyrirtækjum á 28 myntsvæðum.<sup>xxiii</sup>

## Mótun fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðs

Gylfi Jónasson



Gylfi Jónasson, framkvæmdastjóri Festu lífeyrissjóðs.

Samkvæmt lögum ber lífeyrissjóðum árlega að móta og kunngera fjárfestingarstefnu sína fyrir komandi ár. Þrátt fyrir fyrrnefnda lagaskyldu ber lífeyrissjóðum að horfa til lengri tíma við mótun fjárfestingarstefnu í ljósi tímalengdar skuldbindinga þeirra.

Samval eigna með tilliti til væntrar ávöxtunar, áhættu og fylgni á milli mismunandi eignaflokka ræður mestu um árangur í ávöxtun eignasafns til lengri tíma litið. Mótun fjárfestingarstefnu er því eitt mikilvægasta verkefni hvers árs í starfsemi lífeyrissjóða. Mótun fjárfestingarstefnu er byggð á VII. kafla laga nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða. Jafnframt er frekari útfærslu laganna að finna í reglugerð nr. 916/2009 með síðari breytingum.

Umtalsverðar breytingar voru gerðar á ofangreindum kafla laganna árið 2017, þar sem svigrúm lífeyrissjóða til fjárfestinga var aukið og þeim ætlað að nálgast verkefnið á grundvelli svokallaðrar skynsemissreglu í meiri mæli (e. prudent person rule). Settar voru fram fimm meginreglur sem hafa skyldi að leiðarljósi við mótun fjárfestingarstefnu og framkvæmd fjárfestinga. Fyrstu fjórar meginreglurnar lúta að umboðsskyldu (að hafa hagsmuni sjóðfélaga ávallt að leiðarljósi), að gætt sé að samræmi eigna og skuldbindinga, að vandað sé til undirbúnings ákvarðana um fjárfestingar (greiningar) og að gætt sé að áhættudreifingu í eignasafni m.t.t. fylgni áhættu eigna og eignaflokka og samþjöppunar eigna.

Fimmta meginreglan kom fram á síðari stigum í meðförum Alþingis á frumvarpi til breytinga á lögnum. Hún lýtur að því að lífeyrissjóðir setji sér siðferðisleg viðmið í fjárfestingum. Ekki hafa verið mótaðar sérstakar kröfur um siðferðisleg viðmið varðandi fjárfestingar lífeyrissjóða. Litið hefur verið svo á að nánari afmörkun sé á hendi sérhvers lífeyrissjóðs. Almennt hafa

lífeyrissjóðir litið svo á að siðferðisleg viðmið rúmist vel innan alþjóðlegra skilgreininga um ábyrgar fjárfestingar.

Þrátt fyrir framangreindar meginreglur kveða lögin jafnframt á um hvaða eignaflokkum lífeyrissjóðir hafa heimildir til að fjárfesta í, auk ýmiss konar magnbundinna takmarkana, bæði hvað varðar tegundir eigna og einstaka útgefendur. Jafnframt var við lagabreytinguna fallið frá því að skipta verðbréfasafni að baki hlutdeildarskírteinum á einstaka flokka eigna. Þannig er lífeyrissjóðum gert að setja fram stefnu um fjárfestingar í verðbréfasjóðum (UCITS). Verðbréfasjóðir eru fjármálagerningar, en ekki eiginlegur eignaflokkur þar sem þeir ná yfir afar breitt svið eigna (hlutabréf, skulda-bréf, fasteignir o.s.frv.). Því væri eðlilegra að skipta undirliggjandi eignum verðbréfasjóða (UCITS) á viðeigandi eignaflokka. Margir lífeyrissjóðir hafa leyst þetta með því að setja fram tvær útgáfur fjárfestingarstefnu, aðra fyrir hinn almenna lesanda og hina fyrir Fjármálaeftirlit Seðlabanka Íslands.

Áhættueftirlit og áhættustýring hafa verið efld til muna hjá lífeyrissjóðum undanfarin ár. Við áhættueftirlit eignasafna er notast við tölfræðileg gögn sem m.a. eru byggð á sögulegum gögnum um ávöxtun og áhættu einstakra eignaflokka (mælt sem flökt). Slíkar tölfræðilegar greiningar nýtast jafnframt við gerð og mótun fjárfestingarstefnu og nauðsynlegt er að horfa á undirliggjandi eignir verðbréfasjóða við slíka greiningu.

Hlutfall eigna lífeyrissjóða í erlendri mynt hefur aukist jafnt og þétt undanfarin ár. Ekki er ólíklegt að lífeyrissjóðir sækji meira í fjárfestingar í erlendri mynt til að auka áhættudreifingu, enda er innlendi markaðurinn lítill og heildareignir lífeyrissjóða fara vaxandi. Þetta eykur líkurnar á samþjöppun áhættu. Fjárfesting í erlendri mynt myndar jafnframt að hluta til vörn á móti verðtrygðum skuldbindingum lífeyrissjóða. Í frumvarpi til breytinga á lögum

um lífeyrissjóði var lagt til að heimildir lífeyrissjóða til fjárfestinga í erlendri mynt yrðu rýmkaðar úr 50% í 65% yfir nokkurra ára tímabil. Það er mikið fagnaðarefni fyrir sjóðina að frumvarpið skuli nú orðið að lögum. ■

## Árangursmælingar og eftirfylgni

Nauðsynlegt er að meta árangur stýringar með kerfisbundnum hætti til að fylgjast með hvort sett markmið sem fjárfestingarstefnu er ætlað að uppfylla náist í raun. Í reglugerð nr. 916/2009 um fjárfestingarstefnu og úttekt á ávöxtun lífeyrissjóða og vörsluaðila séreignarsparnaðar kemur fram að úttekt á ávöxtun eignasafna vegna samtryggingardeildar og lífeyrissparnaðar í séreign næstliðins árs skuli skilað til Fjármálaeftirlitsins eigi síðar en 30. apríl ár hvert. Þá eigi að gera grein fyrir úttekt á ávöxtun eignasafna fyrir hverja deild og fjárfestingarleið. Úttektin eigi að innihalda upplýsingar um ávöxtun fjármálagerna í samræmi við leiðbeiningar sem Fjármálaeftirlitið gefur út og sem byggjast á eignaskiptaflokkun sem tilgreind er í lögum. Samkvæmt lífeyrissjóðalögunum á úttekt á ávöxtun eignasafna síðasta árs að fylgja í ársreikningum lífeyrissjóða. Rétt er að stjórn lífeyrissjóðs hafi eftirlit með hvort eignasamsetning fylgi fjárfestingarstefnu og sé innan vikmarka hennar.

Lífeyrissjóðir eru langtímafjárfestar þar sem stór hluti iðgjalda er lagður fyrir sem langtímasparnaður og því er eðlilegast þegar árangur sjóðanna er metinn að horfa á langtímaávöxtun fjárfestingarleiða fremur en eingöngu ávöxtun hvers árs. Einnig eru lífeyrissjóðir mismunandi, með ólíkar skuldbindingar og ólík markmið, og þar af leiðandi getur ávöxtun þeirra verið frábrugðin. Ávöxtun skuldabréfasafns er til að mynda mismunandi eftir því hvort bréfin eru gerð upp á kaupkröfu eða markaðskröfu. Einnig ber að hafa í huga tryggingafræðilega stöðu sjóðs við mat á árangri hans, þar sem verið getur að sjóðurinn nái góðri ávöxtun, en vegna samspils eigna og skuldbindinga eða ávöxtunar fyrri ára sé staða hans ef til vill ekki góð.

Þegar fjárfestingarstefna hefur verið mótuð er mikilvægt að ákveða hvernig best sé að framfylgja henni. Ef stefnan kveður á um aukið vægi ákveðinna eignaflokka frá núverandi eignastöðu er ekki óalgengt að

vægi sé breytt í skrefum með varfærnnum hætti. Gott er að hafa í huga að í fjárfestingarstefnu eru sett efri og neðri vikmörk sem hægt er að vinna með við stýringu til að draga úr og auka áhættu eftir aðstæðum og einnig er mikilvægt að muna að um langtímafjárfestingar er að ræða og því ekki óeðlilegt að sveiflur séu nokkrar til skemmri tíma.

# Samanburður á ávöxtun íslenskra lífeyrissjóða

Ávöxtun lífeyrissjóða hefur mikil áhrif á getu þeirra til að greiða sjóðfélögum lífeyri. Því er áhugavert fyrir bæði lífeyrissjóði og sjóðfélaga að bera saman árangur sjóðanna við ávöxtun á eignasöfnum. Slíkur samanburður getur þó verið vandmeðfarinn og gæta þarf að því að um samanburðarhæfar stærðir sé að ræða. Enn fremur þarf að hafa í huga að lífeyrisgreiðslur ráðast af réttindastöðu þar sem fleiri þættir en eingöngu ávöxtun hafa áhrif.

8

Lífeyrissjóðum er jafnframt heimilt að reikna daglegt gengi og beita þannig annari aðferðaræði við útreikning ávöxtunar. Sú heimild er þó nær eingöngu nýtt fyrir séreignardeildir.

## Jafna 4.1

Hrein raunávöxtun samkvæmt reglugerð nr. 335/2015.

## Útreikningur á ávöxtun

Samkvæmt reglum nr. 335/2015 um ársreikninga lífeyrissjóða skulu lífeyrissjóðir birta hreina raunávöxtun í ársreikningi. Ávöxtun er reiknuð út frá yfirliti um breytingu á hreinni eign til greiðslu lífeyris með eftirfarandi formúlu:<sup>8</sup>

$$i = \frac{2(F-K)}{(A+B-(F-K))}$$

Þar sem  $i$  táknar hreina nafnávöxtun,  $F$  hreinar fjárfestingartekjur,  $K$  rekstrar-kostnað að viðbættum öðrum gjöldum en að frádregnum öðrum tekjum,  $A$  hreina eign í upphafi árs og  $B$  hreina eign í árslok.

Hrein nafnávöxtun er síðan umreiknuð yfir í hreina raunávöxtun þar sem tekið hefur verið tillit til verðbólgu á tímabilinu með eftirfarandi formúlu:

## Jafna 4.2

Hrein raunávöxtun.

$$r = \frac{(1+i)}{(1+j)} - 1$$

Þar sem  $i$  táknar hreina nafnávöxtun,  $r$  hreina raunávöxtun og  $j$  verðbólgu.

## Samanburðarhæfni

Það eru þó einkum þrír þættir sem flækja samanburð á ávöxtun lífeyrissjóða, það er uppgjörsaðferð skuldabréfa, uppbygging lífeyrissjóða og forverar sjóðanna.

### Uppgjörsaðferð skuldabréfa

Samkvæmt reglum nr. 335/2015 um ársreikninga lífeyrissjóða geta lífeyrissjóðir metið skuldabréf á tvennan hátt. Meginreglan er sú að skuldabréf skulu metin á gangvirði sem ákvarðað er út frá markaðsverði eða virðismatsaðferð sem byggð er á markaðsupplýsingum. Sé hins vegar ætlunin að halda skuldabréfunum til gjalddaga skal meta skuldabréfin á kaupkröfu, það er miðað við þau vaxtakjör sem samið var um þegar skuldabréfið var keypt. Útlán, þar með talin sjóðfélagalán, skal jafnframt færa á kaupkröfu.<sup>9</sup>

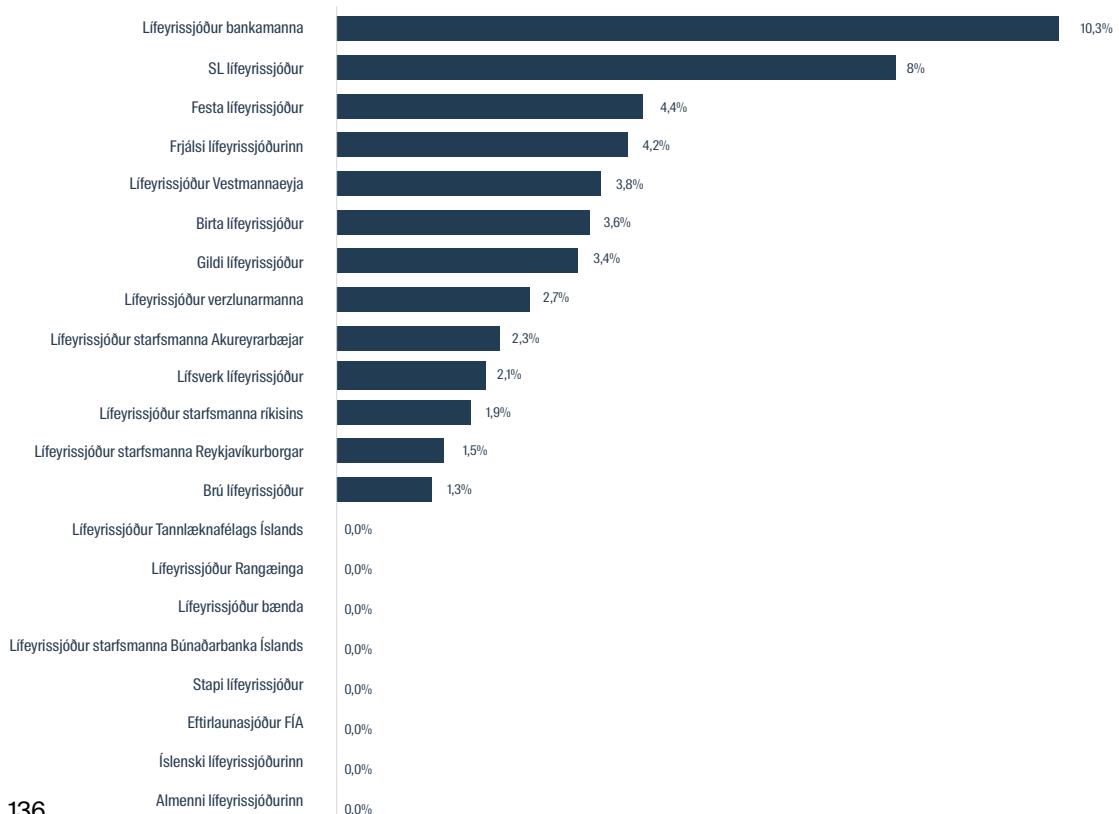
Talsverður munur getur verið á hreinni eign lífeyrissjóða eftir því hvorri matsaðferðinni er beitt. Á mynd 4.3 má sjá hversu mikið bókfærð hrein eign samtryggingardeilda í árslok 2021 myndi hækka við að færa skuldabréf á gangvirði. Hrein eign þeirra sjóða sem meta skuldabréf á kaupkröfu í heild eða hluta myndi að meðaltali hækka um 3,8%. Hækkunin er þó nokkuð breytileg eftir sjóðum eða á bilinu 1,3% til 10,3%. Þeir sjóðir sem væru með óbreytta hreina eign meta skuldabréf þegar á gangvirði.

9

Samkvæmt eldri reglum nr. 55/2000 um ársreikninga lífeyrissjóða skyldi meta öll skuldabréf á kaupkröfu nema varanlegar breytingar hefðu orðið á markaðsvöxtum sem hefðu mikil áhrif á matið.

#### Mynd 4.3

Mismunur á hreinni eign samtryggingardeilda á gangvirði og bókfærðu virði í árslok 2021.





Samanburður á ávöxtun lífeyrissjóða þar sem skuldabréf eru ekki færð á sama verði er markleysa. Jafnvel þó að tveir lífeyrissjóðir meti skuldabréf á kaupkröfu, þá er ekki víst að skuldabréfin hafi verið keypt á sömu ávöxtunarkröfu og þar af leiðandi ekki víst að skuldabréfin séu færð á sama verði. Til að bera saman ávöxtun lífeyrissjóða þarf því að umreikna ávöxtun á kaupkröfu yfir á gangvirði. Það er hægt að gera með eftirfarandi jöfnu:

#### Jafna 4.3

Nafnávöxtun á gangvirði.

$$i = \frac{2(F + \alpha - \beta - K)}{(A + \alpha + B + \beta - (F + \alpha - \beta - K))}$$

Þar sem  $i$  táknar hreina nafnávöxtun,  $F$  hreinar fjárfestingartekjur,  $K$  rekstrar-kostnað að viðbættum öðrum gjöldum en að frádregnum öðrum tekjum,  $A$  hreina eign í upphafi árs og  $B$  hreina eign í árslok,  $\alpha$  táknar gangvirði skuldabréfa sem færð eru á kaupkröfu í árslok að frádregnu bókfærðu virði þeirra í árslok og  $\beta$  gangvirði skuldabréfa sem færð eru á kaupkröfu í upphafi árs að frádregnu bókfærðu virði þeirra í upphafi árs.

Upplýsingar um gangvirði og bókfært virði skuldabréfa er að finna í skýringum með ársreikningum. Þó getur verið ómögulegt að reikna ávöxtun á gangvirði langt aftur þar sem allur gangur var á því hvort lífeyrissjóðir birtu gangvirði skuldabréfa sem færð voru á kaupkröfu fyrir gildistöku nýrra reglna um ársreikninga lífeyrissjóða.

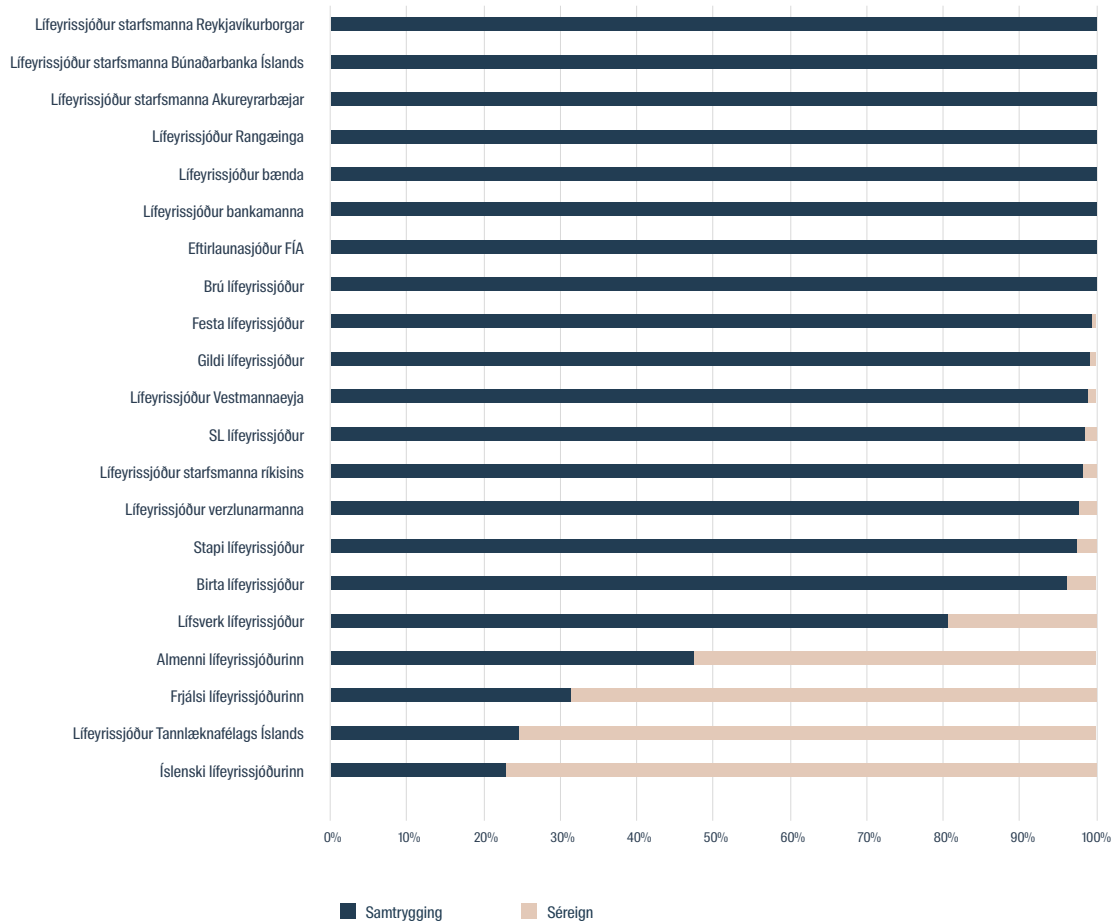
#### Uppbygging lífeyrissjóða

Ávöxtun samtryggingardeildar einnar og sér segir ekki alla söguna um það hvernig lífeyrissjóðum gengur að ávaxta skylduiðgjald sjóðfélaga. Samanburður á ávöxtun lífeyrissjóða þarf að taka tillit til þess að ekki ráðstafa allir lífeyrissjóðir skylduiðgjaldinu að öllu leyti í samtryggingarsjóð. Samkvæmt lífeyrissjóðalögunum er lífeyrissjóðum heimilt að ráðstafa hluta skylduiðgjalds í séreign ef þeir geta staðið undir lögbundinni lágmarkstryggingavernd með lægra iðgjaldi. Fimm starfandi lífeyrissjóðir reka séreignarsjóði sem taka við skylduiðgjaldi, þar sem hluta skylduiðgjalds er ráðstafað í séreign án þess að sjóðfélagar þurfi að velja það sérstaklega.<sup>10</sup>

Þessi munur á uppbyggingu lífeyrissjóða er greinilegur á mynd 4.4 þar sem sjá má skiptingu hreinnar eignar lífeyrissjóða eftir samtryggingar- og séreignardeildum. Eins og sést vega samtryggingardeildir þeirra sjóða sem ráðstafa hluta skylduiðgjalds í séreign á bilinu 23% til 81% af hreinni eign. Fyrir þessa sjóði gefur ávöxtun samtryggingardeilda ein og sér því ekki góða mynd af ávöxtun sjóðsins. Það á til dæmis vel við í þeim tilvikum þar sem samtryggingardeild, sem hluti skylduiðgjalds rennur í, er með varfærna fjárfestingarstefnu í samanburði við aðra sjóði, sem miðar einungis að því að standa undir lágmarkstryggingavernd en sjóðfélagar geta aftur á móti valið um misáhættusamar séreignardeildir fyrir hluta skylduiðgjalds sem hæfir áhættuvilja hvers og eins. Í slíkum tilfellum endurspeglar ávöxtun allra deilda lífeyrissjóðsins í heild betur árangur hans en einungis ávöxtun samtryggingardeilda.

<sup>10</sup>

Þeir eru Almenni lífeyrissjóðurinn, Frjálsi lífeyrissjóðurinn, Íslenski lífeyrissjóðurinn, Lífeyrissjóður Tannlæknafélags Íslands og Lífsverk lífeyrissjóður.



**Mynd 4.4**

Skipting hreinnar eignar á milli samtryggingar og séreignar miðað við árslok 2021.

**Forverar**

Á síðustu áratugum hefur íslenskum lífeyrissjóðum fækkað umtalsvert. Eins og sjá má á mynd 4.5 störfuðu 66 lífeyrissjóðir á landinu í árslok 1996, en í árslok 2021 hafði þeim fækkað í 21. Þessi fækkun er einkum tilkomin vegna sameininga sjóða, enda geta sameiningar skilað sjóðfélögum miklum ábata sökum aukinnar stærðarhagkvæmni. Þessar sameiningar valda þó ákveðnum vandkvæðum þegar kemur að samanburði á ávöxtun lífeyrissjóðanna.

Sameining lífeyrissjóða getur átt sér stað með tvennum hætti. Annars vegar þannig að einn lífeyrissjóður yfirtekur eignir og skuldbindingar annars sjóðs og hins vegar þannig að tveir eða fleiri sjóðir sameinast um stofnun nýs sjóðs. Ýmsar leiðir eru færar til að meðhöndla sameiningar lífeyrissjóða í ávöxtunarútreikningum. Hvaða leið hentar fer eftir tilgangi útreikninganna.

Gylfi Magnússon <sup>xxiv</sup> hefur bent á að sé ekki tekið tillit til forvera í ávöxtunarútreikningum gætu niðurstöður skekkst sökum seiglubjögunar (e. survivorship bias). Slíkt gæti gerst ef sjóðir, sem til dæmis hafa skilað slökum árangri, eru yfirteknir. Gylfi lagði til tvær leiðir til að taka á forverum.

Önnur leiðin er að reikna ávöxtun starfandi sjóðs eins og sameiningin hefði átt sér stað í upphafi tímabilsins. Þessi aðferð getur verið hentug ef meta á ávöxtun lífeyriskerfisins í heild. Hin leiðin er að reikna ávöxtun forvera fram að sameiningu og skeyta ávöxtun arftaka við tímaröðina eftir það. Þessi aðferð getur verið hentug til að lýsa ávöxtun staks sjóðfélaga sem var sjóðfélagi í forveranum, en gæfi ekki rétta mynd af ávöxtun sjóðfélaga sem var sjóðfélagi í öðrum forvera.

Ef tilgangurinn er aftur á móti að meta árangur lífeyrissjóðanna við eignastýringu kann þó að vera óæskilegt að taka ávöxtun forvera með í útreikningana. Leiða má líkur að því að þeir sjóðir sem náð hafa bestum árangri við að ávaxta fé sjóðfélaga sinna séu líklegri til að hafa yfirtekið þá sem skilað hafa slökustum árangri. Ávöxtun forvera þarf því ekki að endurspeglar árangur þeirra sem stýra sjóðnum sem er enn starfandi. Það að taka ávöxtun forvera með í reikninginn gæti því gefið skakka mynd af árangri eignastýringar starfandi sjóðs. Auk þess hefur ávöxtun forvera engin áhrif á ávöxtun sjóðfélaga sem hefur alla tíð verið sjóðfélagi í arftakanum. Því getur verið æskilegra að nota ávöxtun lífeyrissjóða án forvera. Sú aðferð er einnig einföldust þar sem erfitt getur reynst að afla gagna fyrir sjóði sem hætt hafa starfsemi.

### Annað

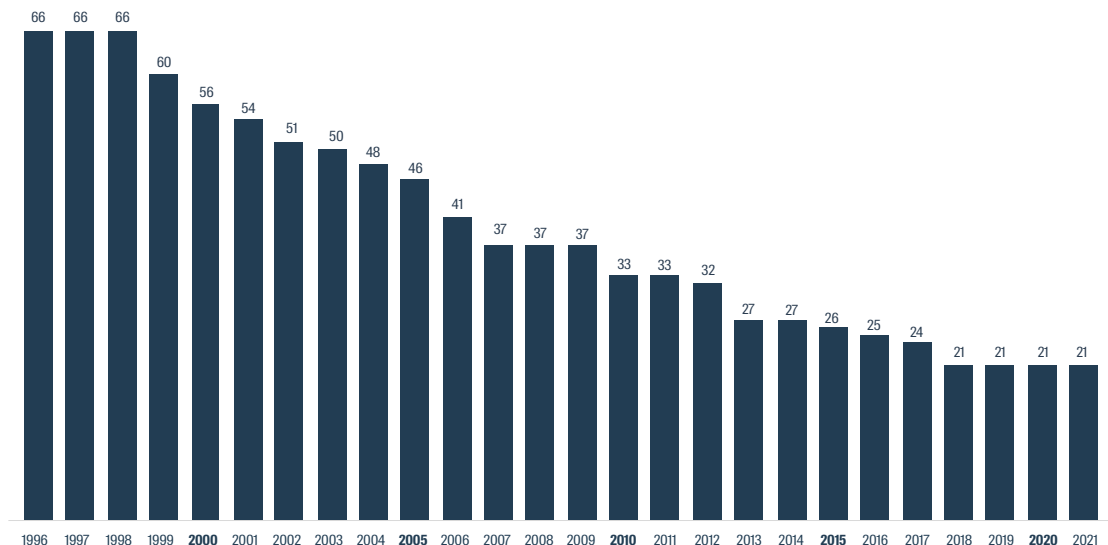
Fjöldmörg önnur mál koma til álita við samanburð á ávöxtun lífeyrissjóða. Til að mynda getur eignastýringu þeirra verið mismunandi háttáð eftir því hvort þeir njóta bakábyrgðar eða ekki. Einnig skiptir máli hvort reikna skuli ávöxtun fyrir sameinaða deildarskipta samtryggingarsjóði eða ekki.

Þá þarf jafnframt að hafa í huga að ávöxtun er ekki eini þátturinn sem ræður réttindapróun samtryggingardeilda. Ýmsir lýðfræðilegir þættir hafa einnig áhrif, svo sem lífslíkur, örorkutíðni, hjúskaparstaða og barneignir.

Mynd 4.5

Fjöldi starfandi lífeyrissjóða á Íslandi.

Heimild: Ársreikningabækur Fjármálaeftirlitsins 1996-2021.



## Mat á árangri í eignastýringu lífeyrissjóðs

Gylfi Magnússon



Gylfi Magnússon, prófessor við viðskiptafræðideild Háskóla Íslands.

Þær leiðir sem til greina koma við að meta árangur í eignastýringu lífeyrissjóðs hafa ætíð bæði kosti og galla, en þær byggjast allar á þeirri ávöxtun sem náðst hefur. Einnig er eðlilegt að horfa til þess hve mikil áhætta var tekin. Ýmsar leiðir er hægt að fara, hvort heldur til að mæla ávöxtun eða áhættu. Enginn einhlítur mælikvarði er á ávöxtun að teknu tilliti til áhættu.

Þótt einfaldara sé að mæla ávöxtun en áhættu er hægt að fara ýmsar leiðir. Eitt álitamálið er til hve langs tíma er horft og annað hvaða reikniaðferð er notuð. Lífeyrissjóðir eru tiltölulega þolinmóðir fjárfestar og því eðlilegra að horfa til langs tíma, t.d. áratugar, en skemmri tíma. Algengast er að nota svokallað margfeldismeðaltal (e. geometric) á ársgrundvelli, sem sýnir hvaða jafna ávöxtun á hverju ári hefði skilað þeirri uppsöfnuðu ávöxtun sem náðist á tímabilinu. Einnig kemur til greina að nota einfalt meðaltal (e. arithmetic) sem byggist á því að leggja saman ávöxtunartölur allra áranna sem horft er til og deila með fjöldanum. Þótt það síðarnefnda sé minna notað hefur það þann kost að nýtast betur til að spá fyrir um ávöxtun. Oft er horft sérstaklega til áhættuþóknunar sem náðist, þ.e. meðalávöxtunar umfram ávöxtun áhættulausra eigna. Alla ávöxtun verður að reikna út frá þekktu eða áætluðu markaðsvirði eigna.

Flóknari leiðir eru stundum notaðar. Sérstaklega kann að vera gagnlegt að reikna út svokallað virðisvegið meðaltal (e. value weighted). Þá er horft til þess hve mikið fé var til ávöxtunar hverju sinni og meira lagt upp úr ávöxtun þegar sjóður er stór en þegar hann er lítill. Fyrir sjóð sem vex alla jafna ár frá ári þýðir það að síðari ár fá meira vægi en þau fyrri.

Algengast er að mæla áhættu með staðalfrávikum ávöxtunar. Sá mælikvarði er þó ekki fullkominn. Aðrir hugsanlegir mælikvarðar eru m.a. fé í húfi (e. value at risk) og vænt halatap (e. expected tail loss). Þeir tveir

hafa þann kost að horfa bara til tapsáhættu en staðalfrávik byggist einnig á hagnaðarvon. Allir þrír hafa þann ókost að horfa einungis að litlu leyti til hættu á stóráföllum, sem eru hættulegri fyrir lífeyrissjóð en hversdagslegar sveiflur. Flóknari leiðir eru til, t.d. að áætla líkur á því að lífeyrissjóður nái ekki ávöxtunarviðmiði til langs tíma.

Hvaða leiðir sem farnar eru til að meta ávöxtun og áhættu þarf að vera hægt að túlka tölurnar. Til þess er gott að hafa viðmið (e. benchmark). Viðmið getur verið árangur samanburðarsjóða, t.d. annarra lífeyrissjóða, eða áætlaður árangur reiknaðs sjóðs sem fylgir svipaðri fjárfestingarstefnu, kaupir sömu eignaflokka og í sömu hlutföllum og stefnt er að. Oftast er þá byggt á ávöxtun vísitalna sem endurspeglar eignaflokkana. Sé síðarnefnda leiðin farin er jafnframt hægt að greina hvernig árangur hefur náðst, skipt niður á annars vegar verðbréfaaval (e. security selection), þ.e. árangur innan eignaflokks, og hins vegar vægi eignaflokka (e. market timing), þ.e. árangur við að velja og færa á milli eignaflokka. Loks er gagnlegt að skoða kostnað við eignastýringu og jafnvel annan rekstur og áhrif hans á ávöxtun. ■



**Fimmti kafli**  
**Ábyrgar fjárfestingar og umboðsskylda**

## Ábyrgar fjárfestingar

Með hugtakinu *ábyrgar fjárfestingar* er að jafnaði átt við fjárfestingar sem taka mið af sjálfbærni og ákveðnum ófjárhagslegum viðmiðum sem í daglegu tali er gjarnan vísað til með skammstöfuninni UFS (e. ESG), sem stendur fyrir umhverfi (e. environment), félagslega þætti (e. social) og stjórnarhætti (e. governance). Aðalmarkmiðið að baki hugmyndafræði ábyrga fjárfestinga er að stuðla að jákvæðum áhrifum á umhverfið, félagslega þætti og stjórnarhætti, draga úr áhættu og skila sjálfbærri langtímaávöxtun.

- Umhverfisleg viðmið snúa meðal annars að frammistöðu og eftirliti í loftslags- og umhverfismálum og því hvernig gætt er að umhverfisáhrifum hverrar fjárfestingar fyrir sig.
- Félagslegir þættir taka einkum mið af því hvernig hugað er að málefnum starfsfólks svo og því samfélagi sem það starfar í, svo sem jafnrétti innan fyrirtækja, almennum mannréttindum og öryggi.
- Stjórnarhættir snúa meðal annars að fjölbreytni og fyrirkomulagi stjórna, stjórnun og skipulagi, birgjum og aðgerðum gegn spillingu og mútum.

Fjárfestar eru í auknum mæli farnir að horfa til þessara þátta samhliða hefðbundnum fjárhagslegum greiningum í þeim fjárfestingarferlum sem þeir starfa eftir.

### Hvers vegna horfa lífeyrissjóðir til ábyrga fjárfestinga?

Breytingar voru gerðar á lögum nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða (hér eftir einnig „lífeyrissjóðalögin“ eða „lögin“) árið 2017 þar sem sjóðunum var gert að setja sér siðferðileg



viðmið í fjárfestingum sínum.<sup>11</sup> Það kemur hvorki fram í lögnum sjálfum né í lögskýringargögnum hvað er átt við með vísun til siðferðilegra viðmiða og er það á hendi hvers lífeyrissjóðs að ákveða hvaða nálgun sé stuðst við til þess að uppfylla þessi skilyrði. Lífeyrissjóðir hafa margir hverjir leitað í aðferðafræði ábyrgra fjárfestinga til að uppfylla þessa lagakröfu með því að setja sér stefnu í ábyrgum fjárfestingum.

Vitund og þekking almennings á neikvæðum ytri áhrifum starfsemi fyrirtækja og stofnana hefur aukist og breytt samfélagslegt viðhorf hefur leitt til þess að neytendum er umhugað um með hvaða hætti þær vörur eða sú þjónusta sem þeir neyta verður til.

Evrópusambandið hefur lagt aukna áherslu á UFS-þætti meðal fyrirtækja og fjárfesta. Þar má nefna nýnnleiddar tilskipanir sem leggja aukna áherslu á mikilvægi þessara þátta við mótun fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða og ætlast er til þess að sjóðirnir geti gert eftirlitsaðilum grein fyrir með hvaða hætti UFS-þættir eru teknir inn í fjárfestingarferlið. Í raun er staðan orðin sú í dag, bæði hér á landi og víða í Evrópu, að stefna um ábyrgar fjárfestingar er frekar orðin viðtekin venja en undantekning. Stóra spurningin er því líklega ekki lengur sú hvort taka eigi mið af stefnu um ábyrgar fjárfestingar við mat á fjárfestingum heldur hvernig best sé að gera það.

### **Markmið með ábyrgum fjárfestingum**

Lífeyrissjóðum ber að vinna alfarið og eingöngu í umboði sjóðfélaga og hafa ætíð þeirra hagsmuni að leiðarljósi í öllum ákvörðunum. Þeim er falið að gæta sparnaðar sjóðfélaga og meðal annars tryggja þeim hið margumtalaða áhyggjulausa ævikvöld. Við mótun fjárfestingarstefnu skal hafa hagsmuni sjóðfélaga að leiðarljósi ásamt ávöxtun fjárfestinga sjóðsins, að teknu tilliti til áhættu. Ekki verða færð rök á móti því hér en það er hins vegar vel þess virði að velta upp öðrum hliðum í því samhengi. Með aukinni vitund um áhrif fjárfestinga á samfélagið hafa vaknað spurningar um það hvort fjárfestum beri að horfa til fleiri þátta en eingöngu ávöxtunar við ákvarðanatöku. Hjá lífeyrissjóðum er um langtímahagsmuni að ræða og fjárfestingar eigna sjóðfélaga geta haft áhrif á lífsgæði þeirra á margan annan hátt en eingöngu þann sem mældur er í fjárhæðum.

Virkt samtal á milli fjárfesta og fyrirtækja um málefni UFS snýst ekki um að þröngva ákveðnum siðvenjum eða gildum upp á fyrirtæki eða fjárfesta, heldur að skilgreina viðeigandi upplýsingar sem geta dregið úr áhættu eða stuðlað að betri frammistöðu til lengri tíma lítið. Virkt samtal getur veitt báðum aðilum innsýn í þankagang hvor annars. Þannig geta fjárfestar fengið tilfinningu fyrir því að hvaða marki samfélagsábyrgð er innleidd og með sama hætti öðlast fyrirtækin skilning á því hvernig fjárfestar nálgast ábyrgar fjárfestingar.

# Ábyrgar fjárfestingar og umboðsskylda lífeyrissjóða

Arne Vagn Olsen



Arne Vagn Olsen, forstöðumaður eignastýringar hjá Lífeyrissjóði verzlunarmanna.

Samtal um ábyrgar fjárfestingar er flókið og viðamikið og oft er erfitt að henda reiður á kjarna þess. Snýst samtalið um að „sofa vel á nóttunni“, að „uppfylla lagaskyldur“ eða að „bjarga heiminum“? Svörin eru jafnmörg og þátttakendur samtals hverju sinni og það eru einmitt kostirnir og gallarnir við aðferðafræði ábyrga fjárfestinga, að það er ekki til eitt rétt svar.

Lífeyrissjóður verzlunarmanna gerðist aðili að alþjóðlegu samtökunum, UN PRI, árið 2006 og umfjöllun um ábyrgar fjárfestingar hefur um árabil verið hluti af fjárfestingarstefnu sjóðsins. Árið 2021 gaf sjóðurinn út sérstaka stefnu um ábyrgar fjárfestingar. Grunnur hennar er sú bjargfasta skoðun að áhættuleiðrétt ávöxtun eignasafna sjóðsins verði hærrí til lengri tíma lítið sé tekið mið af aðferðafræði ábyrga fjárfestinga við stýringu þeirra.

Lítum aðeins betur á þær forsendur sem þar búa að baki. Í sinni einföldustu mynd ræðst virði fjárfestingar af væntu sjóðstreymi til framtíðar. Þegar um skuldabréf er að ræða er sjóðstreymið samningsbundið og þekkt en þegar um hlutabréf er að ræða er óvissan meiri og leggja þarf mat á vænt sjóðstreymi félags með þeirri óvissu sem slíku mati fylgir.

Hefðbundin fjármálagreining er bæði hlutlæg greining sem byggist á tölum úr ársreikningi og huglægt mat á framtíðarsjóðstreymi. Aðferðafræði ábyrga fjárfestinga bætir við áhættuþáttum sem kunna að hafa töluverð áhrif á framtíðarsjóðstreymi félags og þar með virði þess í nærtíma.

Dæmi um slíka áhættuþætti eru t.d. stjórnarhættir félags. Eru þeir þess eðlis að þeir stuðli að farsælum rekstri? Munu áhrif félagsins á umhverfi sitt leiða til aukins rekstrarkostnaðar? Er líklegt að félagið lendi í mótbyr vegna félagslegra þátta sem aftur geta haft áhrif á tekjur þess og arðsemi? Upplýsingar sem þessar liggja ekki fyrir í ársreikningi heldur þurfa sérstakrar skoðunar við og þar birtist mikilvægi aðferðafræði ábyrga fjárfestinga í sinni

einföldustu mynd. Hún varpar skýrara ljósi á áhættuþætti í starfsemi félags og rennir þar með stoðum undir forsendur verðmats þess.

Við innleiðingu á aðferðafræði ábyrgra fjárfestinga er að mörgu að huga. Eitt mikilvægasta veganestið er að spyrja „af hverju“ og í framhaldinu „hvernig“ hún getur stutt við langtímaárangur við ávöxtun eignasafna. Án skýrrar sýnar í upphafi er hætta á að vegferðin verði ómarkviss og þjóni ekki tilgangi sínum.

Samtal um umboðsskyldu lífeyrissjóða er í eðli sínu afmarkaðra viðfangsefni. Í lögum um lífeyrissjóði stendur að þeim sé falið að „hafa hagsmuni sjóðfélaga að leiðarljósi“, „byggja allar fjárfestingar á viðeigandi greiningu“ og „setja sér siðferðisleg viðmið í fjárfestingum“. Í ljósi þessa er erfitt að rökstyðja greiningu á fjárfestingarkostum án þess að horft sé til aðferðafræði ábyrgra fjárfestinga. Mun líklegra er að lífeyrissjóður bregðist umboðsskyldu sinni geri hann það ekki. ■

## Umboðsskylda

Umboðsskylda er lagalegt og siðferðilegt samband sem lagt er á herðar umboðsmanns, einstaklings eða stofnunar, sem fer með ákvörðunarvald fyrir hönd umbjóðanda síns við aðstæður sem byggjast á réttmætum væntingum um trúnað og traust. Réttmætar væntingar umbjóðanda ráðast af hlutverki og aðstöðu umboðsmanns hverju sinni. Umbjóðandi hefur rétt á því að umboðsmaður hafi hagsmuni hans í fyrirrúmi. Þetta er sérstaklega mikilvægt í aðstæðum þar sem mikill munur er á þekkingu aðila og umbjóðendur hafa takmarkaða möguleika á því að fylgjast með eða hafa eftirlit með aðgerðum umboðsmanns sem starfar í þeirra þágu.

Umboðsskylda samanstendur af tveimur meginþáttum, annars vegar hollustuskyldu (e. duty of loyalty) og hins vegar skynsemisskyldu (e. duty of prudence), en sú síðarnefnda er einnig þekkt sem aðgæsluskylda (e. duty of care). Hollustuskyldan kveður á um að umboðsmönnum beri að starfa í góðri trú, koma í veg fyrir hagsmunaárekstra og starfa í þágu umbjóðanda síns, fremur en í eigin þágu eða í þágu þriðja aðila. Skynsemisskyldan, einnig þekkt sem skynsemissreglan eða regla hins grandvara manns (e. prudent person rule), kveður hins vegar á um að umboðsmaður starfi með aðgát, af kunnáttu og kostgæfni. Þannig ber honum að byggja ákvarðanir sínar á sömu forsendum og „grandvar maður“ myndi gera og haga ákvörðunum sínum og gerðum í þágu umbjóðanda síns, eins og hann myndi gera fyrir sjálfan sig. Þetta þýðir ekki að einstakar ákvarðanir þurfi eftir á að hyggja að vera réttar eða skila jákvæðri niðurstöðu heldur að grandvar maður gæti komist að sömu niðurstöðu ef hann byggði á þeim upplýsingum sem liggja fyrir á þeim tíma sem ákvörðun er tekin. Þannig verður það mikilvægt að umboðsmaður haldi með skipulögðum hætti utan um ákvörðunartöku sína svo að hægt sé að skoða á hvaða forsendum hún var byggð þegar hún átti sér stað.

Aðrar skyldur sem tilheyra umboðsskyldu eru skyldur á borð við upplýsinga- skyldu (e. duty of disclosure), að umboðsmenn haldi umbjóðendum sínum upplýstum, réttýnisskyldu (e. duty of candor), að umboðsmenn sýni heiðarleika í störfum sínum og loks uppgjörsskyldu (e. duty of accounting), að umboðs- menn sýni sanngirni við gjaldtöku og fleira.

### **Umboðsskylda fagfjárfesta**

Fagfjárfestir er aðili sem hefur atvinnu af fjárfestingum í hvers konar fjármála- gerningum. Hann býr yfir nægilegri reynslu, þekkingu og sérfræðikunnáttu til að taka sjálfstæðar ákvarðanir um fjárfestingar og meta þá áhættu sem þeim kann að fylgja. Hátt hlutfall af fjármagni heimsins er í umsjá fagfjárfesta og árangur þeirra við varðveislu og ávöxtun getur haft mikil áhrif á hagkerfi heimsins og þar með á velferð almennings, fyrirtækja og stofnana.

Þjónusta fagfjárfesta, líkt og annarra sérfræðinga sem gegna samfélags- lega mikilvægri þjónustu, felur í sér umboðsskyldu. Svokölluð „regla hins skynsama fjárfestis“ (e. modern prudent investor rule) byggist á skynsemis- reglunni og hefur hún breyst í takt við þróun fjármálakenninga og notkun hennar í reynd. Reglan var fest í bandarísk lög með „Uniform Prudent Investment Act“ (UPIA) árið 1994. Samkvæmt reglu hins skynsama fjárfestis ber fagfjárfestum að starfa með sambærilegum hætti og grandvar maður myndi haga sínum eigin fjárfestingum með hliðsjón af áhættudreifingu. Lögin endurspegluðu breytingar á uppbyggingu eignasafna í kjölfar umræðu um kenningar um samval eignasafna (e. modern portfolio theory) seint á sjöunda áratugnum.

Með hliðsjón af umboðsskyldu er frammistaða fagfjárfesta ekki einvörðungu dæmd út frá ávöxtun fjárfestinga þeirra, heldur þeim fjárfestingarferlum sem þeir starfa eftir. Ekki nægir að fylgja skynsemis- reglunni til að uppfylla skilyrði um umboðsskyldu. Fjárfestingar þurfa að vera í samræmi við markmið fjárfestis og fjárfestingarstefnu hans. Þannig geta áhættusamar og óvenjulegar fjárfestingar verið í samræmi við umboðs- skyldu ef þær rúmast innan fjárfestingarstefnu og fullnægjandi fjárfestingar- ferli hefur verið fylgt. Með sama hætti getur hefðbundin fjárfesting sem jafnan er talin vera skynsamleg verið á skjön við umboðsskyldu fagfjárfestis ef fjárfestingarferli uppfyllir ekki skilyrðið um viðurkennt ferli.<sup>xxv</sup>

## Stefna um ábyrgar fjárfestingar

Við mótun stefnu um ábyrgar fjárfestingar ber að hafa ákveðna þætti í huga sem mikilvægt er að komi fram í stefnunni. Fyrst og fremst þarf að skoða hvaðan hvatinn við framsetningu stefnunnar kemur. Ef meginhvatinn er þrýstingur frá samfélaginu eða stefnan er sett fram einungis til þess að verða við lagabreytingum er hætta á því að stefnunni verði framfylgt með minni metnaði og ásakanir um grænþvott líklegri til að líta dagsins ljós. Aðrir þættir sem vert er að hafa í huga við uppsetningu og birtingu á vel ígrundaðri stefnu um ábyrgar fjárfestingar eru markmið og tilgangur, ábyrgð og gildissvið, aðferðafræði og viðmið, framkvæmd, viðbrögð og eftirfylgni ásamt upplýsingagjöf.

### Markmið og tilgangur

Markmið slíkrar stefnu getur verið að lýsa þeirri aðferðafræði sem liggur að baki samþættingu umhverfis, félagslegra þátta og stjórnarháttanna við fjárfestingarferlið. Tilgangur hennar getur verið að stuðla að trúverðugri nálgun á álitafnum sem snúa að sjálfbærniþáttum í þeim tilgangi að ná betri arðsemi af fjárfestingum.

### Ábyrgð og gildissvið

Það eykur trúverðugleika að taka fram hverjir bera ábyrgð á því að stefnunni sé framfylgt og mikilvægt er að taka fram gildissvið stefnunnar, megináherslur og hvaða eignaflokkar teljast undanskildir ef það á við.

### Aðferðafræði og viðmið

Mikilvægt er að það komi fram í stefnunni hvaða aðferðafræði ábyrga fjárfestinga er notuð í verklagi fjárfestingarferlisins.

Dæmi um helstu útfærslur á aðferðafræði ábyrgra fjárfestinga eru:

- Samþætting UFS við verklag (e. ESG integration)
  - Samþætting á UFS-þáttum við fjárhagslegar greiningar er samkvæmt skýrslu sem alþjóðlegu samtökin Principles for Responsible Investment (PRI) gáfu út árið 2016<sup>xxvi</sup> útbreiddasta aðferðin meðal fjárfesta við ábyrgar fjárfestingar í skráðum hlutabréfum. Aðferðin fléttar UFS-þætti inn í hefðbundnar fjárhagslegar greiningar. Við virðismat eru áhrif UFS-þátta hluti af forsendum og þar með geta þeir haft áhrif á ávöxtunarkröfu við greiningar og verðmat. Þannig er tekið tillit til UFS-þátta og horft til þeirra líkt og annarra fjárhagslegra atriða með hefðbundnum aðferðum sem notaðar hafa verið hingað til. Í fyrrnefndri skýrslu PRI er farið ítarlega yfir og gefin fjölmörg dæmi um hvernig fjárfestar nýta þessa aðferðafræði við val á fjárfestingarkostum.
- Virkt eignarhald (e. active ownership)
  - Hugtakið merkir í þessu sambandi að hluthafar nýta rétt sinn til að hafa skoðun og áhrif á stefnu fyrirtækja er varðar UFS-þætti. Eitt af sex grundvallarviðmiðum PRI er að hvetja eigendur til að vera virkir í eignarhaldi sínu og eiga „virkar samræður“ (e. engagement) við stjórnendur fyrirtækja ásamt því að nýta atkvæðarétt sinn á hluthafafundum eða í umboði þriðja aðila (e. proxy voting). Hluti af virku eignarhaldi er að eiga virkar samræður við stjórnendur fyrirtækja og kalla eftir upplýsingum er varða UFS-þætti. Með virkum samræðum getur fjárfestir haft áhrif á rekstur fyrirtækisins á meðan bein sala á eignarhlut leiðir til þess að fjárfestirinn stendur fyrir utan ferlið án mögulegra áhrifa eða aðkomu til að þrýsta á viðkomandi félag um betri rekstur. Í skýrslu sem gefin var út á vegum PRI árið 2018<sup>xxvii</sup> kemur fram að virkt eignarhald er almennt álitin áhrifamesta leiðin til að draga úr áhættu viðkomandi fjárfestingar, hámarka afkomu hennar og hafa jákvæð áhrif á samfélagið og umhverfið. Það getur þó verið erfitt að setja nákvæma mælistiku á áhrifin.
- Neikvæð skimun (e. negative screening)
  - Neikvæð skimun gengur út á að útiloka ákveðnar fjárfestingar á grundvelli óábyrga UFS-þátta. Algengt er að sjá atvinnugreinar á borð við áfengis- og tóbaksframleiðendur, veðmálafyrirtæki, vopnaframleiðendur og klámiðnaðinn á útilokunarlistum.
- Jákvæð skimun (e. norms-based screening)
  - Jákvæð skimun er aðferð sem hægt er að beita einni og sér eða með öðrum aðferðum og þá oftast með virkum samræðum eða útilokun. Við jákvæða skimun eru kröfur um UFS-þætti dregnar fram og aðrir fjárfestingarmöguleikar útilokaðir. Atriði sem notuð eru til grundvallar jákvæðri skimun geta verið

góðir stjórnarhættir, samstarf við verkálýðsfélög, umhverfisvernd, losun gróðurhúsalofttegunda, ábyrgar fjárfestingar, menningarleg fjölbreytni og fleira.

### **Viðbrögð og eftirfylgni**

Skýrt þarf að koma fram hvernig verkferli fer af stað ef frávik verður gagnvart stefnu. Ef ráðist verður í viðeigandi úrbætur í samræmi við mat á bestu framkvæmd hverju sinni þarf að hafa heildarhagsmuni sjóðfélaga að leiðarljósi.

### **Upplýsingagjöf**

Mikilvægt er að fram komi hvernig upplýsingagjöf verður háttáð og hvernig hagaðilar geta staðfest að stefnunni sé framfylgt. Trúverðugleiki stefnunnar eykst ef það sem viðkemur henni er birt og gert aðgengilegt.

### **Hluthafastefna**

Samhliða stefnu um ábyrgar fjárfestingar hafa margir lífeyrissjóðir sett fram hluthafastefnur/eigendastefnur. Hluthafastefnum er yfirleitt ætlað að taka sérstaklega á hluta stjórnarháttá í UFS-hugmyndafræðinni. Markmið hluthafastefnu er að skilgreina þær kröfur sem lífeyrissjóður gerir að jafnaði til þeirra félaga sem hann fjárfestir í. Algengt er að lífeyrissjóðir setji fram ákveðin mörk um stærð eða umfang eigna til þess að þær falli undir gildissvið stefnunnar. Það er undir stjórn hvers lífeyrissjóðs komið að ákveða að setja fram hluthafastefnu og hve umfangsmikil hún skal vera. Skýr hluthafastefna inniheldur lýsingu á því hvernig verklagi er háttáð fyrir hluthafafundi, hver fer með atkvæði fyrir hönd sjóðsins á hluthafafundum og hvernig sjóðurinn upplýsir hvernig var farið með atkvæði sjóðsins.

Mikilvægt er að það komi fram í stefnunni hvað sjóðurinn gerir varðandi val og kröfur til stjórnarmanna og eins hvort sjóðurinn tilnefnir fulltrúa í stjórnir á grundvelli eignarhalds og hvernig því ferli er háttáð. Slíkt eykur gagnsæi um meðferð atkvæðisréttar og áhrifa.







## Að láta sig málin varða

Sturla Ómarsson



Sturla Ómarsson, formaður  
stjórnar Eftirlaunastjóðs FÍA.

Lífeyrissjóðir hafa í gegnum tíðina gegnt mikilvægu hlutverki í íslensku samfélagi og ef spár um áframhald á sístækkandi kerfi ganga eftir mun slík þróun einungis þýða að hlutverk íslenskra lífeyrissjóða og mikilvægi mun aukast enn frekar.

Það má halda fram að lífeyriskerfi Íslendinga sé á marga vegu nokkuð einfalt en á sama tíma að það sé nokkuð flókið. Enn er rekstur sjóða með margskonar fyrirkomulagi en hægst hefur á sameiningum lífeyrissjóða sem voru áberandi síðustu áratugi. Rétt um 20 lífeyrissjóðir eru starfræktir, bæði almennir og opinberir sjóðir, og velta má upp þeirri spurningu hversu langt sé hægt að ganga í sameiningu sjóða.

Í dag eru starfræktir litlir sjóðir sem margir eru með sína sérstöðu, svo sem með frábrugðnar samþykktir eða eru lokaðir. Annars konar áskoranir geta blasað við slíkum sjóðum sökum smæðar þeirra en þeim stærri og má þar helst nefna þætti líkt og rekstrarfyrirkomulag, þátttöku í málefnum Landssamtaka lífeyrissjóða eða áhrif af þátttöku á aðalfundum þeirra félaga sem þeir eiga hlut í.

Það hefur borið á góma í umræðu samfélagsins að lífeyrissjóðir séu ekki nægilega virkir á markaði í þátttöku á ársfundum skráðra félaga. Í því samhengi má velta fyrir sér mun á tilgangi opinberra og almennra sjóða þar sem lífeyrisréttindi eru tryggð með ólíkum hætti. Einnig getur og hefur umræða og stefna innan stjórna sjóðanna verið með mismunandi hætti eftir stöðu sjóðanna og getur pólitík gegnt stóru hlutverki þar. Síðustu ár hefur þó nokkur breyting átt sér stað til aukinnar virkni en í mínum huga þurfa lífeyrissjóðir almennt að ganga enn lengra í virku eignarhaldi.

Hlutverk lífeyrissjóða samkvæmt lögum og samþykktum er að tryggja sjóðfélögum, mökum og börnum þeirra lífeyri. Að því sögðu tel ég það vera

skyldu allra þeirra sem taka að sér setu í stjórn lífeyrissjóðs að taka meðal annars þátt í eftirfarandi verkefnum fyrir utan hefðbundin stjórnarstörf:

- Þátttaka í umræðum og koma á framfæri athugasemdum þegar við á um lagabreytingar.
- Þátttaka í umræðum sem snúa að málefnum Landssamtaka lífeyrissjóða.
- Þátttaka í aðkomu aðalfunda þeirra félaga sem sjóðurinn á eignarhlut í.

Þó má vissulega velta því upp hvort hlutverk lítilla lífeyrissjóða eigi að vera með öðrum hætti sökum lítils vægis. En hvar ætti þá að draga mörkin?

Varðandi aðkomu að aðalfundum félaga þá hafa margar stjórnir lífeyrissjóða sett sjóðum sínum hluthafastefnu með skýrum mörkum um hvar og með hvaða hætti ætlunin er að taka þátt á aðalfundum þeirra félaga sem þeir eiga eignarhlut í.

Hafandi verið stjórnarmaður í litlum lífeyrissjóði til langs tíma tel ég að allir stjórnarmenn eigi að láta sig málin varða. Taka þátt í umræðum um málefni sjóðanna og vera virkir eigendur án tillits til stærðar eða vægis. Það má ekki gleyma því að þó svo að heildarstærð sjóðs sé í smærri kantinum í samanburði við aðra sjóði er engu að síður um eina stærstu eign sjóðfélaga að ræða og eiga þeir skilið að stjórnarmenn sinni þessum hlutverkum sínum með markvissum og ábyrgum hætti. ■

## Mælanleiki og árangur

12

Stærðarhlutdrægni felur í sér að því stærri sem fyrirtæki eru því líklegra er að þau búi yfir betri UFS-gögnum heldur en minni fyrirtæki.

Ýmsar áskoranir fylgja því að meta ófjárhagslega þætti og skortur á stöðlun við mat á þeim hefur verið ein helsta hindrun málaflokksins hingað til. Öflun og birting UFS-gagna er flókið og auðlindafrekt ferli, bæði fyrir fyrirtækin sjálf og fyrir fjárfesta að sannreyna þau. Misræmi er á milli leiðbeiningaramma og fyrirtæki í mismunandi geirum birta oft ólíkar upplýsingar. Hætta er á að gagnaeyður myndist og stærðarhlutdrægni<sup>12</sup> fyrirtækja er þáttur sem getur ógnað gæðum mælinga.

Tilkoma UFS-matsaðila líkt og Reitunar á íslenska markaðinn auðveldar fjárfestum að fá álit þriðja aðila á starfsemi innlendra fyrirtækja hvað varðar UFS-þætti. UFS-matsaðilar birta oft áhættumöt og UFS-heildareinkunn fyrir fyrirtæki. Slík áhættumöt eru byggð á fjölda undirflokka sem snúa að umhverfi, félagslegum þáttum og stjórnarháttum. Undirflokkar samanstanda af fjölda breyta sem hver er metin með tilliti til frammistöðu félagsins með fyrirfram skilgreindum stöðlum, sem býr til grunneinkunn. Hver undirflokkur er veginn sérstaklega og getur haft breytilegt vægi eftir því hversu þýðingarmikill áhættuþáttur hann er talinn vera fyrir atvinnugreinina sem tiltekið fyrirtæki fellur undir.

Varast verður að líta á einkunn UFS-matsaðila sem einu breytuna við mælingar á árangri eignasafna hvað varðar UFS-þætti, því fylgni einkunna milli greiningaraðila hefur sögulega ekki verið mikil. Nýta má greininguna í heild til stuðnings við mat á því hvort fyrirtæki þurfi að ráðast í umbætur og hvort lífeyrissjóðurinn eigi að beita sér sem hluthafi fyrir því að krefjast úrbóta.

Lífeyrissjóðir hafa margir hverjir byrjað að birta kolefnisfótspor eignasafnsins. Líkt og með önnur ófjárhagsleg gögn getur verið vandasamt að meta kolefnisfótspor eignasafns sökum misræmis í útreikningi á losun

fyrirtækja. Sum fyrirtæki hafa innviði og auðlindir til þess að birta ítarlegar upplýsingar um losun gróðurhúsalofttegunda á meðan önnur fyrirtæki ná ekki jafn vel utan um það. Tilkoma staðlaðs kerfis líkt og PCAF (e. Partnership for Carbon Accounting Financials) auðveldar samanburð milli eignasafna og er því hægt að nota kolefnisfótspor eignasafns sem mælikvarða á árangur milli ára.

Í vel ígrundaðri stefnu um ábyrgar fjárfestingar kemur fram hvernig upplýsingagjöf til hagaðila verður háttáð og hvernig þeir geta staðfest að stefnunni sé framfylgt. Ófjárhagslegar upplýsingar eru tregbreytanlegar og því ekki endilega til hagsbóta að birta hagaðilum upplýsingar vikulega eða mánaðarlega. Ágætis innsýn í árangur við framfylgni stefnu um ábyrgar fjárfestingar fæst yfir nokkurra ára tímabil.



**Sjötti kafli**  
**Áhættustýring og eftirlit**

## Áhættustýring

Starfsemi lífeyrissjóða felur óhjákvæmilega í sér töluverða áhættu, bæði á eigna- og skuldahlíð, en eitt af verkefnum stjórnar er að setja fram áhættustefnu og móta eftirlitskerfi með áhættu sjóðsins, sbr. 8. og 9. tölul. 3. mgr. 29. gr. laga nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrissjóðs og starfsemi lífeyrissjóða (hér eftir einnig „lífeyrissjóðalög“ eða „lögin“). Í áhættustefnu skal að lágmarki koma fram áhættuvilji stjórnar, áhættuþol sjóðsins og hvernig skuli greina, meta, vakta og stýra áhættu en áhættuvilji er sú áhætta sem stjórn er reiðubúin að taka og áhættuþol er áhættan sem lífeyrissjóður þolir án þess að grípa þurfi til sérstakra aðgerða. Áhættustefnan er þannig hluti af eftirlitskerfi sjóðsins og helst í hendur við fjárfestingarstefnu þar sem stjórnin hefur sett takmarkanir á áhættutöku. Áhættustefnunni er einnig ætlað að skapa grundvöll fyrir virka upplýsingagjöf til stjórnar, stuðla að því að stjórn og starfsmenn sem annast rekstur sjóðsins séu sér meðvitandi um áhættu og gefist þannig betri kostur á því að bregðast við ef áhætta fer út fyrir viðunandi mörk. Áhættustefna skal endurskoðuð að lágmarki árlega og þegar markverðar breytingar verða á áhættusniði lífeyrissjóðsins.

Samkvæmt reglugerð nr. 590/2017 um eftirlitskerfi með áhættu lífeyrissjóða skulu stjórn og framkvæmdastjóri lífeyrissjóðs stuðla að góðum stjórnarháttum og leggja áherslu á mikilvægi áhættustýringar og innra eftirlits innan lífeyrissjóðsins. Áhættumening eru þær venjur, viðhorf og hegðun sem tengjast áhættuvitund, áhættutöku og áhættustýringu, ásamt eftirliti sem mótar ákvarðanir um áhættu. Ábyrgðaraðili áhættustýringar ber ábyrgð á greiningu, mælingu og skýrslugjöf um áhættu. Í áhættustefnunni eru helstu áhættuþættir tilgreindir og sett fram mælanleg viðmið fyrir hvern þátt, eftir því sem hægt er. Fjárfestingarstefnan er nátengd áhættustefnunni og eru til að mynda áhættuvilji og áhættumörk gagnvart



fjárfestingum í einstökum eignaflokkum sett þar fram en í slíkum tilvikum vísar áhættustefnan í fjárfestingarstefnu varðandi markmið og vikið þótt áhættuþáttur sé engu að síður tilgreindur.

Fjallað er um áhættustýringu í 36. gr. e. lífeyrissjóðalaganna og þar kemur meðal annars fram að lífeyrissjóður skal á hverjum tíma hafa yfir að ráða tryggu eftirlitskerfi með áhættu í tengslum við alla starfsemi sína. Hjá sjóðnum skulu vera fyrir hendi fullnægjandi og skjalfestir innri ferlar sem gera honum kleift að greina, meta, vakta og stýra áhættu í starfsemi sjóðsins og skulu þeir endurskoðaðir reglulega. Þar kemur einnig fram að svið áhættustýringar skal taka virkan þátt í mótun áhættustefnu lífeyrissjóðsins og hafa aðkomu að viðameiri ákvörðunum um áhættustýringu. Áhættustýringu skal enn fremur gert viðvart um öll meiri háttar eða óvenjuleg viðskipti lífeyrissjóðs áður en þau fara fram.

Í 35. gr. a. laganna er nánar fjallað um starfsemi áhættustýringar innan sjóðsins og þar kemur meðal annars fram að lífeyrissjóðurinn skal tilnefna starfsmann sem ber ábyrgð á greiningu, mælingu og skýrslugjöf um áhættu og tilnefningin skal 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. Einnig kemur þar fram að áhættustýringin skal vera óháð öðrum starfseiningum sjóðsins. Lífeyrissjóður skal tryggja að áhættustýring hafi nægilegt fjármagn og heimildir, meðal annars til þess að afla gagna og upplýsinga sem nauðsynlegar eru í starfsemi áhættustýringar. Tryggt skal að ábyrgðaraðili áhættustýringar hafi milliliðalausán aðgang að stjórn lífeyrissjóðsins en ábyrgðaraðili áhættustýringar heyrir undir framkvæmdastjóra samkvæmt stjórnskipulagi, sbr. 3. gr. reglugerðar nr. 590/2017 um eftirlitskerfi með áhættu lífeyrissjóða, ólíkt til dæmis innri endurskoðun, sem heyrir undir stjórn. Af þessu er ljóst að lögin gera ríkar kröfur til sjálfstæðis áhættustýringar. Það er hins vegar hlutverk allra starfsmanna að stýra áhættu lífeyrissjóðs samkvæmt vilja stjórnar á hverjum tíma en hlutverk áhættustýringar er að mæla, hafa eftirlit með og skýra frá áhættu á hverjum tíma.

Reglugerð nr. 590/2017 fjallar nánar um eftirlitskerfi með áhættu lífeyrissjóða og í 6. gr. reglugerðarinnar eru tilgreindir þeir áhættuþættir sem eftirlitskerfi skal að lágmarki ná yfir, en þeir eru eftirfarandi:

- Lífeyrstryggingaráhætta
- Markaðsáhætta
- Eigna- og skuldbindingajöfnuður
- Rekstraráhætta
- Stjórnarhættir
- Mótaðilaáhætta
- Lausafjáraáhætta
- Samþjöppunaráhætta
- Aðrir áhættuþættir sem lífeyrissjóðurinn telur geta haft áhrif á eignir og skuldbindingar sjóðsins

### Lífeyrstryggingaráhætta

Lífeyrstryggingaráhætta er hættan á að lífeyrissjóður vanmeti lífeyrisskuldbindingar sínar vegna vanmats eða óvissu sem tengist lýðfræðilegum þáttum, svo sem forsendum um dánar- og örorkutíðni, auk forsendna um vexti og verðbólgu. Út frá áhættustýringarsjónarmiði er erfitt að stýra áhættu vegna hækkandi lífaldurs nema með rétttri verðlagningu á réttindum en eftir því sem réttindatöflur byggjast á betra mati á lýðfræðilegum þáttum aukast líkurnar á að hver kynslóð fái greiddan sanngjarnan lífeyri. Þannig sé hvorki gengið á hlut þeirra sem eru komnir á lífeyri né þeirra sem eiga eftir að hefja töku lífeyris. Erfitt getur reynst að leiðrétta skekkju í ávinnslu réttinda á milli kynslóða langt aftur í tímann og því er mikilvægt að réttindatöflur séu uppfærðar miðað við bestu þekkingu á hverjum tíma.

Samhliða tryggingafræðilegu mati eru framkvæmd álagspróf þar sem áhrif ýmissa þátta, svo sem hliðrun líftaflna, aukning á örorkulíkum og lækkun núvirðingarvaxta, eru metin miðað við fyrirfram skilgreinda álagsþætti. Framtíðarstaða í tryggingafræðilegu mati er reiknuð út frá framtíðaríðgjöldum greiðandi sjóðfélaga og verðmati þeirra réttinda sem þær greiðslur leiða af sér samkvæmt gildandi réttindatöflum. Ef misræmi er á milli lýðfræðilegra forsendna í tryggingafræðilegu mati og þeirra sem réttindatöflur byggjast á leiðir það af sér mismun í framtíðarstöðu. Framtíðarstaða er því vísbending um hversu sjálfbær lífeyrissjóður er. Eftir því sem innflæði er meira skiptir framtíðarstaðan meira máli en fyrir lokaða sjóði með mjög lítið og hratt minnkandi innflæði skiptir framtíðarstaðan minna máli.

### Markaðsáhætta

Markaðsáhætta er hættan á fjárhagslegu tapi eða óhagstæðum breytingum á fjárhagslegri stöðu sem stafa beint eða óbeint af sveiflum á virði eigna. Almennt á það við að sveiflur í verði haldast í hendur við vænta ávöxtun til lengri tíma og þar sem lífeyrisskuldbindingar eru jafnan til mjög langs tíma virðist rökrétt að lífeyrissjóðir taki á sig nokkra markaðsáhættu með von um hærri ávöxtun til lengri tíma. Einn mælikvarði á markaðsáhættu er staðalfrávik ávöxtunar þar sem gert er ráð fyrir normaldreifingu ávöxtunar en samkvæmt henni eru um 68% gilda innan við eitt staðalfrávik frá meðaltali.

Einn kostur við staðalfrávik sem áhættumælikvarða er hversu einfalt það er í útreikningi en hins vegar er ekki ljóst hversu mikið af sögulegum gögnum á að nota við mat á staðalfrávikum þar sem forsendur, svo sem vaxtastig og fleira, geta breyst með tímanum. Ein leið er að meta staðalfrávik út frá svokölluðu veldisvegnu meðaltali (jafna 6.1) þar sem nýjasta gildið hefur mest vægi í meðaltalinu en vægi minnkar eftir því sem gildin færast fjær í tíma. Þegar meðaltal er uppfært með nýju gildi er fyrra meðaltalið margfaldað með ákveðnum stuðli (e. decay constant), til dæmis 0,95, og nýju gildi bætt við með vægi 0,05 (það er  $1 - \text{stuðull}$ ).

$$\bar{X}_{t+1} = \lambda * \bar{X}_t + (1-\lambda) * X_{t+1}$$

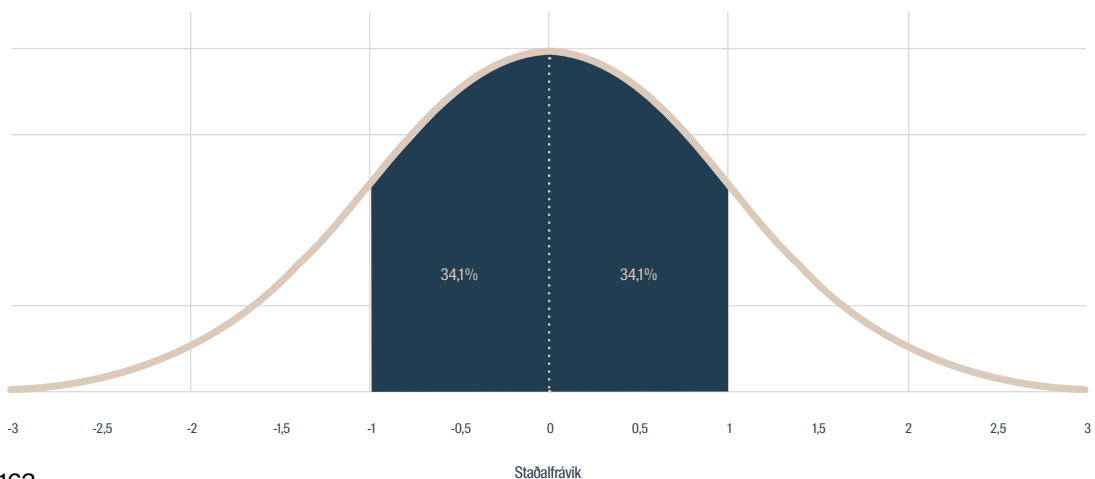
Þar sem  $\bar{x}_{t+1}$  er meðaltal á tíma  $t+1$ ,  $\lambda$  er stuðull,  $\bar{x}_t$  er meðaltal á tíma  $t$  og  $x_{t+1}$  er mæligildi fyrir tíma  $t+1$ . Með þessu móti er flöktið á markaðnum metið á hverjum tíma og stuðull  $\lambda$  er valinn þannig að staðalfráviknið endurspeglir ástand markaðarins á hverjum tíma en þó þannig að það sé grundvallað af nægilega mörgum mælingum.

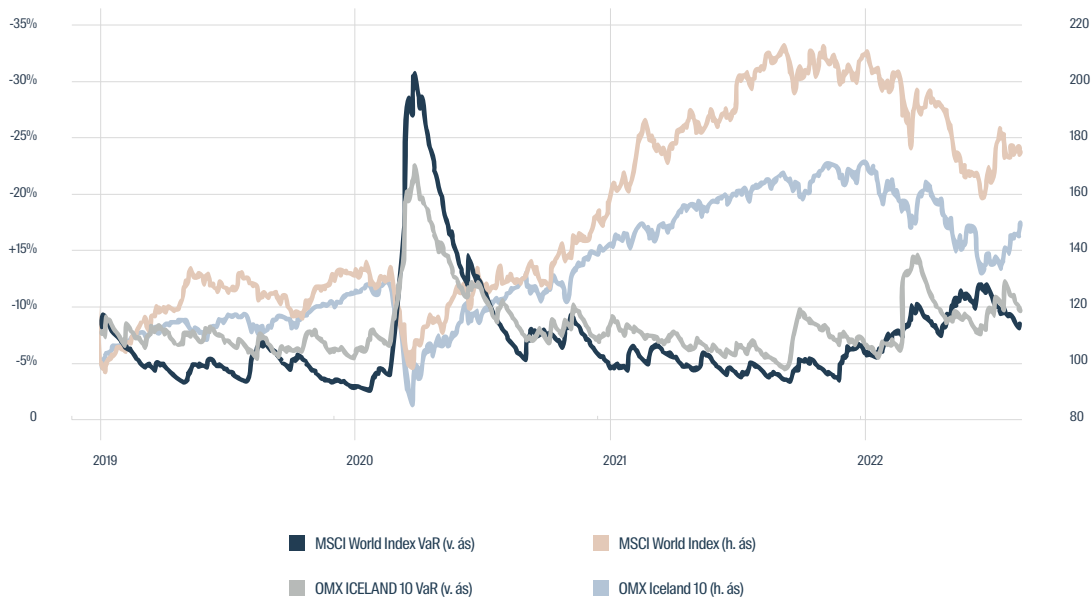
Hámarkstap á tilteknu tímabili við tiltekið öryggisbil er oft kallað fé í húfi (e. value at risk). Eins mánaðar fé í húfi miðað við 95% öryggisbil segir til um hversu mikið getur tapast á einum mánuði með 95% vissu. Þannig má búast við að í einum mánuði af hverjum tuttugu verði tapið meira. Á mynd 6.2 má sjá eins mánaðar fé í húfi miðað við 95% öryggisbil fyrir vísitölu innlendra hlutabréfa (OMX Iceland 10) og heimsvísitölu hlutabréfa (MSCI World Index) reiknað út frá veldisvegnum meðaltali með stuðul 0,95.

Annar mælikvarði á markaðsáhættu er álagspróf þar sem skoðað er hversu mikil áhrif fyrirfram gefin lækkun á ákveðnum eignaflokki hefur á heildarsafn. Eins er hægt að nota samsett álagspróf þar sem settar eru fram mismunandi sviðsmyndir fyrir fleiri eignaflokka og skoðað hver heildaráhrifin verða.

Vaxta- og endurfjármögnunaráhætta er hættan á að breytingar á vöxtum og lögun vaxtaferilsins leiði til lækkunar á virði skuldabréfa og að ekki verði hægt að fjárfesta í skuldabréfum á jafn hárrí ávöxtunarkröfu í framhaldinu. Til að fylgjast með vaxtaáhættu er hægt að framkvæma álagspróf sem segja til um áhrif fyrirfram skilgreindrar hækkunar ávöxtunarkröfu á heildareignir. Sérstaklega er vert að gefa vaxtaáhættu gaum í séreignardeildum þar sem markaðsvirði er reiknað út daglega. Vaxtaáhættu er stýrt með meðallíf-tíma skuldabréfa. Í tryggingafræðilegu mati eru skuldabréf hins vegar gerð upp á fastri kröfu en sveiflur í ávöxtunarkröfu og verði hafa áhrif á endurfjárfestingaráhættu samtryggingarsjóða, sérstaklega þeirra sem eru ört stækkandi.

Mynd 6.1  
Normaldreifing.





#### Mynd 6.2

Fé í húfi (VaR) innlendra og erlendra hlutabréfa frá 2019.

#### Eigna og skuldbindingajöfnuður

Eigna- og skuldbindingajöfnuður er hættan á að eignir mæti ekki skuldbindingum til lengri tíma, sem má til að mynda rekja til óhagstæðra markaðsbreytinga sem hafa önnur áhrif á eignir en skuldbindingar. Lífeyrisskuldbindingar eru jafnan til langs tíma og að fullu verðtryggðar en eignir eru það að jafnaði ekki. Dæmi um áhættuþátt sem hefur áhrif á bæði eignir og skuldbindingar er gjaldmiðlaáhætta. Styrking krónu dregur úr ávöxtun erlendra eigna en stuðlar jafnframt að lægri innlendra verðbólgu, sem heldur aftur af hækkun skuldbindinga sjóðsins. Eignir í erlendum myntum geta þannig unnið á móti verðtryggingarjöfnuði. Við gerð fjárfestingarstefnu skal taka tillit til skuldbindinga og horfa bæði til áhrifa á eignasafn og skuldbindinga þegar afstaða er tekin til einstakra eignaflokka.

#### Rekstraráhætta

Rekstraráhætta er hættan á fjárhagslegu tapi vegna ófullnægjandi innri kerfa, stefnu eða verkferla, háttsemi starfsmanna eða ytri þátta. Rekstraráhættu er stýrt með virku innra eftirliti sem samanstendur meðal annars af skjalfestum verkferlum, aðskilnaði starfa, ábyrgðum og heimildum starfsmanna, úttektum og öðrum innri reglum. Eftirfarandi eru dæmi um rekstraráhættuþætti í starfsemi lífeyrissjóða:

- Starfsmannaáhætta: Hætta á að uppsagnir eða veikindi starfsmanna leiði til rekstrarerfiðleika og/eða fjárhagslegs taps.
- Hætta á sviksemi: Hætta á að sviksemi starfsmanna rekstraraðila eða utanaðkomandi aðila leiði til fjárhagslegs taps.

- Upplýsingatækniahætta og öryggismál: Áhætta sem getur falist í röngum og/eða ófullnægjandi upplýsingum, tiltækileika upplýsinganna, rangri úrvinnslu þeirra, aðgangsheimildum og öðrum öryggismálum.
- Lög og reglur: Hætta á að sjóður starfi ekki í samræmi við lög og reglur, og/eða að lagabreytingar eða túlkun laga leiði til fjárhagslegs taps eða verði sjóðnum íþyngjandi á annan hátt.
- Skjalaáhætta: Hætta á ófullnægjandi skjalagerð eða að skjöl séu ekki aðgengileg og/eða vistuð á öruggan hátt.
- Áhætta vegna útivistunar: Áhætta sem felst í útivistunarsamningi, þar með taldir hagsmunaárekstrar sem skapast geta milli sjóðs og útivistunaraðila.
- Upplýsingaáhætta: Hætta á að upplýsingar sem sjóður lætur frá sér gefi villandi mynd eða leiði til ákvarðanatöku sjóðfélaga á röngum forsendum.
- Verkferlar og framkvæmd: Hætta á að mistök starfsmanna, ófullnægjandi verkferlar eða það að verkferlum sé ekki fylgt leiði til fjárhagslegs taps.
- Úrskurðaráhætta lífeyris: Hætta á að lífeyrisúrskurðir séu ekki samkvæmt samþykktum sem getur leitt til endurkrafna eða ofgreiðslu lífeyris og gefið ranga mynd af stöðu sjóðs.

### **Stjórnarhættir**

Stjórnarhættir snúa að samskiptum, hlutverkum og ábyrgð stjórnar, stjórnenda og starfsmanna sín á milli og gagnvart öðrum hagsmunaaðilum og hvernig þessir aðilar vinna sameiginlega að því að ná fram markmiðum lífeyrissjóðsins. Stjórnarhættir fela í sér fylgni við góðar venjur og viðmið sem varða markmið og stefnur lífeyrissjóðs, hvernig rekstur hans er skipulagður, skilgreiningu á hlutverkum og ábyrgð, virkni innra eftirlits og hvernig upplýsingaflæði er háttað innan sjóðsins.

### **Mótaðilaáhætta**

Mótaðilaáhætta er hættan á fjárhagslegu tapi sökum þess að mótaðili uppfyllir ekki skuldbindingar sínar. Áhættan ræðst bæði af líkum á greiðslufalli og áætluðum endurheimtum ef til greiðslufalls kemur. Vægi einstakra mótaðila/útgefenda og tengdra aðila í heildareignum er einn mælikvarði á mótaðilaáhættu en takmarkanir eru í lögum um vægi stakra aðila sem fara meðal annars eftir tegund mótaðila og tegundum fjármálagerninga.

### **Lausafjáraáhætta**

Lausafjáraáhætta er hættan á að lífeyrissjóður hafi ekki yfir nægu lausu fé að ráða til að standa undir skuldbindingum sínum eða þurfi að selja eignir á óviðunandi verði. Fyrir samtryggingarsjóði er fjárstreymi til meðallangs tíma nokkuð fyrirsjáanlegt þar sem greiðslur út úr sjóðnum eru að langstærstum hluta lífeyrisgreiðslur, sem fara eftir samþykktum. Meiri óvissa er í séreignarsjóðum þar sem sjóðfélagar geta í mörgum tilvikum flutt inneign sína á milli

vörsluaðila eða tekið út stórar fjárhæðir í eingreiðslu. Ein leið til að fylgjast með lausafjánhættu er að flokka eignir í seljanleikaflokka eftir því hversu auðvelt er að breyta þeim í laust fé.

### **Samþjöppunaráhætta**

Samþjöppunaráhætta er hættan á auknu fjárhagslegu tapi vegna of mikillar samþjöppunar eigna. Hægt er að fylgjast með samþjöppunaráhættu með því að flokka eignir eftir mismunandi undirliggjandi orsakabáttum, svo sem landfræðilegum, atvinnugreinum, tegundum mótaðila og fleira. Þannig er fylgst með hlutdeild hvers og eins orsakabáttar í eignasafni.

### **Aðrir áhættuþættir**

- Orðsporsáhætta: Hættan á að hnekkir á orðspori sjóðs leiði til fjárhagslegs taps getur falist í allri starfsemi og ákvörðunum varðandi rekstur lífeyrissjóða. Undir þetta falla meðal annars fjárfestingar, lífeyrisúrskurðir, upplýsingagiöf og rekstartengd málefni. Þannig ætti að líta til orðsporsáhættu þegar ákvarðanir eru teknar, til dæmis um fjárfestingar. Allir starfsmenn þurfa að vera meðvitaðir um orðsporsáhættu og hvernig hún tengist þeirra daglegu störfum. Til þess að svo megi verða eru kynningar á áhættustefnu ásamt öðrum stefnum og helstu verkferlum nauðsynlegar. Orðsporsáhætta er þannig nátengd áhættumeningu, sem innleidd er með kynningum og skýrum skilaboðum frá stjórnendum.
- Umhverfisáhætta: Hættan á að fjárfestingar leiði til neikvæðrar þróunar umhverfis, svo sem hitastigs og loftlags, með auknum útblæstri koltvísyrings.

### **Eigið áhættumat**

Lífeyrissjóður skal að minnsta kosti árlega og í hvert sinn þegar mikil breyting verður á áhættusniði hans framkvæma eigið áhættumat, skv. 3. mgr. 36. gr. e. lífeyrissjóðalaganna. Í áhættumatinu skal horft til helstu áhættuþátta sem greindir hafa verið í starfsemi lífeyrissjóðsins, möguleg áhrif þeirra metin og greint frá þeim aðgerðum sem lífeyrissjóðurinn hyggst grípa til ef áhætta raungerist. Skýrsla um framangreint áhættumat skal kynnt stjórn og henni skal skilað til Fjármálaeftirlitsins. Nánar er fjallað um eigið áhættumat í III. kafla reglugerðar nr. 590/2017 um eftirlitskerfi með áhættu lífeyrissjóða. Stjórn lífeyrissjóðs ber ábyrgð á að matið sé framkvæmt og skal það taka mið af eðli og umfangi sjóðsins. Við upphaf að gerð eigin áhættumats ákveður stjórn, að fengnum tillögum frá framkvæmdastjóra og ábyrgðarmanni áhættustýringar, áhersluþætti hverju sinni. Þegar drög að eigin áhættumati sjóðsins liggja fyrir lætur stjórn reyna á niðurstöður þess með spurningum til þeirra sem framkvæmdu matið og ræðir forsendur og niðurstöður þess á gagnrýnan hátt. Lífeyrissjóður skal taka tillit til niðurstaðna eigin áhættumats í störfum sínum, svo sem við ákvarðanatöku og við gerð áhættustefnu og fjárfestingarstefnu.

Lífeyrissjóður skal þróa verkferla og verklag við áhættumatið, þar sem meðal annars eru skilgreind hlutverk þeirra sem koma að matinu. Eigið áhættumat skal taka tillit til allra viðeigandi áhættuþátta, vera framsýnt og í samræmi við rekstur og stefnur lífeyrissjóðsins. Eigið áhættumat lífeyrissjóðs skal að minnsta kosti ná til eftirfarandi atriða, sbr. 10. gr. reglugerðar nr. 590/2017:

- Greina skal helstu áhættuþætti í rekstri sjóðsins, meta fylgni þeirra og hvernig áhættutaka fellur að skuldbindingum sjóðsins. Að lokinni greiningu áhættuþátta skal lífeyrissjóður meta áhrif hvers áhættuþáttar út frá líkindum þess að áhættan raungerist og áhrifum á eignir og skuldbindingar lífeyrissjóðsins.
- Þar sem lífeyrissjóður reiðir sig á aðgerðir stjórnenda og starfsmanna við mildun áhættu skal framkvæma sviðsmyndagreiningu á áhrifum slíkra aðgerða.
- Framkvæma skal álagspróf, næmigreiningar og athuganir á viðnámsþrótti eftir því sem við á.
- Greina skal forsendur tryggingafræðilegrar stöðu og þætti sem hafa áhrif á breytingar á henni á milli ára.
- Skipuleggja skal þær aðgerðir sem lífeyrissjóður hyggst grípa til ef áhætta raungerist.

Þegar eigið áhættumat hefur verið kynnt stjórn lífeyrissjóðs skal kynna niðurstöður fyrir viðeigandi starfsmönnum ásamt þeim ályktunum sem draga má af ferlinu.

### **Áhættustýringarstefna**

Auk áhættustefnu, sem er skjalfest stefna stjórnar um áhættu í starfsemi lífeyrissjóðsins sem hún er reiðubúin að taka í samræmi við markmið og framtíðarsýn sjóðsins, skal lífeyrissjóður setja sér áhættustýringarstefnu. Ábyrgðaraðili áhættustýringar leggur til áhættustýringarstefnuna sem lýsir þeim aðferðum sem lífeyrissjóðurinn styðst við til að meta þá áhættuþætti sem áhættustefnan tekur til. Lýsing á því hvernig eignasafn sjóðsins er vakt að með tilliti til heimilda í fjárfestingarstefnu og lögum, innri gæðaúttektir og yfirlit yfir skýrslugjöf til stjórnar eru dæmi um það sem má finna í áhættustýringarstefnunni. Stefnan inniheldur jafnframt skilgreiningar á hlutverkum og ábyrgð stjórnar, framkvæmdastjórnar og annarra aðila er koma að framkvæmd hennar. Áhættustýringarstefnu skal endurskoða að lágmarki árlega og í hvert sinn sem markverðar breytingar verða á áhættusniði lífeyrissjóðs. Áhættustýringarstefna skal að minnsta kosti ná yfir:

- Lýsingu á helstu áhættuþáttum sem felast í rekstri lífeyrissjóðsins, aðferðafræði sem lífeyrissjóðurinn styðst við til að meta áhættu og hvenær áætlað er að endurskoða áhættustýringarstefnuna.
- Hlutverk stjórnar og framkvæmdastjóra með hlöðsón af áhættustýringu.

- Hlutverk og ábyrgð starfssviðs áhættustýringar, þar með talið ábyrgðaraðila áhættustýringar.
- Upplýsingar um þá aðila sem sinna stjórnun einstakra áhættuþátta eftir því sem við á og hlutverk þeirra.
- Hvernig lífeyrissjóðurinn tryggir að allir starfsmenn séu meðvitaðir um mikilvægi eftirlitskerfis og hvernig lífeyrissjóðurinn áætlað að innleiða viðeigandi áhættumeningu meðal starfsmanna sjóðsins.

### **Skipulag eftirlitskerfis**

Eftirlitskerfi lífeyrissjóðs skal skipulagt þannig að lífeyrissjóður meti áhættu með áreiðanlegum hætti og sjóðurinn þoli þá áhættu sem hann er reiðubúinn að taka samkvæmt 7. gr. reglugerðar nr. 590/2017. Jafnframt skal eftirlitsaðilum gert kleift að meta hvort fullnægjandi eftirlitskerfi sé til staðar. Kerfið skal vera órjúfanlegur hluti af rekstri lífeyrissjóðsins, tengjast ákvörðunarferlum hans og vera í samræmi við eðli og umfang hans. Það skal þó að lágmarki innihalda:

- Áhættustefnu.
- Áhættustýringarstefnu.
- Starfssvið áhættustýringar.
- Fullnægjandi og skjalfesta innri ferla sem gera lífeyrissjóðnum kleift að greina, meta, vakta og stýra áhættu í starfsemi sjóðsins.
- Skýrt skilgreind hlutverk starfsmanna, skjalfest í starfslýsingum, þar sem fram kemur hlutverk starfsmanns og samskiptaleiðir vegna skýrslugjafar í tengslum við stjórnun áhættuþátta í starfsemi lífeyrissjóðsins.
- Endurskoðun á innri ferlum eftirlitskerfis lífeyrissjóðsins til að tryggja að áhættustýring sé ávallt virk.

Lífeyrissjóður skal tryggja að nægilegt fjármagn og mannaflí sé veitt til eftirlitskerfisins, svo að það sé fullnægjandi með hliðsjón af eðli og umfangi lífeyrissjóðsins.





## Áhættunefnd Landssamtaka lífeyrissjóða – hlutverk, starfsemi og helstu áherslur

Rebekka Ólafsdóttir



Rebekka Ólafsdóttir,  
forstöðumaður áhættueftirlits  
og persónuverndarfulltrúi hjá  
Gildi lífeyrissjóði og formaður  
áhættunefndar Landssamtaka  
lífeyrissjóða.

Störf áhættustjóra lífeyrissjóða taka stöðugum breytingum og oft standa nefndarmenn frammi fyrir sambærilegum áhættum og áskorunum. Því er mikilvægt að hafa vettvang til að skiptast á skoðunum, læra hvert af öðru og nýta samlegðaráhrif þegar hægt er. Á fundum áhættunefndar hafa allir sjóðirnir fulltrúa til að koma faglegum sjónarmiðum og hugmyndum á framfæri. Slíkt er gagnlegt í fjölbreyttum verkefnum nefndarinnar, t.d. við rýni á breytingum laga og reglna er varða eftirlitskerfi með áhættu lífeyrissjóða.

Áhættustýringu sjóðanna er ætlað að stuðla að upplýstri ákvarðanatöku og bættri áhættuvitund. Markmið sjóðanna er að hámarka áhættuvigtaða ávöxtun til langs tíma fyrir meðalsjóðfélaga sína að teknu tilliti til allra áhættuþátta. Áhættu þarf ekki endilega að forðast heldur þurfa sjóðirnir að skilja þær áhættur sem til staðar eru, fá viðeigandi áhættuálag fyrir áhættutökuna, huga að viðeigandi áhættudreifingu hverju sinni og gæta þess að uppbygging eignasafnsins í heild taki mið af skuldbindingum. Byggja þarf ákvarðanir sjóðsins á bestu fáanlegu upplýsingum hverju sinni og því felst grunnur að góðri áhættustýringu í gæðum gagna og aðgengi að þeim. Þessu til stuðnings var sérstök undirnefnd um gagnamál stofnuð árið 2022 til að nýta betur krafta nefndarfólks í gagnaflóði nútímans. Einnig mun nefndin koma að stefnumótun varðandi aukna gagnaöflun og rannsóknir á vegum Landssamtaka lífeyrissjóða.

Mikil áhersla verður lögð á gögn tengd áhættustýringu í UFS-þáttum næstu misseri. Mikil þörf er á því að skilja betur umhverfis- og samfélagslegt fótspor fjárfestinga lífeyrissjóðanna. Ýmis viðmið og staðlar hafa þróast sem fyrirtæki geta nýtt við upplýsingagjöf en staðlar milli landa og geira eru oft ólíkir. Því er upplýsingamiðlun fyrirtækja og sjóða um sjálfbærnimál misáreiðanleg og ekki nægjanlega samræmd. Áhersla áhættunefndar á

næstunni verður því á að reyna að auðvelda samanburð slíkra upplýsinga.

Þegar umræðan snýr að gögnum er erfitt að horfa fram hjá tryggingafræðilegri stöðu samtryggingardeilda sjóðanna. Mikill vilji hefur verið síðustu ár til að rýna betur tryggingafræðilegar forsendur og útreikning innan sjóðanna ásamt því að stuðla að fjölgun tryggingastærðfræðinga með þekkingu á kerfinu. Til stendur innan áhættunefndar að taka út forsendur og útreikning á tryggingafræðilegri stöðu á áhættumiðaðan hátt til að meta hvort og hvar þörf sé á frekari úttektum. Undanfarið hefur nefndin m.a. rýnt forsendur og áhrif reglna um endurmat á skuldabréfum í tryggingafræðilegu mati sjóðanna og mun nefndin leitast við að þær verði endurskoðaðar. Einnig þarf að huga að lýðfræðilegri samsetningu innan sjóðanna og hvernig þróun á henni getur haft áhrif í tryggingafræðilegri úttekt. Jafnframt er þörf á að rýna nánar hvort 3,5% raunvaxtaviðmið sé raunsætt til framtíðar.

Áhættustjórastarfinu fylgja mikil samskipti við eftirlitsaðila og sífelld aukning er á gagnaskilum til þeirra. Nauðsynlegt er að viðhalda opnum samskiptum milli sjóðanna og eftirlitsaðila og að vinna saman að því að upplýsingagjöfin sé byggð á skýrum forsendum, skilvirk og samanburðarhæf. Það er okkur öllum í hag að áhættueftirlit hjá eftirlitsaðilum byggist á réttum og samanburðarhæfum upplýsingum og mun áhættunefndin beita sér fyrir því.

Sjóðirnir standa um þessar mundir frammi fyrir krefjandi viðfangsefni vegna aldursþróunar þjóðarinnar og því þurfa eignir sjóða að duga lengur en áður. Á vegum áhættunefndar er fjallað um innleiðingu á nýjum töflum um hækkandi lífslíkur og rætt um mismunandi nálganir sem tryggingastærðfræðingar hafa lagt til við aðlögun á réttindum sjóðfélaga.

Lífeyrissjóðirnir eiga enn mikið inni í sjálfvirknivæðingu og einföldun ferla innan kerfisins og eru farnir að leggja mikla áherslu þar á. Villuáhætta,

svikaáhætta og netöryggismál skipta líka sífellt meira máli í örri tækniþróun. Áhættunefndin mun aðstoða við þessi verkefni eins og kostur er.

Fram undan eru margvísleg verkefni en öll eiga þau það sameiginlegt að stuðla að bættu umhverfi lífeyrissjóðanna til framtíðar. ■

## Eftirlit

Eftirlit lífeyrissjóða er margbætt og fjölmargir koma að því. Helstu eftirlitsaðilar eru stjórn, framkvæmdastjóri, endurskoðunarnefnd, innri endurskoðun, ytri endurskoðun, tryggingastærðfræðingur og persónuverndarfulltrúi eða ábyrgðarmaður aðgerða gegn peningabætti sem getur gegnt stöðu regluvarðar hjá fjármálafyrirtækjum. Auk þessara aðila fer áhættustýring með eftirlit sem fjallað var um hér að framan og opinbert eftirlit er í höndum Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands.

### Stjórn

Í samræmi við 29. gr. lífeyrissjóðalaganna og reglugerðir þeim tengdar ásamt samþykktum sjóðsins ber stjórn lífeyrissjóðs ábyrgð á starfsemi hans. Ítarleg umfjöllun var um hlutverk stjórna lífeyrissjóða í öðrum kafla ritsins og því er hér stiklað á stóru. Stjórn lífeyrissjóðs skal hafa með höndum almennt eftirlit með rekstri, bókhaldi og ráðstöfun eigna sjóðsins. Hún setur sér jafnframt starfsreglur og gerir tillögur til breytinga á samþykktum sjóðsins á ársfundum.

Samkvæmt 2. mgr. 29. gr. lífeyrissjóðalaganna er stjórn lífeyrissjóðs heimilt að gera breytingar á samþykktum sjóðsins án þess að bera þær undir ársfund eins og mælt er fyrir um í 30. gr. og eftir atvikum í samþykktum einstakra lífeyrissjóða, ef þær leiða af órávikjanlegum ákvæðum laga eða reglugerða. Slíkt getur til dæmis gerst ef lágmarksiðgjald í lífeyrissjóð er hækkað í lögum og lífeyrissjóður er með neikvæða framtíðarskuldbindingu.

Samkvæmt 3. mgr. 29. gr. laganna annast stjórn lífeyrissjóðs meðal annars eftirfarandi verkefni:

- að ráða framkvæmdastjóra og ákveða laun og ráðningarkjör hans eða þeirra samkvæmt sérstöku erindisbréfi,



- að ráða forstöðumann endurskoðunardeildar eða semja við sjálfstætt starfandi eftirlitsaðila,
- að móta fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðsins, sbr. VII. kafla lífeyrissjóðalaganna,
- að setja reglur um upplýsingagjöf framkvæmdastjóra til stjórnar um rekstur, iðgjöld, réttindaávinning og ráðstöfun eigna sjóðsins.

### **Framkvæmdastjóri**

Framkvæmdastjóri starfar í samræmi við starfsreglur sem stjórn lífeyrissjóðs setur og ber hann ábyrgð gagnvart stjórn á að sjóðurinn starfi eftir lögum og reglum sem um hann gilda, að innra eftirlit sé samkvæmt skipulagi og áhættustýring sé fullnægjandi ásamt viðeigandi upplýsingagjöf og viðbrögðum.

### **Endurskoðunarnefnd**

Í samræmi við lög nr. 3/2006 um ársreikninga skal lífeyrissjóður hafa starfandi endurskoðunarnefnd sem er skipuð af stjórn lífeyrissjóðs og er undirnefnd hennar. Nefndarmenn skulu vera óháðir endurskoðendum sjóðsins og lífeyrissjóðnum sjálfum. Óháði nefndarmanna er metið af stjórn lífeyrissjóðsins í samræmi við skilgreiningu á óháðum stjórnarmönnum í leiðbeiningum um stjórnarhætti fyrirtækja. Hlutverk endurskoðunarnefndar er meðal annars eftirfarandi:

- Eftirlit með vinnuferli við gerð reikningsskila.
- Eftirlit með fyrirkomulagi og virkni innra eftirlits einingarinnar, innri endurskoðun ef við á og áhættustýring.
- Eftirlit með endurskoðun ársreiknings og samstæðureiknings einingarinnar.
- Mat á óháði endurskoðanda eða endurskoðunarfyrirtækis og eftirlit með öðrum störfum endurskoðanda eða endurskoðunarfyrirtækis.
- Að setja fram tillögu til stjórnar um val á endurskoðanda.

Nefndarmenn skulu hafa þekkingu og reynslu í samræmi við störf nefndarinnar og skal hið minnsta einn nefndarmanna hafa þekkingu og reynslu á sviði reikningsskila eða endurskoðunar.

### **Innri endurskoðun**

Í lífeyrissjóðalögnum er gerð sú krafa að endurskoðunardeild eða sjálfstætt starfandi eftirlitsaðili annist innri endurskoðun lífeyrissjóða. Innri endurskoðun skal vera hluti af skipulagi lífeyrissjóðs og þáttur í eftirlitskerfi hans. Sjálfstætt starfandi eftirlitsaðili er skilgreindur í 34. gr. laganna, þar sem segir að hann geti verið löggiltur endurskoðandi eða sá sem hlotið hefur viðurkenningu Fjármálaeftirlitsins.

Þegar um sjálfstætt starfandi eftirlitsaðila er að ræða skal stjórn lífeyrissjóðs gera skriflegan samning um framkvæmd innri endurskoðunar.

Eftirlitsaðili skal gera tillögu að skipulagi innri endurskoðunar sem lögð er fyrir stjórn lífeyrissjóðs til samþykktar og er skipulagið endurskoðað reglulega. Í 35. gr. laganna er síðan markaður rammi að eftirliti innri endurskoðunar eða eftirlitsaðila og segir að hann skuli meðal annars annast eftirfarandi verkefni:

- Hafa eftirlit með að skráning iðgjalda og lífeyrisréttinda sé samkvæmt lögum og samþykktum sjóðsins.
- Hafa eftirlit með að lífeyrisréttindi séu reiknuð í samræmi við lög og samþykktir sjóðsins.
- Gera tillögu til stjórnar um skipulagningu innra eftirlits og annast sérstakar úttektir á virkni innra eftirlits.
- Hafa eftirlit með að í viðskiptum með eignir lífeyrissjóðs sé endurgjald fyrir þær innt af hendi innan eðlilegra tímamarka.
- Hafa eftirlit með því að fjárfestingarstefnu sé fylgt og að ávöxtun eigna sé eðlileg.
- Hafa eftirlit með að iðgjöldum og öðru ráðstöfunarfé lífeyrissjóðs sé ráðstafað í samræmi við lög og samþykktir sjóðsins.

Fjármálaeftirlitið hefur sett nánari reglur nr. 577/2012 um endurskoðunardeildir og sjálfstætt starfandi eftirlitsaðila lífeyrissjóða. Eftirlitsaðgerðir eru jafnframt fólgnar í því að meta hvort kerfi áhættustjórnunar, eftirlits og stjórnunaraðferða sé fullnægjandi, árangursríkt og virki eins og til er ætlast, þannig að tryggt sé að:

- Áhætta sé greind með fullnægjandi hætti og henni stjórnað.
- Samskipti við opinbera aðila séu með eðlilegum hætti.
- Stjórnunar- og rekstrarupplýsingar séu nákvæmar, áreiðanlegar og tímanlegar.
- Gerðir starfsmanna samræmist stefnu, stöðlum og verklagsreglum lífeyrissjóðsins, auk þess að samrýmast gildandi lögum og reglum.
- Gæði og stöðugar umbætur séu samþætt verkferlum.
- Lög og reglugerðir sem snerta starfsemi lífeyrissjóðsins séu kunn og virt þar sem við á.

Eftirlitsaðili skal að lágmarki einu sinni á ári gera stjórn lífeyrissjóðs skriflega grein fyrir meginniðurstöðum aðgerða á sviði innri endurskoðunar og hvort ábendingum um úrbætur hefur verið hrundið í framkvæmd.

### **Ytri endurskoðun**

Ytri endurskoðendur eru jafnan kosnir á ársfundi lífeyrissjóðs, í samræmi við 96. gr. laga nr. 3/2006 um ársreikninga, og skulu þeir uppfylla hæfisskilyrði 3. gr. laga nr. 94/2019 um endurskoðendur og endurskoðun (hér eftir einnig „lög um endurskoðendur og endurskoðun“).

Upplýsingaskylda hvílir á endurskoðendum og má finna ákvæði um upplýsingagjöf til eftirlitsaðila í 41. gr. laga um endurskoðendur og endurskoðun. Leiðbeinandi tilmæli nr. 4/2015 fjalla í meginráttum um hvernig samskiptum og upplýsingamiðlun milli Fjármálaeftirlitsins og ytri endurskoðenda skuli háttað. Sem liður í milliliðalausum árangursríkum samskiptum geta fundir verið haldnir með Fjármálaeftirliti og ytri endurskoðendum í tengslum við undirbúning og lok endurskoðunar eftirlitsskylds aðila.

### **Tryggingastærðfræðingur**

Árlega framkvæmir tryggingastærðfræðingur athugun á tryggingafræðilegri stöðu samtryggingardeilda lífeyrissjóða. Tryggingastærðfræðingur framkvæmir einnig álagspróf þar sem áhrif á tryggingafræðilega stöðu lífeyrissjóðsins eru metin miðað við álagsþætti sem eru fyrirfram skilgreindir af Fjármálaeftirlitinu.

### **Regluvarsla**

Lífeyrissjóðum ber ekki lagaskylda til að vera með regluvörslu en margir hverjir kjósa það engu að síður. Regluvarsla styður lífeyrissjóði við að starfa í samræmi við regluverk og góða viðskiptahætti.

### **Peningaþvætti og fjármögnun hryðjuverka**

Lífeyrissjóði ber að viðhafa eftirlit og eftirfylgni í tengslum við lög nr. 140/2018 um aðgerðir gegn peningaþvætti og fjármögnun hryðjuverka. Samkvæmt áhættumati lögreglustjóra vegna peningaþvættis og fjármögnunar hryðjuverka falla lífeyrissjóðir í lægsta áhættuflokk og ekki eru dæmi um það hér á landi að lífeyrissjóðir hafi verið notaðir til þess að þvætta peninga. Helstu fyrirliggjandi ógnir eru í tengslum við lánveitingar lífeyrissjóðanna þar sem mögulegt væri að greiða lánið upp á skömmum tíma og síðan áhætta er tengist háum iðgjaldagreiðslum í séreignarsjóð hjá einstaklingi sem þegar hefði öðlast rétt til að fá innstæðuna greidda út, jafnvel með skattalega heimilisfesti erlendis. Tilkynningarskyldum aðilum er óheimilt að bjóða upp á nafnlaus viðskipti og ber að kanna áreiðanleika viðskiptamanna sinna í ákveðnum tilvikum. Fullnægjandi hefur þótt að lífeyrissjóðir framkvæmi einfaldaða áreiðanleikakönnun á sjóðfélögum.

Tilkynningarskyldum aðilum ber jafnframt að uppfylla tiltekna kröfur sem koma fram í lögum nr. 64/2019 um frystingu fjármuna og skráningu aðila á lista yfir þvingunaraðgerðir í tengslum við fjármögnun hryðjuverka og útbreiðslu geryðingarvopna. Fjármálaeftirlitið vekur sérstaka athygli á 4. og 7. gr. laganna í tengslum við frystingu eigna og ráðstafanir til að meta hvort viðskiptamenn séu á listum yfir þvingunaraðgerðir. Fjármálaeftirlitið fylgir eftir ákvæðum framangreindra laga og hefur heimildir til þess að beita viðurlögum komi í ljós að ákvæðum laganna eða reglugerða á grundvelli þeirra sé ekki framfylgt.



### **Persónuvernd**

Persónuverndarmálefnum hefur vaxið fiskur um hrygg síðustu ár í samræmi við lög nr. 90/2018 um persónuvernd og vinnslu persónuupplýsinga. Lífeyrissjóðir þurfa sem ábyrgðar- og vinnsluaðilar að gera viðeigandi tæknilegar og skipulagslegar ráðstafanir til að tryggja og sýna fram á að vinnsla persónuupplýsinga fari fram í samræmi við lög og reglugerð sem felur meðal annars í sér skráningu persónuverndarstefnu fyrir lífeyrissjóðinn. Feli lífeyrissjóður öðrum aðila vinnslu þarf sá vinnsluaðili að veita nægilegar tryggingar fyrir því að kröfur reglugerðarinnar séu uppfylltar og að vernd réttinda hins skráða sé tryggð.

### **Fjármálaeftirlitið**

Fjármálaeftirlitið skal fylgjast með að starfsemi eftirlitsskyldra aðila sé í samræmi við lög, reglugerðir, reglur eða samþykktir sem um starfsemina gilda. Fjármálaeftirlitið sinnir eftirliti meðal annars með því að afla rafrænna skýrsla frá eftirlitsskyldum aðilum í gegnum gagnaskilakerfi. Skilayfirlit yfir skýrslur og gögn sem lífeyrissjóðum ber að skila með reglulegum hætti til Fjármálaeftirlitsins má finna á vefsíðu þess.

Með heimild í lífeyrissjóðalögnum hefur Fjármálaeftirlitið sett reglur nr. 577/2012 um endurskoðunardeildir og sjálfstætt starfandi eftirlitsaðila lífeyrissjóða. Reglurnar gilda um þá sem annast innra eftirlit hjá lífeyrissjóðum. Gerð er krafa um að þeir aðilar sem annast innri endurskoðun hjá lífeyrissjóði skuli vera faglega hæfir og óháðir í störfum sínum. Fjármálaeftirlitið gerir þó oft athuganir að eigin frumkvæði á tilteknum þáttum í rekstri lífeyrissjóða.

### **Innra eftirlit**

Innra eftirlit er hluti af skipulagi lífeyrissjóða og þáttur í eftirlitskerfi þeirra. Um er að ræða samheiti yfir þær aðferðir sem stjórnendur hafa innleitt til að ná markmiðum um:

- Árangur og skilvirkni í starfsemi lífeyrissjóðs
- Áreiðanlegar og tímanlegar fjárhagsupplýsingar
- Að farið sé að gildandi lögum og reglum

Þannig felur innra eftirlit í sér skipulagningu og samhæfingu allra þátta innan lífeyrissjóða með það í huga að tryggja örugga og markvissa skráningu bókhalds, koma í veg fyrir tjón vegna mistaka eða misferlis og stuðla að því að stefnu stjórnenda sé framfylgt. Innra eftirlit felur jafnframt í sér eftirlitsaðgerðir sem endurskoðunardeildir lífeyrissjóða eða sjálfstætt starfandi eftirlitsaðilar framkvæma. Það er ekki raunhæft að gera ráð fyrir gallalausum innra eftirliti. Virkni einstakra aðgerða í innra eftirliti ræðst af mótun og viðhaldi eftirlitsþátta í starfseminni. Innra eftirlit takmarkast þó ekki við ákveðna þætti innan lífeyrissjóða, heldur er það breytilegt eftir eðli þess sjóðs sem um er að ræða.

Árangursríkt innra eftirlit nær til eftirfarandi sviða:

- Eftirlitsumhverfi. Með eftirlitsumhverfi lífeyrissjóðs er átt við stjórn-skipulag og almenna afstöðu stjórnenda til nauðsynjar þess að í sjóðnum sé komið á skilvirku innra eftirliti. Gott eftirlitsumhverfi getur til dæmis auðkennst af því að til séu skilgreindir eftirlitsþættir sem skráðir eru kerfisbundið þannig að stjórn og stjórnendur hafi sífellt heildaryfirsýn yfir megineftirlitsþætti vinnuferla. Annað dæmi er að til séu skriflegar starfslýsingar sem eru endurnýjaðar reglulega og að stjórnendur leggi áherslu á að fylgja eftir framkvæmd þessara skriflegu starfslýsinga.
- Áhættumat og áhættustjórnun. Stjórnendur lífeyrissjóða glíma við áhættuna af því að ná ekki settum markmiðum þeirra. Þá áhættu þarf að skilgreina skriflega á öllum stigum starfseminnar í stefnum og reglum og ákvarða hversu mikla áhættu er viðunandi að taka. Stjórnendur eru líklegir til að láta þungann af innra eftirliti ná til þeirra þátta sem þeir einbeita sér að og telja mikilvæga til þess að ná fram markmiðum í rekstri. Greina þarf og yfirfara þá áhættuþætti og þau frávik sem koma upp í starfseminni og ákveða hvernig bregðast skuli við þeim.
- Upplýsingakerfi og samskipti. Árangur innra eftirlits er háður samskipta- og upplýsingaflæði og mikilvægt er að upplýsinga-gjöf til stjórnar og opinberra aðila sé í góðum farvegi. Skilningur á samskipta- og upplýsingaflæði í lífeyrissjóðum auðveldar mat á því hvernig skipulagðar eftirlitsaðgerðir stjórnenda virka.
- Eftirlitsaðgerðir. Mikilvæg forsenda fyrir skilvirkni innra eftirlits felst í því að stjórnendur hafi skipulagt aðgerðir þar sem fylgst er með því að markmið innra eftirlits náist og tryggt sé að stjórnendur fylgist með. Aðgerðir við eftirlit má flokka á eftirfarandi hátt:
  - Afstemmingar og samanburður
  - Greiningaraðgerðir og gagnaskoðun
  - Varðveisla og meðferð fjármuna
  - Innra eftirlit upplýsingakerfa
  - Eftirlit með viðskiptaferlum

Eftirlitsaðgerðir eru sérstakar eða reglubundnar aðgerðir sem koma í veg fyrir eða upplýsa um villur eða misnotkun fjármuna. Eftirlitsaðgerðir má framkvæma á mismunandi stigum í starfseminni, með mismikilli nákvæmni. Bæði getur verið um handvirkt og vélrænt eftirlit að ræða. Þessar eftirlits-aðgerðir eru óaðskiljanlegur hluti af daglegu eftirliti til að takmarka áhættu og mikilvægt að þær séu endurskoðaðar reglulega og taki breytingum samhliða breytingum á verklagi.

### **Stjórnendaeftirlit og ábyrgð stjórnenda**

Tilgangurinn með stjórnendaeftirliti er að komast að því hvort innra eftirlit sé nægjanlega vel skipulagt og framkvæmt og hvort það sé skilvirkt. Sem

dæmi um stjórnunareftirlit má nefna afstemmingar og reglur um heimildir og samþykktir, stjórnun á aðgengi að eignum, aðgreiningu mikilvægustu ábyrgðarstarfa, reglur um verkaskiptingu, ábyrgð starfsmanna og að ábyrgð starfsfólks sé í samræmi við hæfni þess. Stjórnendur eru ábyrgir fyrir að koma á og viðhalda skipulagi innra eftirlits sem tryggja skal samræmi við stefnu stjórnenda og viðeigandi lög og reglugerðir. Stjórnendur lífeyrissjóða bera jafnframt ábyrgð á að ársreikningar séu í samræmi við lög og góða reikningsskilavenju ásamt því að lífeyrissjóður haldi fullnægjandi bókhald. Stjórnendur bera þá skyldu að upplýsa tímanlega innri og ytri endurskoðendur, stjórn lífeyrissjóðs og opinbera eftirlitsaðila um efnislega veikleika eða önnur atriði er ber að upplýsa um og varða innra eftirlit, rangfærslur í ársreikningum eða önnur sambærileg málefni.

### **Verklagsreglur**

Til að framfylgja reglum, stefnum og stuðla að samræmdu verklagi eru verklagsreglur og vinnulýsingar mikilvægur þáttur í starfsemi og rekstri lífeyrissjóða. Skipuleggja þarf og skrá viðurkennt og öruggt verklag sem inniheldur þær leiðbeiningar og starfsreglur sem fylgja skal.

### **Öryggi upplýsingakerfa**

Upplýsingakerfi gegna mikilvægu og sívaxandi hlutverki í rekstri lífeyrissjóða og hefur Fjármálaeftirlitið gefið út sérstök leiðbeinandi tilmæli um rekstur þeirra, sbr. leiðbeinandi tilmæli nr. 1/2019 vegna áhættu við rekstur upplýsingakerfa eftirlitsskyldra aðila. Til að tryggja öryggi upplýsingakerfa þarf stjórnun, skipulag og eftirlit að vera með markvissum og formföstum hætti. Til að ná því fram ætti að huga að eftirfarandi atriðum:

- Áhættugreiningu og áhættumati
- Viðbúnaðarumgjörð
- Breytingastjórnun
- Útvistun
- Öryggismálum
- Frávikaskráningu og tilkynningum

Við framkvæmd eftirlits vegna þessara leiðbeinandi tilmæla tekur Fjármálaeftirlitið tillit til stærðar, eðlis og umfangs reksturs upplýsingakerfa eftirlitsskylds aðila. Lífeyrissjóðum þar sem hrein eign til greiðslu lífeyris er hærrí en 100 milljarðar króna og virkir iðgjaldagreiðendur og lífeyrisþegar eru samanlagt fleiri en 10 þúsund ber, án undantekninga, að fylgja þeim viðmiðum sem fram koma í tilmælunum. Fjármálaeftirlitið beinir því til eftirlitsskyldra aðila að fela innri endurskoðanda eða óháðum aðila að framkvæma úttekt á fylgni við þessi tilmæli.

### **Áhættugreining og áhættumat**

Greina og meta þarf áhættu vegna upplýsingakerfa þar sem framkvæmd

og niðurstaða er skjalfest með tillögum til úrbóta og eftirfylgni vegna þeirra. Jafnframt þarf að búa yfir ferlum til að vakta og lágmarka líkur á því að áhætta raungerist og setja þarf viðmið fyrir ásættanlega áhættu.

Áhættumat felur í sér að skilgreina upplýsingar, kerfi og meta mikilvægi áhættu og þær ráðstafanir sem gerðar eru til verndar upplýsingum. Áhættumat er grunnþáttur í upplýsingaöryggi og áhættustýringu.

Flestir staðlar um stjórnun upplýsingaöryggis leggja áherslu á að öryggisstig og ráðstafanir séu ákvörðuð út frá áhættumati. Það skiptir miklu máli að stjórnendur hafi væntingar og geri kröfur um hvernig öryggismál eru skilgreind og innleidd, þannig að þeirri áhættu sem steðjar að upplýsingakerfum sé hægt að mæta og leysa á viðunandi hátt. Áhættumati þarf að viðhalda með reglubundnum hætti svo að breytingum í rekstri og/eða nýrri áhættu sé mætt á viðunandi hátt. Hentugt getur verið að framkvæma áhættumat ef sjóðurinn stendur frammi fyrir:

- Breytingum á stefnu
- Aðlögun að breytingum á markaði
- Innleiðingu nýrrar tækni
- Samræmingu eða sjálfvirkni verkferla og starfsreglna
- Samstillingu innra eftirlits og öryggismála

Áhættumat veitir nauðsynlega yfirsýn auk þess að skapa sameiginlega umgjörð um skoðana- og tjáskipti varðandi öryggis- og eftirlitsstig. Áhættumat skjalfestir einnig samhengið á milli þeirrar hættu sem steðjar að upplýsingum og ráðstafana sem gerðar eru til varnar þeim, ásamt mati á hversu áhrifaríkar þær eru. Heildstæð greining á væntingum og kröfum til upplýsingaöryggis á að tryggja að:

- Stjórnendur og starfsfólk á öllum stigum hafi skilning á áhættuþáttum og mikilvægi upplýsingaöryggis fyrir starfseminna.
- Stjórnendur leggi áherslu á þau svið sem hafa mesta þýðingu.
- Ferli fari í gang sem gera sjóðunum kleift að framkvæma áhættumat, viðhalda því og nota þá þekkingu til sífелldra aðlagana í upplýsingaöryggi.
- Grundvöllur myndist fyrir samræmingu öryggisstefnu og viðlagaáætlana.

Þegar búið er að gera áhættumat er mögulegt að ákveða viðunandi öryggisstig. Stjórnendur verða svo færir um að endurmeta og aðlaga öryggisstigið reglulega, til dæmis vegna breytinga á stjórnskipulagi, kerfum og uppbyggingu tæknimála.

### **Viðbúnaðarumgjörð**

Viðbúnaðarumgjörð á að taka til mikilvægra upplýsingakerfa sem skilgreind eru í áhættumati og er hugsuð til að bregðast við og lágmarka áföll sem

koma upp í rekstri þar sem hlutverk, ábyrgð, verkefni og áhættuliðir eru skilgreind. Eftirlitsskyldum aðilum ber að hafa áætlun um samfelldan rekstur sem skal að mati Fjármálaeftirlitsins meðal annars ná til eftirfarandi atriða:

- Yfirsýnar yfir upplýsingakerfin sem áætlunin nær til.
- Lýsingar á viðbrögðum við ólíkum sviðsmyndum áfalla.
- Skýrra viðmiða um gangsetningu á viðbrögðum við áfalli.
- Ásættanlegra tímamarka rekstrarstöðvunar áður en gripið er til viðbragða við áfalli.
- Verkerla til að koma rekstri upplýsingakerfa aftur í gang.
- Yfirsýnar yfir ábyrgðarsvið og gangsetningarferla viðbragða við áfalli.
- Upplýsingagjafar til stjórnar, starfsmanna, birgja, viðskiptavina, opinberra stjórnvalda og fjölmiðla.

### ***Breytingastjórnun***

Breytingar varðandi rekstur upplýsingakerfa skulu samþykktar af viðeigandi aðilum og skriflegir ferlar skulu vera til staðar í tengslum við þróun, prófun, innleiðingu og viðhald upplýsingakerfa. Kveða þarf á um aðskilnað þróunar- og prófunarumhverfis frá raunumhverfi og frávik skráð sem koma upp þegar kerfi eru tekin í notkun eða breytingar gerðar í raunumhverfi.

### ***Útvistun***

Þriðji aðili sem fenginn er til að sinna verkefnum vegna upplýsingakerfis eftirlitsskylds aðila líkt og lífeyrissjóða skal vera upplýstur um efni tilmæla nr. 1/2019 vegna áhættu við rekstur upplýsingakerfa eftirlitsskyldra aðila. Skriflegir samningar eða sambærilegt fyrirkomulag skal vera til staðar milli aðila þar sem fram skulu koma ákvæði til að lágmarka rekstraráhættu, svo sem ákvæði um hvaða þjónustu skal inna af hendi, þagnarskyldu, aðgang að gögnum og ákvæði um útgönguáætlun eftirlitsskylda aðilans.

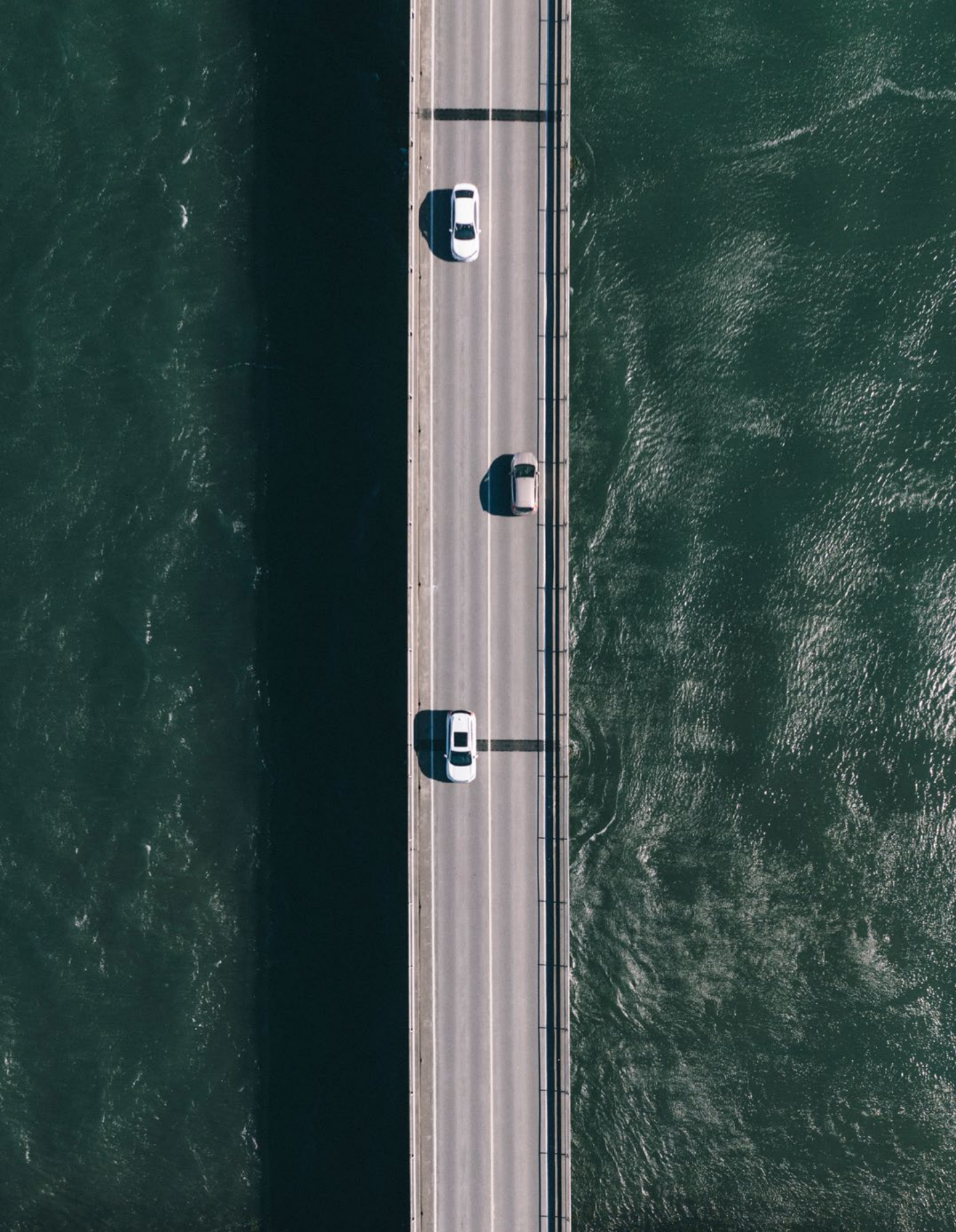
### ***Öryggismál***

Áhersla er lögð á skjalfest verklag í tengslum við öryggismál upplýsingakerfa auk öryggisafritunar af gögnum og upplýsingakerfum og þurfa öryggisafrit að uppfylla ákveðin skilyrði skv. 36. gr. leiðbeinandi tilmæla nr. 1/2019 Fjármálaeftirlitið leggur mikið upp úr því að það hafi aðgengi að gögnum eftirlitsskylds aðila eftir því sem við á í tengslum við eftirlitshlutverk sitt skv. 1. mgr. 8. gr. laga nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi sem og eftirlitsákvæðum sérlaga.

Kröfur um netöryggi til að lágmarka tjón vegna netárása hafa aukist jafnt og þétt síðustu ár, sem og mikilvægi þess að vernda kerfi og upplýsingar gegn netógnum og sviksemi. Fræðsla til að auka þekkingu starfsmanna á netógnum og sviksemistilraunum er mikilvægur þáttur öryggismála. Mikilvægt er því að til staðar sé fræðsluáætlun vegna öryggismála hjá eftirlitsskyldum aðilum.

### ***Frávikaskráning og tilkynningar***

Skriflegir ferlar skulu vera til staðar í tengslum við meðhöndlun frávika í rekstri upplýsingakerfa, þar með taldar tilkynningar um frávik til Fjármálaeftirlitsins. Frávik skulu vera rekjanleg og mælanleg. Leiðbeiningum sem finna má í þjónustugátt Fjármálaeftirlitsins um skil frávikatilkynninga og framvindu-skýrslu skal fylgja.





## Starfsfyrirkomulag lífeyrissjóða

Ólafur K. Ólafs



Ólafur K. Ólafs, framkvæmdastjóri Lífeyrissjóðs bænda.

Í 1. gr. laga nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða kemur fram að öllum launamönnum og þeim sem stunda atvinnurekstur eða sjálfstæða starfsemi er rétt og skylt að tryggja sér lífeyrisréttindi með aðild að lífeyrissjóði frá og með 16 ára til 70 ára aldurs.

Starfsemi lífeyrissjóðs skal lúta að móttöku, varðveislu og ávöxtun iðgjalda og greiðslu lífeyris. Lífeyrissjóður skal ekki hafa með höndum aðra starfsemi en þá sem nauðsynleg er til að ná þeim tilgangi. Hlutverk lífeyrissjóðs er að greiða sjóðfélögum elli- og örorkulífeyri og aðstandendum þeirra maka- og barnalífeyri eftir ákvæðum samþykka sjóðsins.

Sjóðfélagi aflar réttinda til lífeyris með því að greiða iðgjöld til lífeyrissjóðs yfir starfsævi sína. Lífeyrisgreiðslur til sjóðfélaga eru háðar atvikum er tengjast lífi og heilsu hans, atvikum sem ekki eru fyrirfram þekkt. Lífeyrisgreiðslur hvers sjóðfélaga vara að jafnaði í mörg ár eða áratugi og geta hafist áratugum eftir að réttindi til þeirra stofnuðust. Auk lífeyrisgreiðslnanna fylgja rekstri lífeyrissjóðsins óhjákvæmilega útgjöld vegna umsýslu eigna, innheimtu iðgjalda og útborgana á lífeyri.

Höfuðmarkmið lífeyrissjóða er að hámarka ávöxtun eigna innan ramma laga og fjárfestingarstefnu hvers sjóðs í þeim tilgangi að standa undir lífeyriskuldbindingum og hámarka réttindi sjóðfélaga sinna. Þar skiptir eignastýring og almenn fjárfestingarstarfsemi verulegu máli því mikilvægt er að vel takist til.

Persónuleg þjónusta og samskipti við sjóðfélaga eru mikilvæg hverjum lífeyrissjóði. Samhliða því er lögð áhersla á stöðuga þróun rafrænna dreifileiða sem veita möguleika á aukinni sjálfsafgreiðslu og persónu-miðaðri upplýsingagjöf í gegnum vefsíður og sjóðfélagavefi. Lífeyrissjóðir nýta sér samstarf við aðra lífeyrissjóði um samrekstur verkefna, svo sem um verðbréfa- og lífeyriskerfi.



Stærð lífeyrissjóðs getur ráðið því hvort eignastýring sjóðsins sé hjá lífeyrissjóðnum sjálfum eða hvort henni er útvistað til eignastýringaraðila. Stærstu lífeyrissjóðirnir hafa eigin eigna- og áhættustýringu.

Minni og meðalstórir lífeyrissjóðir geta náð fram aukinni hagræðingu með því að nýta sér útvistun á tilteknum þáttum í starfseminni, til að mynda í gegnum fjármálafyrirtæki. Þannig getur lífeyrissjóður gert samning við fjármálafyrirtæki um eignastýringu þar sem útvistunaraðillinn tekur fjárfestingarákvarðanir fyrir hönd lífeyrissjóðsins á grundvelli fjárfestingarstefnu viðkomandi sjóðs og eignastýringarsamnings milli lífeyrissjóðsins og fjármálafyrirtækisins. Með útvistun til fjármálafyrirtækis fæst aðgangur að þekkingu, reynslu og innviðum þess.

Um leið og eignastýring er útvistuð innan fjármálafyrirtækis myndast aðgangur að áhættustýringu fyrir eignasafnið. Mikilvægt er að traust sé til staðar og að útvistunaraðillinn beri ríka upplýsingaskyldu. Reglum lífeyrissjóða og útvistunaraðila um hagsmunaárekstra við útvistun er ætlað að draga úr hættu á hagsmunaárekstrum og verja hagsmunum lífeyrissjóðsins.

Greining á hagsmunaárekstrum í starfsemi lífeyrissjóðs er því mikilvægur hluti af skilvirku eftirlitskerfi lífeyrissjóðs sem nauðsynlegt er til að greina, meta, vakta og stýra áhættu í starfsemi sjóðsins, sbr. 1. mgr. 36. gr. e. laga nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða. ■



**Sjöundi kafli**  
**Aðrir þættir í rekstri lífeyrissjóða**

## Þjónusta

Að mörgu er að hyggja við rekstur lífeyrissjóða. Til viðbótar við þá þætti sem hefur verið fjallað um hér að framan þarf að huga að ýmsum öðrum rekstrarþáttum, svo sem þjónustu við bæði sjóðfélaga og launagreiðendur, bakvinnslu og bókhald. Auk þess má nefna að lífeyrissjóðum ber jafnframt skylda til að huga að ýmsum tölvukerfum sem halda utan um gríðarlegt umfang í rekstri sjóðanna.

Á undanförunum árum hefur innan lífeyrissjóða líkt og annars staðar verið horft til aukinnar stafrænnar þróunar og sjálfvirknivæðingar og þó nokkur framþróun hefur átt sér stað. Stafrænar lausnir hafa víða rutt sér til rúms og nú geta flestir gert samning um lífeyrissparnað, breytt um fjárfestingarleið eða sótt um útgreiðslu rafrænt. Sjálfvirknivæðing og stafrænar lausnir hafa náð bæði til framlínu og bakvinnslu sumra sjóða. Skilagreinar eru í langflestum tilvikum sendar rafrænt í gegnum launakerfi hvers launagreiðanda. Sjóðfélagar flestra lífeyrissjóða geta nú kannað stöðu lífeyrissparnaðar síns rafrænt og auk þess er margvíslegar upplýsingar að finna á vefsíðum sjóðanna.

Þegar hefðbundinn útgreiðslualdur nálgast bjóða margir sjóðir upp á fræðslufundi þar sem farið er yfir helstu útgreiðslumöguleika, útgreiðslureglur, skattamál og samspil greiðslna úr lífeyris- og séreignarsjóðum við greiðslur Tryggingastofnunar og fleira. Sumir kjósa að leita ráðgjafar um þá valkosti sem í boði eru, einkum til að auka möguleika sína á fjárhagslega ánægjulegum starfslokum. Í töflu 7.1 er leitast við að varpa ljósi á helstu þætti sem koma upp í tengslum við lífeyrismál á æviskeiði sjóðfélaga.

## Tafla 7.1

Æviskeið sjóðfélaga í lífeyrissparnaði.

Nánari upplýsingar og reglur er að finna í samþykktum lífeyrissjóða.

	Skyldulífeyrissparnaður	Viðbótarlífeyrissparnaður
Fyrsta innborgun	Greiðslur hefjast að frumkvæði launagreiðanda. Skylt er að greiða í lífeyrissjóð af launum allra 16–70 ára einstaklinga.	Greiðslur hefjast að frumkvæði launþega með undirritun samnings. Viðbótarlífeyrissparnaður er val launþega.
Val við innborgun í sjóð og/eða breytingar að ósk sjóðfélaga	Sumir launþegar hafa val um lífeyrissjóð. Hefðbundnir lífeyrissjóðir leggja áherslu á tryggingavernd og er iðgjaldi ráðstafað í samtryggingu. Blandaðir lífeyrissjóðir leggja áherslu á sveigjanleika og erfanleika og er iðgjaldi ráðstafað í samtryggingu, frjálsa séreign og bundna séreign, ef við á. Breyta má skyldusparnaðarleið hvenær sem er og eins fjárfestingarleið séreignar. Að auki er lífeyrissjóðum heimilt að bjóða upp á ráðstöfun allt að 3,5% skylduiðgjalds í tilgreinda séreign. Vörsluaðili sér um skráningu og framkvæmir breytingar.	Greiða má í hvaða séreignarsjóð sem er. Viðbótaríðgjaldi er ráðstafað í frjálsa séreign. Breyta má prósentu viðbótaríðgjalds hvenær sem er. Breyta má fjárfestingarleið hvenær sem er. Flytja má séreign á milli sjóða, sumir kjósa að sameina alla sína séreign í einn sjóð. Vörsluaðili sér um skráningu og framkvæmir breytingar.
Nýr launagreiðandi	Sjóðfélagi kannar hvort hann geti valið ósk lífeyrissjóð.	Sjóðfélagi tilkynnir vörsluaðila um nýjan launagreiðanda. Vörsluaðili sendir launagreiðanda samning sjóðfélaga.
Val um útgreiðslur ræðst að hluta af aðstæðum	Ellilífeyrir vegna aldurs: — Snemmtaka frá 60 ára — Viðmiðunaráldur 65–67–70 ára — Frestun til allt að 80 ára Maka- og barnalífeyrir vegna andláts. Örorku- og barnalífeyrir vegna orkutaps. Endurgreiðsla til erlendra ríkisborgara utan EES vegna brottflutnings frá Íslandi. Séreign er greidd út vegna aldurs, örorku og andláts. Bundin séreign er þó ekki greidd út vegna örorku.	Skattfrjáls ráðstöfun vegna íbúðakaupa og/eða inn á íbúðalán. Útgreiðsla frá 60 ára aldri. Útgreiðsla vegna andláts. Útgreiðsla vegna orkutaps. Endurgreiðsla til erlendra ríkisborgara utan EES vegna brottflutnings frá Íslandi.
Skipting	Sjóðfélagi og maka er heimilt að gera samning um skiptingu ellilífeyrisréttinda/ ellilífeyrisgreiðslna.	Sjóðfélagi og maka er heimilt að gera samkomulag um skiptingu frjálsrar séreignar.
Við íbúðakaup	Margir lífeyrissjóðir bjóða upp á lífeyrissjóðslán.	Sjóðfélagi er heimilt að ráðstafa viðbótaríðgjöldum skattfrjálst vegna íbúðakaupa og/eða inn á íbúðalán, samanber almenna úrræðið og úrræði fyrstu íbúðar.

# Spennandi framþróun í lífeyrismálum

Sigrún Hauksdóttir



Sigrún Hauksdóttir, forstöðumaður reksturs lífeyrissjóða hjá Arion banka.

Nánast er sama hvert lítið er, alls staðar keppast fyrirtæki við að bæta þjónustu með því að koma til móts við þarfir viðskiptavina fyrir skilvirkari, einfaldari og aðgengilegri þjónustu hvar og hvenær sem er. Á undanförunum misserum hafa stafræn bylting, sjálfvirknivæðing og þau tækifæri sem felast í breyttum tímum haft í för með sér ákveðnar breytingar á rekstri lífeyrissjóða hjá Arion banka.

## Stafrænar lausnir skila sér í betri þekkingu á lífeyrismálum

Stafræn vegferð í lífeyrismálum hjá Arion banka hefur frá upphafi snúist um að mæta þörfum sjóðfélaga og gera þjónustu tengda lífeyrismálum jafn aðgengilega og aðra nútímafjármálaþjónustu. Þjónusta við sjóðfélaga lífeyrissjóða í rekstri bankans hefur þannig tekið stakkaskiptum með bættum og einfölduðum rekstri sjóðanna.

Lífeyrissparnaður er að mörgu leyti eins og hver annar sparnaður. Í mörgum tilvikum er hann stærsta eign viðkomandi einstaklings. Því er mikilvægt að fólk sé meðvitað um eign sína, ávöxtun og stöðu í framtíðinni. Undanfarin misseri hefur tekist að auka aðgengi sjóðfélaga að upplýsingum í krafti stafrænnar þjónustu, ásamt því að bjóða upp á alla helstu þjónustupætti í Arion appinu. Á einfaldan hátt er hægt að fylgjast með stöðu og þróun lífeyrissparnaðar. Jafnframt geta sjóðfélagar t.d. stofnað til viðskipta, breytt fjárfestingarleið, tilkynnt um nýjan launagreiðanda og þá hefur afgreiðslutími styst til muna.

Lífeyrismál geta verið flókin og því kjósa sumir sjóðfélagar að fá aðstoð í formi ráðgjafar af hálfu sérfræðinga. Sú þjónusta hefur einnig þróast því auk þess sem öllum stendur til boða að mæta í fyrirfram bókaða ráðgjöf bjóða sjóðir í rekstri hjá Arion banka einnig upp á bókun fjarfunda með sérfræðingum. Netspjall er svo í boði fyrir einfaldari fyrirspurnir. Þannig tryggjum við, auk sjálfsafgreiðslu, persónulega þjónustu fyrir þau sem það kjósa.

Ánægja sjóðfélaga skiptir okkur höfuðmáli. Reglulega gerum við kannanir þar sem við spyrjum um ánægju með margvíslega þætti þjónustunnar og vitund fólks um lífeyrissparnað sinn. Niðurstöðurnar hvetja okkur til að halda áfram á sömu braut.

### **Sjálfvirknivæðing flýtir þjónustu og eykur öryggi**

Heilmörg tækifæri hafa opnast með aukinni sjálfvirknivæðingu en tæknin hefur verið nýtt til að endurhanna vinnuferli við rekstur sjóðanna. Þróun á þjarkalausnum (e. robot solutions) hefur til dæmis leitt til þess að ferli við að taka á móti nýjum sjóðfélögum í lífeyrissparnað hefur einfaldast til muna. Nú getur tilvonandi sjóðfélagi setið heima í stofu og skráð sig í lífeyrissparnað í Arion appinu. Þjarkinn tekur við og sendir skráningu í öll kerfi, ásamt því að senda upplýsingar til launagreiðanda sjóðfélaga. Þar með er heildarferlinu lokið. Sú nýja tilhögun að nýta þjarka hefur leitt til þess að skráning nýrra sjóðfélaga, breyting á fjárfestingarleið og aðrar algengar þjónustubeiðnir eru nú afgreiddar nánast í rauntíma. Jafnframt er hætta á villum við skráningu lágmörkuð.

Innra eftirlit er gríðarmikilvægt í rekstri allra lífeyrissjóða. Fram til þessa hefur starfsfólk lagt mikla vinnu í gagnaöflun, greiningu á upplýsingum, úrvinnslu og skýrslugerð enda er rík áhersla lögð á innri gæði í rekstri okkar. Þessi þáttur starfseminnar hefur tekið stakkaskiptum í sjálfvirknivæðingunni, sér í lagi með sjálfvirkum skýrslum. Samhliða hafa myndast tækifæri til að auka innra eftirlit enn frekar, t.d. með örari og fleiri úttektum og rauntímaupplýsingum um frávik.

### **Tækifæri með áframhaldandi tækniþróun**

Stafræna vegferðin hefur verið gefandi og afraksturinn ekki látið á sér standa. Mikil tækifæri felast í áframhaldandi stafrænni þróun og sjálfvirknivæðingu

tengdri þjónustu, rekstraráhættu og rekstrarkostnaði. Þessir þættir, ásamt góðri ávöxtun, eru lykilþættir í rekstri lífeyrissjóða. ■



## Bakvinnsla

Meðal helstu verkefna í bakvinnslu lífeyrissjóða eru iðgjaldaskráning, útgreiðslur lífeyrissparnaðar og innheimta iðgjalda.

### **Iðgjaldagreiðslur**

Launagreiðanda ber að halda eftir af launum iðgjaldshluta allra 16–70 ára launþega og standa skil á honum til lífeyrissjóðs ásamt iðgjaldshluta launagreiðanda. Ríkisskattstjóri hefur eftirlit með greiðslu iðgjalda. Launagreiðanda ber jafnframt að halda eftir af launum iðgjaldshluta þeirra launþega sem velja að greiða í viðbótarlífeyrissparnað og standa skil á honum til lífeyrissjóðs ásamt iðgjaldshluta launagreiðanda. Ríkisskattstjóri hefur ekki eftirlit með greiðslu viðbótariðgjalda þar sem viðbótarlífeyrissparnaður er val sjóðfélaga. Sjóðfélagi getur hins vegar óskað eftir að vörsluaðili innheimti iðgjöld, gegn framvísun launaseðla.

### **Í starfsbyrjun**

Launagreiðandi greiðir í lífeyrissjóð að vali launþega, hafi hann val um sjóð, annars í þann sjóð sem kveðið er á um í viðkomandi kjara- eða ráðningarsamningi. Launagreiðandi greiðir viðbótariðgjald í sjóð að vali launþega, ef við á.

### **Gjalddagi og eindagi**

Iðgjaldagreiðslutímabil skal ekki vera lengra en mánuður. Gjalddagi er 10. dagur næsta mánaðar eftir launatímabil og eindagi síðasti dagur sama mánaðar og iðgjald fellur í gjalddaga.

### **Dráttarvextir**

Dráttarvextir reiknast frá gjalddaga ef greitt er eftir eindaga.

### **Tekjuskattsfrestun**

Tekjuskattur er ekki greiddur af iðgjaldi við innborgun í sjóð, eingöngu við útgreiðslu úr sjóðnum.

### **Skilagrein skal fylgja greiðslu**

Skilagrein skal fylgja greiðslu í lífeyrissjóð svo að ljóst sé hvernig bóka eigi greiðsluna, það er hve mikið er greitt fyrir hvern launþega og fyrir hvaða tímabil. Þegar um fastar mánaðarlegar greiðslur er að ræða, til dæmis kröfuáskrift, þarf þó ekki að skila skilagrein.

Réttur til lífeyris reiknast frá þeim tíma sem iðgjald berst lífeyrissjóði. Iðgjöld launþega sem launagreiðandi hefur innheimt en ekki staðið skil á til lífeyrissjóðs svo og iðgjaldahluta launagreiðanda skal meta að fullu til réttinda frá eindaga iðgjaldagreiðslu. Lífeyrissjóður ber þó ekki ábyrgð á réttindum sjóðfélaga vegna þeirra iðgjalda sem glatast við gjaldþrot og Ábyrgðasjóður launa ber ekki ábyrgð á. Iðgjöld í vanskilum sem sanna má með skilagrein, byggðri á innsendum launaseðlum, skulu innheimt með sama hætti og iðgjöld samkvæmt skilagrein vinnuveitanda.

### **Lífeyrisyfirlit**

Samkvæmt lögum nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða (hér eftir einnig „lífeyrissjóðalögin“ eða „lögin“) skal hver lífeyrissjóður halda skrá um þá sem greitt hafa iðgjöld til sjóðsins og þá sem öðlast hafa rétt til lífeyrisgreiðslna úr sjóðnum með öðrum hætti en með greiðslu iðgjalda. Lífeyrissjóðir skulu senda sjóðfélögum yfirlit um iðgjaldagreiðslur á að minnsta kosti hálfis árs fresti og áskorun á að fylgja með til sjóðfélaga um að gera án tafar athugasemdir ef innheimt iðgjöld hafa ekki borist lífeyrissjóði. Lífeyrissjóðum er heimilt að birta yfirlit og upplýsingar rafrænt á vefsvæði þar sem rafrænnar auðkenningar sjóðfélaga er krafist. Sjóðfélagar eiga þó rétt á að óska eftir því að fá gögn og upplýsingar á pappírformi sér að kostnaðarlausu.

### **Útgreiðslur**

Bakvinnslur sjóða sjá um að greiða lífeyri og séreignarsparnað.

### **Ábyrgðasjóður launa**

Markmið með Ábyrgðasjóði launa er meðal annars að tryggja greiðslur vegna vangoldinna iðgjaldakrafna við gjaldþrot launagreiðenda samkvæmt lögum nr. 88/2003 um Ábyrgðasjóð launa. Ábyrgðasjóður launa ábyrgist kröfu lífeyrissjóðs og aðila sem hafa heimild til að stunda starfsemi samkvæmt lífeyrissjóðalögunum um vangoldin lífeyrisiðgjöld sem fallið hafa í gjalddaga á ábyrgðartímabili. Til að iðgjöld launþega njóti ábyrgðar Ábyrgðasjóðs launa við gjaldþrot þarf launþegi að ganga úr skugga um skil launagreiðanda til

lífeyrissjóðs innan 60 daga frá dagsetningu yfirlits. Ábyrgðin takmarkast við kröfur um greiðslu á 15,5% af iðgjaldsstofni. Ábyrgðin takmarkast einnig við allt að 4% af iðgjaldsstofni samkvæmt samningi um viðbótartryggingavernd og ákvæðum kjarasamnings, hafi ekki verið gerður samningur milli launþega og launagreiðanda.

#### **Upplýsingagjöf lífeyrissjóða**

Lífeyrissjóðum er skylt að gera ríkisskattstjóra grein fyrir því iðgjaldi sem greitt hefur verið til sjóðsins fyrir hvern sjóðfélaga næstliðins árs, eigi síðar en 15. apríl ár hvert.

#### **Úrvinnsla ríkisskattstjóra**

Ríkisskattstjóri ber saman upplýsingar frá lífeyrissjóðum um iðgjöld og upplýsingar á skattframtali launamanna um iðgjaldastofn og sendir lífeyrissjóðum yfirlit um vangreidd iðgjöld sjóðfélaga á hverju hausti.

#### **Innheimta lífeyrissjóða**

Lífeyrissjóðum ber að innheimta vangoldin iðgjöld vegna sjóðfélaga sinna á grundvelli upplýsinga sem ríkisskattstjóri sendir ár hvert til lífeyrissjóðanna. Hafi hluti iðgjalda tekjuárs verið greiddur í lífeyrissjóð eða sérstaklega merkt við ákveðinn sjóð á skattframtali þá sér viðkomandi lífeyrissjóður um innheimtuna. Hafi engin skylduiðgjöld verið greidd síðasta iðgjaldaár sér SL lífeyrissjóður um innheimtuna, að beiðni ríkisskattstjóra. Hægt er að óska eftir að krafan verði greidd í annan sjóð, innan uppgefins frests.

## Bókhald og ársreikningur

### Lög og reglur

Lífeyrissjóðir eru bókhaldsskyldir og ber þeim að færa tvíhliða bókhald samkvæmt lögum nr. 145/1994 um bókhald. Lífeyrissjóðir, sem og aðrir bókhaldsskyldir aðilar, skulu haga bókhaldi sínu á skýran og aðgengi-  
legan hátt og semja ársreikning í samræmi við lög, reglur og settar reikningsskilareglur.

Ársreikningur lífeyrissjóða, sem starfa á grundvelli lífeyrissjóðalaganna, skal gerður í samræmi við VIII. kafla sömu laga sem fjallar um ársreikning og endurskoðun, lög nr. 3/2006 um ársreikninga (hér eftir einnig „lög um ársreikninga“) og reglur Fjármálaeftirlits nr. 335/2015 um ársreikninga lífeyrissjóða. Sé annað ekki tekið fram í reglum nr. 335/2015 gilda ákvæði laga nr. 3/2006 um ársreikninga.

Settar reikningsskilareglur eru reglur sem reikningsskilaráð gefur út, sbr. 119. gr. laga um ársreikninga og alþjóðlegir reikningsskilastaðlar, sbr. 1. tölul. 2. gr. sömu laga. Alþjóðlegir reikningsskilastaðlar eru reikningsskila-  
staðlar (IAS/IFRS) samkvæmt skilgreiningu 2. gr. reglugerðar Evrópuþingsins og ráðsins (EB) nr. 1606/2002 sem framkvæmdastjórn ESB hefur samþykkt skv. 3. gr. sömu reglugerðar.

Reikningsskilaráð er skipað af menningar- og viðskiptaráðherra til fjögurra ára í senn skv. 118. gr. laga um ársreikninga. Ráðið skal stuðla að mótun settra reikningsskilareglna með útgáfu og kynningu samræmdra reglna sem farið skal eftir við gerð reikningsskila. Ráðið skal gefa álit á því hvað teljast settar reikningsskilareglur á hverjum tíma. Ráðinu ber að starfa í nánú samráði við félag löggiltra endurskoðenda og hagsmunaaðila. Reikningsskilaráð gaf út reglu RR 1 um grundvöll reikningsskila árið 1994<sup>xxviii</sup> sem finna má á vefsíðu ráðsins.

Í reglu RR 1 um grundvöll reikningsskila kemur fram að tilgangurinn með gerð reikningsskilanna er fyrst og fremst að veita gagnlegar upplýsingar um það fyrirtæki (hér sjóð) er þau taka til. Sá fróðleikur sem í reikningsskilum er getur komið ýmsum að gagni, enda koma notendur reikningsskila úr ýmsum áttum.

### **Ábyrgð og eftirlit**

Stjórn og framkvæmdastjóri lífeyrissjóðs bera ábyrgð á að bókhald sé fært og að reikningsskil séu samin í samræmi við lög og reglur. Lífeyrissjóðir eru skilgreindir sem eining tengd almannahagsmunum skv. 9. tölul. 2. gr. laga nr. 3/2006 um ársreikninga.

Í 108. gr. a. sömu laga er gerð krafa um að endurskoðunarnefnd starfi hjá einingum tengdum almannahagsmunum og að stjórn beri ábyrgð á skipun hennar. Nefndarmenn skuli vera óháðir endurskoðanda einingarinnar auk þess sem meirihluti nefndarmanna skuli vera óháður einingunni. Endurskoðunarnefnd gegnir meðal annars því hlutverki að hafa eftirlit með vinnuferli við gerð reikningsskila, virkni og skipulagi innra eftirlits og endurskoðun ársreiknings í þeim tilgangi að tryggja gæði ársreikninga þeirra og annarra fjármálaupplýsinga. Eftirlit með starfsemi og reikningshaldi lífeyrissjóðs byggist í meginatriðum á eftirfarandi þáttum:

- Vinnuferli og innra eftirliti (til dæmis verkferlum, vinnulýsingum og starfslýsingum)
- Innri endurskoðanda sjóða
- Ytri endurskoðanda sjóða
- Áhættu- og gæðastýringu
- Skýrslugjöf til opinberra aðila

### **Bókhald**

Eins og áður hefur komið fram fellur bókhald lífeyrissjóða undir lög nr. 145/1994 um bókhald. Bókhald skal færa með þeim hætti að mögulegt sé að rekja viðskipti og notkun fjármuna hverju sinni. Það skal enn fremur veita sundurliðaðar upplýsingar um breytingu á hreinni eign og efnahag sem þarfir stjórnenda, eigenda (hér sjóðfélaga) og opinberra aðila krefjast og nauðsynlegar eru til að meta megí tekjur, gjöld, eignir og skuldir. Þar af leiðandi er mikilvægt að bókhald sé skýrt, gagnsætt og aðgengilegt.

Ásamt færslu bókhalds felur umsjón með bókhaldi í sér afstemmingu á stöðum í bókhaldi við eignir og skuldbindingar sjóðsins, svo sem handbært fé samkvæmt yfirlitum, stöðu verðbréfa í verðbréfakerfi, skuldbindinga (iðgjöld og lífeyrir og aðrir þeir liðir sem mynda réttindaávinnslu í lífeyriskerfi), auk launakerfis. Afstemmingar, sem fela í sér sönnun á tilvist eigna og skuldbindinga, ásamt mati á þeim, skal setja fram með skýrum og óyggjandi hætti.

Eins og áður segir koma eftirtaldir notendur reikningsskila úr ýmsum áttum og hafa mismikinn aðgang að sundurliðuðum gögnum bókhalds:

- Stjórnendur
- Stjórn
- Tryggingastærðfræðingur
- Ytri og innri endurskoðendur
- Opinberir aðilar (Seðlabanki Íslands og Skatturinn)
- Sjóðfélagar
- Samfélagið í tengslum við málefni er snúa að umhverfis-, samfélags- og mannréttindapáttum (almannahagsmunir)

Hafa ber í huga að þó að reikningskil séu fyrst og fremst samin í því augnamiði að veita fróðleik um fortíðina geta þau verið gott tæki til að meta framtíðarhorfur og geta þannig auðveldað ákvarðanatöku.

### Ársreikningur

Ársreikningur lífeyrissjóðs skal gefa glögga mynd af breytingu á hreinni eign til greiðslu lífeyris, fjárhagsstöðu og breytingu á handbæru fé lífeyrissjóðsins. Uppsetning ársreiknings lífeyrissjóða skal eins og áður segir vera í samræmi við reglur Fjármálaeftirlitsins nr. 335/2015 um ársreikninga lífeyrissjóða (hér eftir einnig „reglur Fjármálaeftirlitsins um ársreikninga lífeyrissjóða“ eða „reglurnar“). Framsetning á yfirliti um breytingu á hreinni eign til greiðslu lífeyris, efnahagsreikningi, sjóðstreymi og yfirliti um tryggingafræðilega stöðu samtryggingardeildar skal vera í samræmi við form sem birt er í viðauka I í reglunum.

Ársreikningur skal settur upp með hliðstæðum hætti frá ári til árs nema sérstakar aðstæður gefi tilefni til annars. Í skýringum þarf að geta þess ef út af því er brugðið. Ávallt skal birta samanburðarfjárhæðir fyrra árs og skulu þær aðlagðar ef liðir eru ekki sambærilegir. Samkvæmt reglunum eiga eftirfarandi liðir að koma fram í ársreikningi.

- Yfirlit um breytingu á hreinni eign til greiðslu lífeyris
- Efnahagsreikningur
- Yfirlit um sjóðstreymi
- Yfirlit um tryggingafræðilega stöðu samtryggingardeildar
- Skýringar
- Kennitölur (fimm ára yfirlit)
- Skýrsla stjórnar

Samkvæmt 7. gr. reglna Fjármálaeftirlitsins um ársreikninga lífeyrissjóða er gerð sú krafa að ársreikningur skuli liggja frammi og til afhendingar ef óskað er, á afgreiðslustað og á heimasíðu sjóðsins eftir samþykkt hans. Senda skal Fjármálaeftirlitinu endurskoðaðan ársreikning lífeyrissjóðs ásamt skýrslu stjórnar þegar eftir undirritun hans og eigi síðar en fjórum mánuðum eftir lok reikningsárs. Á sama tíma skal fjárfestingarstefna lífeyrissjóðs einnig liggja frammi, og til afhendingar, ef óskað er.

Samkvæmt 6. mgr. 40. gr. lífeyrissjóðalaganna er gerð sama krafa um

að fjárfestingarstefna fylgi ársreikningi og þar bætist við sú krafa að úttekt á ávöxtun eignasafna skuli fylgja ársreikningi.

Stjórn og framkvæmdastjóri skulu undirrita ársreikninginn. Jafnframt skal áritun endurskoðanda fylgja ársreikningi. Ársreikningurinn með áritun endurskoðanda skal mynda eina heild. Í undirrituninni felst yfirlýsing um að ársreikningurinn sé saminn í samræmi við lög, reglur og settar reiknings-skilareglur, eftir því sem við á. Fyrir undirritun stjórnar og framkvæmdastjóra er ársreikningur borinn undir endurskoðunarnefnd. Í meginatriðum vikur ársreikningur lífeyrissjóða frá hefðbundnum ársreikningi félaga að því leyti að:

- Í lögum um ársreikninga er gerð krafa um rekstrarreikning. Reglur Fjármálaeftirlitsins um ársreikninga lífeyrissjóða og lífeyrissjóðalögin gera hins vegar kröfu um að birta yfirlit um breytingu á hreinni eign til greiðslu lífeyris. Bæði yfirlitin eru rekstraryfirlit. Löggjöld og lífeyrir lífeyrissjóða eru eðli máls samkvæmt í meginatriðum ígildi tekna og gjalda í hefðbundnum rekstri félaga. Rík krafa er í reglunum um fyrirfram mótaða framsetningu á þessum liðum og skiptingu þeirra, auk sundurliðana sem þurfa að koma fram í skýringum.
- Reglur Fjármálaeftirlitsins um ársreikninga lífeyrissjóða gera kröfu um að yfirlit um tryggingafræðilega stöðu samtryggingardeildar sé sjálfstætt yfirlit. Yfirlitið skal byggt á tryggingafræðilegri athugun á fjárhag sjóðsins sem framkvæmt er af viðurkenndum tryggingastærðfræðingi. Yfirlitið skal vera í samræmi við form sem birt er í viðauka í reglunum eins og áður segir. Í 47. gr. reglnanna er gerð krafa um að í skýringum sé gerð grein fyrir breytingum á tryggingafræðilegri stöðu og áföllnum lífeyrisskuldbindingum í sérstöku yfirliti samkvæmt forskrift sem birt er undir sömu grein.
- Samkvæmt reglunum skal í skýringum gera grein fyrir þeirri áhættu sem felst í starfsemi lífeyrissjóðsins og þeim aðferðum sem sjóðurinn beitir við eftirlit og stýringu á þeirri áhættu. Er þar átt við fjárhagslega áhættu (markaðsáhættu), þ.e. gjaldeyrisáhættu, vaxtaáhættu og aðra verðáhættu, mótaðlaáhættu, rekstraráhættu, lausafjáraáhættu og lífeyristryggingaráhættu.
- Samkvæmt reglunum skal enn fremur veita upplýsingar í skýringum um eðli og umfang áhættu sem stafar af fjármálagerningum og skuldbindingum sjóðsins, bæði eigindlegar (e. qualitative) skýringar um hvern áhættuflokk og hvernig áhættunni er stjórnað og meginlegar (e. quantitative) um hvern áhættuflokk, sundurliðað eftir markaðs-, útlána,- lausafjár- og lífeyristryggingaráhættu að meðtalinni næmnigreiningu.
- Reglurnar gera auk þess kröfur um að ársreikningur hafi að geyma yfirlit með helstu niðurstöðum og kennitölum úr rekstri og efnahag sjóðsins í heild á reikningsárinu og samsvarandi upplýsingum fjögurra undangenginna reikningsára.

### Skýrsla stjórnar

Sjöundi kafli reglna Fjármálaeftirlitsins um ársreikninga fjallar um skýrslu stjórnar og góða stjórnarhætti. Samkvæmt 50. gr. reglnanna skal í skýrslu stjórnar koma fram yfirlit um starfsemi sjóðsins á árinu, svo og upplýsingar um atriði er mikilvæg eru við mat á fjárhagslegri stöðu sjóðsins og breytingu á hreinni eign til greiðslu lífeyris á reikningsárinu sem ekki koma fram annars staðar í ársreikningnum. Sama krafa er gerð í 1. tölul. 65. gr. laga um ársreikninga. Í skýrslu stjórnar skal enn fremur upplýsa um eftirfarandi:

- Atburði eftir uppgjörsdag sem hafa verulega þýðingu
- Vætanlega þróun sjóðsins
- Aðgerðir sem hafa þýðingu fyrir framtíðarþróun hans
- Mögulega óvissu við mat eða óvenjulegar aðstæður sem kunna að hafa áhrif á það og, eftir því sem við á, tilgreina fjárhæðir
- Stjórnarhætti, sbr. 51. gr.

Í 51. gr. reglnanna er gerð krafa um að árlega skuli lífeyrissjóður birta yfirlýsingu um stjórnarhætti sína í sérstökum kafla í skýrslu stjórnar. Þar skuli að lágmarki vísa í þær reglur, leiðbeiningar, handbækur og önnur gögn sem sjóðurinn fylgir eða fylgja ber samkvæmt lögum og reglum. Jafnframt skulu koma fram upplýsingar um hvar slík gögn eru aðgengileg almenningi, lýsa helstu þáttum innra eftirlits og áhættustýringarkerfa, og að lokum lýsa samsetningu og starfsemi stjórnar, framkvæmdastjórnar og eftirlitsstjórnar og nefnda þeirra.

VI. kafli laga um ársreikninga fjallar um skýrslu stjórnar. Í 66. gr. c. laganna er kveðið á um sömu kröfu og í 51. gr. reglnanna um birtingu yfirlýsingar um stjórnarhætti í skýrslu stjórnar. Í 66. gr. d. laganna er auk þess gerð krafa um ófjárhagslega upplýsingagjöf í skýrslu stjórnar, eða þær upplýsingar sem nauðsynlegar eru til að leggja mat á þróun, umfang, stöðu og áhrif félagsins (hér sjóðsins). Að lágmarki skal fjalla um umhverfis-, samfélags- og starfsmannamál og gera grein fyrir stefnu sjóðsins í mannréttindamálum og hvernig sjóðurinn spornar við spillingar- og mútumálum. Mikil þróun á sér stað í ófjárhagslegri upplýsingagjöf og ekki er krafa um það í íslenski löggjöf að velja eina tiltekna aðferð, en margir staðlar og reglur eru um það hvernig hægt er að bera sig að við ófjárhagslega upplýsingagjöf.

### Ytri endurskoðandi og áritun

Áritun endurskoðanda skal fylgja ársreikningi. Ársreikningurinn með áritun endurskoðanda skal mynda eina heild. Í árituninni felst yfirlýsing um að ársreikningurinn sé saminn í samræmi við lög, reglur og settar reikningsskilareglur.

Samkvæmt 108. gr. c. laga um ársreikninga kemur fram að í einingum tengdum almannahagsmunum skal tillaga stjórnar um tilnefningu endurskoðanda eða endurskoðunarfyrtækis byggjast á tilmælum frá endurskoðunarnefnd. Skv. b-lið sömu greinar hefur endurskoðunarnefnd



það hlutverk að hafa eftirlit með endurskoðun ársreiknings, leggja mat á óhæði endurskoðanda eða endurskoðunarfyrtækis og hafa eftirlit með öðrum störfum þeirra.

Gerð er grein fyrir ábyrgð og helstu verkefnum endurskoðanda í lögum nr. 94/2019 um endurskoðendur og endurskoðun (hér eftir einnig „lög um endurskoðendur og endurskoðun“). Í b-lið 3. tölul. 2. gr. laganna eru lífeyris-sjóðir skilgreindir sem einingar tengdar almannahagsmunum, sbr. 9. tölul. 2. gr. laga nr. 3/2006 um ársreikninga, en auknar kröfur eru gerðar til endurskoðenda þeirra eininga.

Í 46. gr. laga um endurskoðendur og endurskoðun er starfstíma endurskoðanda slíkra eininga sett takmörk, en hámarkstími er tíu ár með undantekningum. Í 2. mgr. 31. gr. sömu laga segir að endurskoðendur slíkra eininga skuli sæta gæðaeftirliti eigi sjaldnar en á þriggja ára fresti. Samkvæmt 29. gr. sömu laga skal endurskoðandi einingar sem tengist almannahagsmunum árlega staðfesta skriflega við endurskoðunarnefnd að hann sé óháður einingunni. Jafnframt ber honum að gera endurskoðunarnefndinni grein fyrir þeirri þjónustu sem einingunni er veitt auk endurskoðunar og gera grein fyrir hugsanlegri ógnun við óhæði sitt og þeim varúðarráðstöfunum sem gerðar eru til að draga úr slíkri ógnun.

Í 16. gr. laga um endurskoðendur og endurskoðun er gerð grein fyrir áritun endurskoðanda. Þar kemur fram að endurskoðandi skal, eftir því sem við á, staðfesta að skýrsla stjórnar og ársreikningur innihaldi það sem skylt er samkvæmt lögum um ársreikninga. Áritun á að vera skrifleg og meðal annars skal lýsa umfangi endurskoðunarinnar og þeim viðmiðum sem notuð eru við hana. Hún þarf að innihalda álit endurskoðanda, sem skal vera án fyrirvara, með fyrirvara eða neikvætt, þar sem skýrt kemur fram álit endurskoðandans á því hvort ársreikningurinn gefi glögga mynd í samræmi við settar reikningssskilareglur og að hann uppfylli aðrar lögbundnar kröfur þar sem við á. Áritun á að skírskota til málefna er vekja sérstaka athygli endurskoðandans, án þess að hún sé með fyrirvara, og auk þess þarf að tilgreina alla verulega óvissa varðandi rekstrarhæfi einingar. Hún skal innihalda staðfestingu á að endurskoðandi hafi aflað nægilegra og viðeigandi gagna til að byggja álit sitt á. Áritun þarf einnig að innihalda upplýsingar um ábyrgð stjórnenda og staðfestingu á óhæði endurskoðenda.

Samkvæmt 41. gr. reglna Fjármálaeftirlitsins um ársreikninga lífeyris-sjóða skulu í skýringum veittar upplýsingar um þóknun til endurskoðenda sem annast ytri endurskoðun lífeyrissjóðsins. Þessar upplýsingar þarf að sundurliða í þóknun fyrir endurskoðun, könnun og aðra staðfestingarvinnu annars vegar og fyrir aðra þjónustu hins vegar.

### **Mat eigna**

Sérstök umfjöllun er um matsreglur í V. kafla reglna Fjármálaeftirlitsins um ársreikninga lífeyrissjóða. Við mat á einstökum liðum skal almennt farið eftir ákvæðum sem þar koma fram. Sérstaklega þarf að greina frá því í skýringum ef veruleg óvissa ríkir um mat, en stjórnendur þurfa í þeim tilvikum að meta

og draga ályktanir og taka ákvarðanir sem hafa áhrif á eignir og skuldir á reikningsskiladegi, upplýsingar í skýringum og tekjur og gjöld. Við mat og ályktanir er byggt á reynslu og ýmsum öðrum þáttum sem taldir eru viðeigandi og mynda grundvöll þeirra ákvarðana sem teknar eru um bókfært verð eigna og skulda sem ekki liggur fyrir með öðrum hætti. Beita skal hliðstæðum aðferðum við matið frá ári til árs, nema ef ný aðferð gefur gleggri mynd og veitir áreiðanlegri upplýsingar en fyrri aðferðir.

Samkvæmt reglunum skal flokka fjárfestingar lífeyrissjóðs á eftirfarandi hátt. Allar breytingar sem verða á virði fjárfestinga sjóðsins sem taldar eru upp hér að neðan skal færa undir samsvarandi liði fyrir hreinar fjárfestingartekjur í yfirliti um breytingu á hreinni eign. Undantekning frá þessu er sú að gera skal sérstaklega grein fyrir öllum fjárfestingargjöldum í lið 3.7.

**Tafla 7.2**  
Flokkun fjárfestinga og hreinna fjárfestingartekna.

	Efnahagsreikningur - eignir		Yfirlit um breytingu á hreinni eign til greiðslu lífeyris
1	Fjárfestingar	3	Hreinar fjárfestingartekjur
1.1	Eignarhlutir í félögum og sjóðum (hlutabréf og hlutdeildarskírteini)	3.1	Hreinar tekjur af eignarhlutum í félögum og sjóðum
1.2	Skuldabréf (þ.m.t. útlán)	3.2	Hreinar tekjur af skuldabréfum
1.3	Afleiðusamningar (með jákvæða stöðu)	3.3	Hreinar tekjur af afleiðusamningum
1.4	Bundnar bankainnstæður	3.4	Vaxtatekjur af bundnum bankainnstæðum
1.5	Fjárfestingar í íbúðarhúsnæði	3.5	Hreinar tekjur af fjárfestingum í íbúðarhúsnæði
1.6	Aðrar fjárfestingar	3.6	Aðrar fjárfestingartekjur
		3.7	Fjárfestingargjöld

Til fjárfestingargjalda skal telja öll fjárfestingargjöld og allar þóknanir fjármálafyrirtækja og sjóða um sameiginlega fjárfestingu vegna umsýslu og stjórnunar á fjárfestingum lífeyrissjóðs. Í skýringum skal veita nánari upplýsingar um þennan lið og setja fram í samræmi við form í viðauka II við reglurnar. Þar skal einnig greina frá áætlaðri umsýsluþóknun þegar kostnaðarupplýsingar liggja ekki fyrir, til dæmis þegar kostnaðarupplýsingar eru ekki gefnar upp eða þegar kostnaður er innifalinn í gengismun eða vaxtatekjum viðkomandi sjóða (verðbréfasjóða, sérhæfðra sjóða fyrir almenning og annarra sérhæfðra sjóða). Kostnaður sem þannig er áætlaður hefur ekki áhrif á hreina eign til greiðslu lífeyris í lok tímabils heldur er verið að áætla þann kostnað sem innifalinn er í lið 1.1 líkt og um fjárfestingargjöld væri að ræða.

Liðir 1.1–1.3 falla undir skilgreiningu um fjármálagerninga í skilningi laga nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga. Fjármálagerninga, aðra en útlán, skal meta á gangvirði. Gangvirði er verðið sem fengist með því að selja eign eða yrði greitt við yfirfærslu á skuld í venjulegum viðskiptum á milli markaðsaðila á matsdegi. Aðferðir við mat á fjármálagerningum til gangvirðis skulu vera í samræmi við settar reikningsskilareglur.

Útlán til sjóðfélaga og önnur útlán skal færa með áföllnum vöxtum, verðbótum og gengismun á reikningsskiladegi. Miða skal við þau vaxtakjör sem um var samið þegar bréfið var keypt eða móttekið. Verðbætur skal miða við viðeigandi vísitölu næsta mánaðar á eftir.

Lífeyrissjóðum er gefið ákveðið svigrúm þegar ákvarða skal matsaðferð fyrir skuldabréf, en samkvæmt reglunum er lífeyrissjóðum heimilt að víkja frá reglunni um gangvirði ef halda á skuldabréfinu til gjalds. Þá er beitt sömu aðferð og við mat á útlánum með aðferð afskrifaðs kostnaðarverðs. Reglurnar gera kröfu um að ákvörðun um að halda bréfi til gjalds sé í samræmi við skjalfestar áætlanir, stefnur og verklagsreglur sem lífeyrissjóður setur vegna fjárfestinga í skuldabréfum. Bréf sem þannig er metið er óheimilt að meta á gangvirði eftir kaupdag. Að sama skapi er óheimilt að færa skuldabréf sem metið hefur verið á gangvirði yfir í aðferð afskrifaðs kostnaðarverðs. Þetta ákvæði leiðir til mismunandi uppgjörsaðferða skuldabréfa sem gerir samanburð á ávöxtun sjóða erfiðari. Þetta á sérstaklega við þegar um umtalsverðan hluta skuldabréfa er að ræða sem þannig er metinn og ávöxtunarkrafa skuldabréfanna tekur miklum sveiflum yfir líftímann.

Gerð er krafa um að sundurliða skuldabréf sem haldið er til gjalds og tilgreina gangvirði þeirra í skýringum og þannig má sjá mismun á bókfærðu virði og gangvirði bréfanna. Taka þarf tillit til tapsáhættu sem kann að vera á bréfum sem metin eru á kostnaðarverði. Á uppgjörsdegi skal færa niðurstöðu slíks mats á sérstakan afskriftarreikning, sem kemur til frádráttar á viðkomandi lið í efnahagsreikningi. Afskriftarreikningur útlána og fjárfestinga þarf bæði að taka tillit til einstakra útlána og fjárfestinga sem og safns útlána og fjárfestinga.

Fjárfestingar í íbúðarhúsnæði skal færa á gangvirði en húseignir og lóðir sem teknar eru til fullnustu greiðslu skulu færðar á gangvirði þeirra eða kostnaðarverði, eftir því sem reynist lægra.

Varanlega rekstrarfjármuni skal færa á afskrifuðu kostnaðarverði. Ef þeir nýtast í takmarkaðan tíma skal afskrifa þá árlega á kerfisbundinn hátt á áætluðum nýtingartíma þeirra. Ef gangvirði varanlegra rekstrarfjármuna reynist lægra en bókfært verð og ástæður þess teljast ekki skammvinnar þá skal færa bókfært verð þeirra niður samkvæmt settum reikningsskilareglum.

Ófnislegar eignir skal færa á afskrifuðu kostnaðarverði og skal afskrifa þær árlega á áætluðum nýtingartíma þeirra. Ef gangvirði reynist lægra en afskrifað kostnaðarverð og ástæður þess teljast ekki skammvinnar ber að færa verð þeirra niður. Kröfur skal meta með hliðsjón af virðisrýrnun og færa niðurstöður slíks mats í afskriftarreikning.

Eignir og skuldir í erlendri mynt skulu umreiknaðar í íslenskar krónur á opinberu gengi í lok reikningsárs og nota skal opinbert gengi sem Seðlabanki Íslands auglýsir, kaupgengi fyrir eignir og sölugengi fyrir skuldir. Sú breyting tók hins vegar gildi 1. apríl 2020 að Seðlabanki Íslands birtir aðeins miðgengi gjaldmiðla. Með hliðsjón af því er miðgengi Seðlabanka Íslands notað við umreikning eigna og skulda lífeyrissjóða í erlendri mynt, þrátt fyrir ákvæði reglnanna. Í skýringum skal gera grein fyrir breytingum á gengi gjaldmiðla vegna erlendra eigna fyrir hvern lið.







**Skrár**

- i Landssamtök lífeyrissjóða. (2022). *Samkomulag um samskipti lífeyrissjóða*. Sótt 10. október 2022 af <https://www.lifeyrismal.is/static/files/Samkomulag/2022.04.22.-samkomulag-um-samskipti-lifeyrissjoda-endanlegt.pdf>
- ii Alþjóðabankinn. (1994). *Averting the Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth*. <https://doi.org/10.1596/0-8213-2970-7>
- iii Mercer. (2021). *Mercer CFA Institute Global Pension Index 2021*. Sótt 24. júní 2022 af <https://www.mercer.com/content/dam/mercer/attachments/private/gi-2021-global-pension-index-mercer.pdf>
- iv Mercer. (2022). *Mercer CFA Institute Global Pension Index 2022*. Sótt 13. október 2022 af <https://www.mercer.com/content/dam/mercer/attachments/private/gpi/gi-2022-global-pension-index-full-report.pdf>
- v Tryggingastofnun ríkisins. (e.d.). *Örorkulífeyrir*. Sótt 20. júní 2022 af <https://www.tr.is/ororka>
- vi ASÍ, SA o.fl. (2016). *Kjarasamningur milli Alþýðusambands Íslands, Flóabandalagsins, Landssambands íslenskra verslunarmanna, Rafiðnaðarsambands Íslands, Samiðnar – sambands iðnfélaga og Starfsgreinasambands Íslands f.h. aðildarfélaga og VR, Stéttarfélags Vesturlands, VM félags vélstjóra og málmæknimanna, Félags hársnyrtisveina, Grafíu – stéttarfélags í þrætt- og miðlunargreinum, Félags leiðsögumanna, MATVÍS og Mjólkurfræðingafélags Íslands og Samtaka atvinnulífsins*. Sótt 20. október 2022 af <https://www.asi.is/media/275030/Kjarasamningur-AS%C3%8D-og-SA-211-2016.pdf>
- vii Stjórnarráð Íslands. (2022). *Stuðningur stjórnvalda vegna kjarasamninga á almennum vinnumarkaði í desember 2022*. Sótt 12. janúar 2023 af [https://www.stjornarradid.is/library/01--Frettatengt--myndir-og-skrar/FOR/Fylgiskjol-i-frett/Yfir%C3%BDsing%20stj%C3%B3rnvalda%20vegna%20kjarasamninga%20-%20Copy%20\(1\).pdf](https://www.stjornarradid.is/library/01--Frettatengt--myndir-og-skrar/FOR/Fylgiskjol-i-frett/Yfir%C3%BDsing%20stj%C3%B3rnvalda%20vegna%20kjarasamninga%20-%20Copy%20(1).pdf)
- viii ASÍ og SA. (2005). *Samkomulag ASÍ og SA um tilhögun réttinda við breytingar réttindaávinnslu yfir í aldurstengd réttindi*. Sótt 9. september 2022 af [https://www.asi.is/media/3143/5\\_-\\_Samkomulag\\_r\\_tinda\\_vinnsla\\_2005.pdf](https://www.asi.is/media/3143/5_-_Samkomulag_r_tinda_vinnsla_2005.pdf)



- ix Fjármálaeftirlit Seðlabanka Íslands. (2022). *Ársreikningabók 2021 – Lífeyrissjóðir og vörsluaðilar*. Sótt 9. september 2022 af <https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fwww.fme.is%2Fmedia%2Fstatistical-info%2Farsreikningabok-2021.xlsx&wdOrigin=BROWSELINK>
- x ASÍ, SA o.fl. (2015). *Rammasamkomulag milli aðila vinnumarkaðar*. Sótt 20. október 2022 af <https://sa.vinnumarkadur.is/media/74340/rammasamkomulag-salek-241015-undirritad.pdf>
- xi Fjármálaeftirlit Seðlabanka Íslands. (2022). *Viðtalsþættir vegna mats á hæfi stjórnarmanna og framkvæmdastjóra í lífeyrissjóðum*. Sótt 21. júlí 2022 af [https://www.fme.is/media/eydublod/Vidtalsthaettir\\_vegna\\_mats\\_a\\_haefi-stjornarmanna\\_og\\_framkvæmdastjora\\_i\\_lifeyrissjodum\\_-25.4.2022.pdf](https://www.fme.is/media/eydublod/Vidtalsthaettir_vegna_mats_a_haefi-stjornarmanna_og_framkvæmdastjora_i_lifeyrissjodum_-25.4.2022.pdf)
- xii Viðskiptaráð Íslands, Nasdaq Iceland og Samtök atvinnulífsins. (2021). *Leiðbeiningar um stjórnarhætti fyrirtækja*. Sótt 21. júlí 2022 af [https://leidbeiningar.is/wp-content/uploads/2021/06/Stjornarhaettir\\_fyrirtækja\\_A5\\_IS\\_Vefur.pdf](https://leidbeiningar.is/wp-content/uploads/2021/06/Stjornarhaettir_fyrirtækja_A5_IS_Vefur.pdf)
- xiii Frjálsi lífeyrissjóðurinn. (2022). *Ársreikningur 2021*. Sótt 15. september 2022 af <https://www.frljalsi.is/library/Skrar/arsreikningar/%C3%81rsreikningur%20Frj%03%A1lsa%20l%03%ADfeyrissj%03%B3%03%B0sins%202021.pdf>
- xiv Páll Hreinsson. (2005). *Hæfisreglur stjórnýslulaga*. Reykjavík: Codex.
- xv Landssamtök lífeyrissjóða. (2013). *Leiðbeinandi verklagsreglur Landssamtaka lífeyrissjóða um viðskipti stjórnarmanna og starfsmanna lífeyrissjóds með fjármálagerninga*. Sótt 22. júlí 2022 af [https://www.lifeyrismal.is/static/files/old/Verklagsreglur\\_um\\_verbrefaviskipti\\_-\\_29mai\\_2013.pdf](https://www.lifeyrismal.is/static/files/old/Verklagsreglur_um_verbrefaviskipti_-_29mai_2013.pdf)
- xvi Landssamtök lífeyrissjóða. (2001). *Leiðbeiningar um efni starfsreglna stjórna lífeyrissjóða*. Sótt 22. júlí 2022 af <https://www.lifeyrismal.is/is/landssamtok-lifeyrissjoda/log-reglur-domar-og-fleira/vidmidunarreglur-ofl>
- xvii Hrafn Bragason, Héðinn Eyjólfsson og Guðmundur Heiðar Frimannsson (ritstj.). (2012). *Úttekt á fjárfestingarstefnu, ákvarðanatöku og lagalegu umhverfi lífeyrissjóðanna í aðdraganda bankahrunsins 2008*. (1. bindi). Sótt 15. september 2022 af [www.lifeyrismal.is/static/files/Vidmidunarreglur/bindi\\_1.pdf](http://www.lifeyrismal.is/static/files/Vidmidunarreglur/bindi_1.pdf)
- xviii Takahashi, D. og Alexander, S. (2002). Illiquid alternative asset fund modeling. *Journal of Portfolio Management*, 28(2), 90–100.
- xix Nasdaq. (2021). *Nasdaq Index Methodology: OMX Iceland 10 Index*.
- xx Nasdaq. (2021). *Nasdaq Index Methodology: OMX Iceland 10 CAP Index*.
- xxi Nasdaq. (2022). *Nasdaq Index Methodology: Nasdaq OMX Iceland Fixed Duration Indexes*.
- xxii MSCI. (2022). *Index Factsheet: MSCI World Index*.
- xxiii Bloomberg L.P. (2022). *Bloomberg Global Aggregate*.
- xxiv Gylfi Magnússon. (2018). Ávöxtun og áhætta íslenskra lífeyrissjóða 1993–2017. *Tímarit um viðskipti og efnahagsmál*, 15(2), 133–161. <https://doi.org/10.24122/tve.a.2018.15.2.8>
- xxv Óli Freyr Kristjánsson (ritstj.). (2017). *Umboðsskylda*. Reykjavík: Arion banki.
- xxvi Principles for Responsible Investment. (2016). *A Practical Guide to ESG Integration for Equity Investing*. Sótt 20. október 2022 af <https://www.unpri.org/download?ac=10>
- xxvii Principles for Responsible Investment. (2018). *A Practical Guide to Active Ownership in Listed Equity*. Sótt 20. október 2022 af <https://www.unpri.org/download?ac=4151>
- xxviii Reikningsskilaráð. (1994). *RR 1 Grundvöllur reikningsskila*. Sótt 7. september 2022 af [https://reikningsskilarad.is/s/r\\_1-grundvollur-reikningsskila.pdf](https://reikningsskilarad.is/s/r_1-grundvollur-reikningsskila.pdf)

Í þessu riti var stuðst við eftirfarandi lög, reglugerðir, reglur, leiðbeinandi tilmæli og tilskipanir:

## Íslensk löggjöf

### Gildandi lög:

Erfðalög nr. 8/1962.

Stjórnsýslulög nr. 37/1993.

Lög nr. 145/1994 um bókhald.

Lög nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða.

Lög nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi.

Lög nr. 88/2003 um Ábyrgðasjóð launa.

Lög nr. 3/2006 um ársreikninga.

Lög nr. 100/2007 um almannatryggingar.

Lög nr. 111/2016 um stuðning til kaupa á fyrstu íbúð.

Lög nr. 113/2016 um breytingu á lögum um skyldutryggingu lífeyrissjóða og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129/1997, með síðari breytingum (fjárfestingarheimildir)

Lög nr. 90/2018 um persónuvernd og vinnslu persónuupplýsinga.

Lög nr. 140/2018 um aðgerðir gegn peningþvætti og fjármögnun hryðjuverka.

Lög nr. 64/2019 um frýstingu fjármuna og skráningu aðila á lista yfir þvingunaraðgerðir í tengslum við fjármögnun hryðjuverka og útbreiðslu geryðingarvopna.

Lög nr. 94/2019 um endurskoðendur og endurskoðun.

Lög nr. 45/2020 um rekstraraðila sérhæfðra sjóða.

Lög nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga.

Lög nr. 116/2021 um verðbréfasjóði.

Lög nr. 55/2022 um breytingu á ýmsum lögum vegna hækkunar lágmarksíðgjalds til lífeyrissjóðs (lágmarkstryggingavernd, tilgreind séreign o.fl.).

Lög nr. 12/2023 um breytingu á lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, nr. 129/1997 (gjaldmiðlaáhætta og upplýsingagjöf til sjóðfélaga).

#### **Brottfallin lög:**

Lög nr. 13/1979 um stjórn efnahagsmála o.fl.

#### **Reglugerðir:**

Reglugerð nr. 391/1998 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða.

Reglugerð nr. 698/1998 um ráðstöfun íðgjalds til lífeyrissparnaðar og viðbótartryggingarverndar.

Reglugerð nr. 916/2009 um fjárfestingarstefnu og úttekt á ávöxtun lífeyrissjóða og vörsluaðila séreignarsparnaðar.

Reglugerð nr. 590/2017 um eftirlitsskerfi með áhættu lífeyrissjóða.

#### **Reglur:**

Reglur nr. 577/2012 um endurskoðunardeildir og sjálfstætt starfandi eftirlitsaðila lífeyrissjóða.

Reglur nr. 180/2013 um framkvæmd hæfismats framkvæmdastjóra og stjórnarmanna lífeyrissjóða.

Reglur nr. 335/2015 um ársreikninga lífeyrissjóða.

#### **Leiðbeinandi tilmæli:**

Leiðbeinandi tilmæli nr. 6/2014 um útvistun hjá eftirlitsskyldum aðilum.

Leiðbeinandi tilmæli nr. 4/2015 um samskipti Fjármálaeftirlitsins og ytri endurskoðenda eftirlitsskyldra aðila sem jafnframt eru einingar tengdar almannahagsmunum.

Leiðbeinandi tilmæli nr. 1/2019 vegna áhættu við rekstur upplýsingakerfa eftirlitsskyldra aðila.

#### **Erlend löggjöf**

##### **Reglugerðir:**

Reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins (EB) nr. 1606/2002 frá 19. júlí 2002 um beitingu alþjóðlegra reikningsskilastaðla [2002] OJ L243/1.

##### **Tilskipanir:**

Tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2009/65/EB frá 13. júlí 2009 um samræmingu á lögum og stjórnsýslufyrirmælum að því er varðar verðbréfasjóði [2009] OJ L302/32.

Tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2011/61/ESB frá 8. júní 2011 um rekstraráðila sérhæfðra sjóða og um breytingu á tilskipunum 2003/41/EB og 2009/65/EB og reglugerðum (EB) nr. 1060/2009 og (ESB) nr. 1095/2010 [2010] OJ L174/1.

## Myndir

- Mynd 1.1 Uppbygging íslenska lífeyriskerfisins, bls. 20
- Mynd 1.2 Ellilífeyrir á Íslandi, bls. 21
- Mynd 1.3 Þróun á fjölda fólks sem greiðir viðbótarlífeyrissparnað sem hlutfall af vinnuafli, bls. 25
- Mynd 1.4 Skattfrjálst úrræði vegna kaupa á fyrstu íbúð, bls. 26
- Mynd 1.5 Jöfn og aldurstengd réttindavinnsla, bls. 37
- Mynd 1.6 Þróun eigna lífeyrissjóða í hlutfalli við verga landsframleiðslu, bls. 41
- Mynd 1.7 Lífeyrissparnaður í hlutfalli við verga landsframleiðslu í OECD-rikkjum árið 2021, bls. 42
- Mynd 1.8 Hlutdeild lífeyrissjóða í Kauphöll Íslands, bls. 43
- Mynd 1.9 Spá um stærð íslenska lífeyriskerfisins 2022-2070, bls. 44
- Mynd 1.10 Spá um stærð íslenska lífeyriskerfisins 2022-2070 sem hlutfall af VLF, bls. 45
- Mynd 1.11 Spá um innflæði í íslenska lífeyriskerfið 2022-2046, bls. 46
- Mynd 1.12 Spá um hlutfall innlendra eigna af VLF miðað við mismunandi forsendur um fjárfestingu í erlendum eignum, bls. 47
- Mynd 3.1 Aldursamsetning þjóðar og mannfjöldaspá, bls. 79
- Mynd 3.2 Líkur á að einstaklingur verði öryrki eftir aldri samkvæmt forsendum FIT, bls. 80
- Mynd 3.3 Áætlað framtíðargreiðsluflæði hjá lífeyrissjóði, bls. 85
- Mynd 4.1 Þróun eignaflokka lífeyrissjóða, bls. 103
- Mynd 4.2 Þróun á hlutfalli sérhæfðra fjárfestinga hjá lífeyrissjóði, bls. 105

- Mynd 4.3 Mismunur á hreinni eign samtryggingardeilda á gangvirði og bókfærðu virði í árslok 2021, bls. 136
- Mynd 4.4 Skipting hreinnar eignar á milli samtryggingar og séreignar miðað við árslok 2021, bls. 138
- Mynd 4.5 Fjöldi starfandi lífeyrissjóða á Íslandi, bls. 139
- Mynd 6.1 Normaldreifing, bls. 163
- Mynd 6.2 Fé í húfi (VaR) innlendra og erlendra hlutabréfa frá 2019, bls. 164

#### **Töflur**

- Tafla 1.1 Árleg fjárfesting í erlendum eignum til að ná tilteknu hlutfalli þeirra af heildareignum í lok árs 2036, bls. 46
- Tafla 3.1 Framsetning á tryggingafræðilegri stöðu í ársreikningi lífeyrissjóðs, bls. 91
- Tafla 4.1 Raunávöxtun bandarískra hluta- og skuldabréfa auk flökts á árunum 1900–2021, bls. 113
- Tafla 4.2 Eignaflokkar, bls. 119
- Tafla 7.1 Æviskeið sjóðfélaga í lífeyrissparnaði, bls. 189
- Tafla 7.2 Flokkun fjárfestinga og hreinna fjárfestingartekna, bls. 202

#### **Jöfnur**

- Jafna 4.1 Hrein raunávöxtun samkvæmt reglugerð nr. 335/2015, bls. 135
- Jafna 4.2 Hrein raunávöxtun, bls. 135
- Jafna 4.3 Nafnávöxtun á gangvirði, bls. 137
- Jafna 6.1 Veldisvegið meðaltal, bls. 163



## Lífeyrisbókin

Í þessu riti er leitast við að dýpka þekkingu lesenda á viðfangsefnum lífeyrissjóða og öllu því helsta sem huga þarf að í starfsemi þeirra.

Stjórnir lífeyrissjóða bera ábyrgð á starfsemi sjóðanna og skulu sjá til þess að hagsmunum sjóðfélaga sé gætt. Því er mikilvægt að stjórnir hafi góða þekkingu á lífeyrismálum.

Í ritinu er margan fróðleik að finna sem ætti að geta komið að góðum notum fyrir stjórnir og starfsfólk lífeyrissjóða og fyrir aðra sem vilja fræðast um málefnið.

Guðný Helga Lárusdóttir ritstýrði og Arion banki gaf út.

ISBN 978-9935-25-358-3

